

اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، سیاست‌های تامین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری

یادگار محمدی*

اسفندیار محمدی**، غریبه اسماعیلی***

چکیده

هدف این مقاله بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل بر سیاست‌های تامین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران است. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آماری آن شامل داده‌های ۱۳۹ شرکت طی دوره هفت ساله ۱۳۹۶-۱۳۹۰ است. روش نمونه‌گیری، حذف سیستماتیک بوده و روش مورد استفاده برای برآورد الگو، روش رگرسیون چند متغیره با استفاده از تخمین داده‌های تلفیقی با اثرات ثابت است. نتایج نشان داد اعتماد به نفس بیش از حد مدیران تأثیر معکوس و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری و رابطه مستقیم و معناداری بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد دارد. همچنین بررسی‌های بیشتر نشان می‌دهد در صورت دسترسی مدیران شرکت‌ها به منابع مالی داخلی، آنها تمایل به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و در صورت تامین مالی از منابع خارج از شرکت، تمایل به سرمایه‌گذاری کمتر از حد خواهند شد.

بنابراین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران به عنوان یک ویژگی شخصیتی، بر تصمیمات تامین مالی و سرمایه‌گذاری آنها موثر است اغلب این مدیران به دلیل اطمینان بیش از حد نسبت به تصمیمات خود رفتاری جسورانه دارند و این مسئله منجر به اتخاذ

* دکترای مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد ایلام، Mohamadi.y.57@gmail.com

** دانشیار گروه مدیریت، ایلام، ایران (نویسنده مسئول)، e.Mohamadi@ilam.ac.ir

*** استادیار گروه حسابداری، دانشگاه ایلام، Gh.esmailikia@ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۲/۱۸، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۵/۱۰

تصمیمات غیر بهینه در خصوص سرمایه‌گذاری‌ها شده و با افزایش بیشتر از حد سرمایه‌گذاری‌ها منجر به کاهش کارایی سرمایه‌گذاری‌های شرکت می‌گردد.

کلیدواژه‌ها: اطمینان به نفس بیش از حد، تامین مالی، کارایی سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری بیشتر از حد، سرمایه‌گذاری کمتر از حد
طبقه‌بندی JEL: M41 ، G11 ، G17

۱. مقدمه

مدیران ارشد هر سازمان که تصمیمات آنها موفقیت و حیات سازمان را متاثر می‌سازد، از عوامل درونی و شخصیتی خود تاثیر می‌پذیرند، در این خصوص یکی از جدی‌ترین مواردی که تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران سازمان‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد مساله اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد شرکت‌ها است (دستگیر و همکاران، ۱۳۹۳؛ ص ۳۹) به نقل از ویتاکر (Whitaker، ۱۹۹۹). اطمینان به نفس بیش از حد مدیریت یکی از مهمترین یافته‌های علم روان‌شناسی در حوزه قضاوت و تصمیم‌گیری است. (احمدی و همکاران، ۱۳۹۸؛ ص ۹۵) روان‌شناسان دریافته‌اند افراد توانایی‌هایشان را در انجام درست وظایف، بیش از اندازه برآورد می‌کنند و این تخمین بیش از اندازه با اهمیتی که شخص برای وظایف قائل است، رابطه مستقیم دارد. (احمدی و همکاران، ۱۳۹۸؛ ص ۹۵) در دهه‌های اخیر مطالعاتی انجام پذیرفته که اذعان دارد مدیران همواره بصورت کاملاً عقلایی رفتار نکرده و مدیرانی که دارای اعتماد به نفس بالا هستند اکثراً نسبت به تصمیمات خود و نتایج آنها بخصوص در زمینه تصمیمات سرمایه‌گذاری بسیار خوشبین هستند (کوپر (Cooper) و همکاران، ۱۹۸۸؛ ص ۹۹). آنها تحت تاثیر این خوش بینی‌های مفرط ممکن است تصمیماتی غیرعقلایی اتخاذ کنند. که تاثیری مهم بر فعالیت‌های مالی شرکت دارد (بیکر (Bikeer) و همکاران، ۲۰۰۷؛ ص ۱۲۱). این مطالعات نشان می‌دهد که عوامل رفتاری چون اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر ناکارایی سرمایه‌گذاری‌ها تاثیرگذار است و می‌توانند منجر به اتلاف منابع داخلی گردد (هوانگ و همکاران (Huang et al) ؛ ۲۰۱۱؛ ص ۲۶۲). اطمینان به نفس بیش از حد می‌تواند به اتخاذ تصمیم آینده نادرست منجر شده و با انحراف از سیاست‌های مناسب سرمایه‌گذاری و تامین مالی، هزینه‌های گزافی بر شرکت تحمیل نماید (ساعدی و همکاران، ۱۳۹۸؛ ص ۸۰).

به اعتقاد مل و مندیرو و همکاران (Malmendier et al) (۲۰۰۵؛ ص ۶۵۵) در صورتی که شرکت دارای منابع داخلی باشند، ممکن است مدیرانی با اعتماد به نفس بیش از حد، تمایل بیشتری به بیش سرمایه‌گذاری از خود نشان دهند، اما در صورتی که تامین مالی پروژه‌ها نیازمند منابع خارجی باشد، ممکن است کم سرمایه‌گذاری صورت گیرد. لذا مدیرانی که دارای اعتماد به نفس بیش از حد هستند ممکن است وجوه نقد داخلی شرکت را در طرح‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری کنند که به تبع آن منابع داخلی شرکت هدر خواهد رفت و شرکت دچار آشفتگی مالی می‌گردد. (هیتون (Heaton)، ۲۰۰۲؛ ص ۳۴) این مسئله ناشی از این است که مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد، به دلیل خوش بینی بیش از حد، ممکن است جریان‌های نقدی حاصل از پروژه‌ها را اشتباهاً بسیار مطلوب پیش بینی کرده و از این رو بسیاری از پروژه‌ها را بالاتر از ارزش واقعی‌شان ارزش‌گذاری کنند و باعث سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و به تبع آن کاهش کارایی سرمایه‌گذاری‌های شرکت شوند. (دستگیر و همکاران، ۱۳۹۳؛ ص ۴۰)

بنابراین مدیران بیش اعتماد از یک سو به دلیل جنبه‌های رفتاری خاص خود متمایل به بیش سرمایه‌گذاری شده و به تبع آن کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهند و از سوی دیگر به دلیل نقص در بازارهای سرمایه به دلیل مسائلی همچون عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی که دستیابی شرکت‌ها به منابع مالی خارج از شرکت را مشکل می‌نماید (اپلر (Opler) و همکاران، ۱۹۹۹؛ ص ۶). در انجام سرمایه‌گذاری‌ها، استفاده بیش از حدی از منابع مالی داخلی شرکت دارند که این مسئله نیز منجر به هدر رفت منابع مالی شرکت می‌گردد. از این رو با توجه به اهمیت موضوع در این مقاله تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل بر سیاست‌های تامین مالی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی شده است. یکی از جنبه‌های متفاوت این پژوهش در مقایسه با پژوهش‌های دیگر این است که به بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر تامین مالی درون و برون سازمانی و همچنین کارایی سرمایه‌گذاری بصورت همزمان پرداخته است. افزون بر این تاثیر نوع تامین مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری خصوصاً سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد بررسی شده است.

۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

۱.۲ اعتماد به نفس بیش از حد

متدولوژی اقتصاد اثباتی در پی درک رفتار انسان و ماهیت وی است؛ یعنی آنطوری که رفتار می‌کند نه آنطور که باید رفتار کند، و این مقوله به نوعی با مالی رفتاری ارتباط پیدا می‌کند. به طور اساسی انسان اقتصادی عقلایی فردی است که می‌کوشد تا به اهداف خاص خود با حداقل هزینه دست یابد (حسینی چگنی و همکاران، ۱۳۹۳؛ ص ۱۱۵).

انسان اقتصادی در نظریه‌های مبتنی بر عقلانیت محض، کسی است که ضمن برخوردار از قوه‌ی ادراکی یک انسان سالم به صورت عاقلانه رفتار کند، بی‌آنکه هیچ یک از امیال او نظیر خود خواهی، حسادت، زیاده خواهی در وی سرکوب شده باشد. رفتار عقلایی، بیانی برای تبیین رفتار انسان اقتصادی است. وی کسی است که از ویژگی‌هایی همچون عقلانیت نامحدود، اراده‌ی نامحدود، دارنده اطلاعات کامل و انتخاب آزادانه بهره‌مند است. با اینحال پژوهشگران با مطالعه رفتارهای اقتصادی افراد، مشاهده کرده‌اند فرآیند تصمیم‌گیری تحت تاثیر عوامل بسیاری از جمله انگیزه، ارزش‌ها و هنجارها، قابلیت‌ها و فناوری‌های پردازش اطلاعات، نگرش‌ها در قضاوت دیگر افراد و محیط‌ها، تجربه‌های گذشته، سوگیری عاطفی، اولویت زمان و سوگیری شناختی قرار می‌گیرد. (غیور باغبانی و همکاران، ۱۳۹۶؛ ص ۵۸)

همچون ویژگی‌های فوق، اعتماد به نفس بیش از حد یکی از تورش‌های رفتاری است که افراد به آن مبتلا هستند این ویژگی باعث می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک را کمتر از حد تخمین بزند. و احساس کند روی مسائل و رویدادها کنترل دارد، در حالی که ممکن است در واقع، این گونه نباشد (شمس لیالستانی و همکاران، ۱۳۸۹؛ ص ۲۷). روانشناسان به این نتیجه رسیدند که افراد در هنگام تصمیم‌گیری و قضاوت، به اطلاعات برجسته، وزن بیشتری می‌دهند؛ بنابراین، مدیران بیش اطمینان به طور نظام‌مندی بازده آتی ناشی از پروژه‌های سرمایه‌گذاری را بیش از حد تخمین می‌زنند یا به بیانی، احتمال و اثر رویدادهای مطلوب بر جریان‌های نقدی شرکت را بیش از حد برآورد می‌کنند و احتمال و اثر رویدادهای نامطلوب بر جریان‌های نقدی شرکت را کمتر از حد تخمین می‌زنند (هیتون (Heaton)، ۲۰۰۲؛ ص ۳۴).

به طور کلی می‌توان گفت اطمینان به نفس بیش از حد، رفتار ریسک پذیری را تحت تأثیر قرار می‌دهد، زیرا مدیران منطقی سعی می‌کنند با پذیرش حداقل میزان ریسک، حداکثر بازدهی را کسب کنند، در حالی که مدیران دارای فرا اطمینانی منطقی عمل نکرده و سطح ریسک پذیرفته شده خود را نادرست تعبیر و تفسیر می‌کنند. (ساعدی و همکاران، ۱۳۹۸؛ ص ۸۲) در نتیجه، مدیران بیش اطمینان تمایل به درک اشتباه از پروژه‌های در جریان با ارزش فعلی خالص منفی به عنوان ایجاد ارزش دارند. آنها همچنین نمی‌توانند به طور منطقی به فرایند بازخورد منفی در مورد پروژه‌ها عمل کنند و پس از مشاهده بازخورد منفی، مدیرعامل بیش اطمینان تمایل به چشم پوشی بازخورد منفی دارد و هنوز هم معتقدند که این پروژه‌ها دارای آینده امیدوار کننده هستند. این ابراز از اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل منجر به ادامه دادن به پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی (سرمایه-گذاری بیشتر از حد) برای مدت طولانی می‌شود (احمدی و همکاران، ۱۳۹۸؛ ص ۹۵). چنین مدیری به بیش‌نمایی ارزش‌داری‌ها و کم‌نمایی ارزش‌بدهی‌ها تمایل دارد. این مسائل ساختار سرمایه شرکت و به تبع آن سیاست‌های تامین مالی شرکت از منابع مالی داخلی یا منابع خارج از شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. (اسکات (Scott)، ۱۳۹۰).

۲.۲ سیاست‌های تامین مالی

یکی از مهم‌ترین تصمیمات مالی، نحوه تامین مالی بنگاه‌های اقتصادی است که نقش بسزایی در استمرار و رشد سودآوری آنها دارد. توانایی بنگاه‌ها در دستیابی به منابع مالی داخل و خارج از بنگاه به منظور سرمایه‌گذاری و اجرای طرح‌های توسعه‌ای آن از عوامل اصلی رشد سودآوری محسوب می‌شود. و می‌تواند تأثیر معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت داشته باشد. (جعفری صمیمی و همکاران، ۱۳۹۲؛ ص ۸۲) شرکت‌ها در تصمیمات تامین مالی، با دو منبع تامین مالی داخلی و تامین مالی خارجی مواجه هستند. در یک بازار سرمایه‌ی کامل که حساسیت مالی در آن وجود ندارد، منابع داخلی و خارجی جایگزین‌های کاملی می‌باشند و تصمیمات سرمایه‌گذاری یک شرکت جدا از انتخاب‌های تامین مالی و سرمایه‌گذاری آن اتخاذ می‌شود. به عبارت دیگر، شرکت‌ها می‌توانند همیشه تامین مالی خارجی را با هزینه‌ای معادل هزینه‌ی سرمایه‌ی خودشان، انجام دهند (علی‌آقایی و همکاران، ۱۳۹۴؛ ص ۳) به نقل از مودیگلیانی و میلر (Modigliani & Miller)، (۱۹۵۸). اما با توجه به اطلاعات نامتقارن و مشکلات نمایندگی فرض عدم نقص بازار، غیر واقع بینانه

است و شرکت‌ها به ازای بدهی تامین مالی خارجی با هزینه‌های زیادی مواجه می‌شوند. بنابراین در صورت وجود نقص‌های بازار سرمایه، منابع وجوه داخلی و خارجی نمی‌توانند کاملاً جایگزین یکدیگر باشند (علی‌آقایی و همکاران، ۱۳۹۴؛ ص ۳).

به اعتقاد مایرز (Myers) (۱۹۸۴) هنگامی که شرکت، تامین مالی درون سازمانی را به تامین مالی برون سازمانی، و تامین مالی از محل استقراض را به تامین مالی از طریق انتشار سهام ترجیح می‌دهد، ساختار سرمایه‌ی شرکت بر اساس الگوی نظریه سلسله مراتب شکل گرفته است. در نظریه سلسله مراتب، فرض بر آن است که تا زمانی که تامین مالی از طریق استقراض به صرف شرکت است، شرکت هیچگاه سهام جدیدی را منتشر نخواهد کرد. این نظریه بر اولویت بندی در انتخاب منابع ساختار سرمایه مبتنی است و جریان نقد ایجاد شده در داخل سازمان، انتخاب نخست برای تامین مالی به حساب می‌آید. در این راستا، انتخاب بعدی شرکت‌ها ترجیح بدهی به انتشار سهام در تامین مالی است. به عبارتی، نظریه سلسله مراتب بیان می‌کند که شرکت‌ها در تامین منابع مالی مورد نیازشان سلسله مراتب معینی را طی می‌کنند. شکل‌گیری این سلسله مراتب نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی است. در مواردی که بین مدیران و سرمایه‌گذاران برون سازمانی، عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد، مدیران، تامین مالی از محل منابع داخلی شرکت را به تامین مالی از منابع خارج شرکت ترجیح می‌دهند، به عبارت دیگر ابتدا از محل سود انباشته یا اندوخته‌ها به تامین مالی می‌پردازند، سپس اگر منابع داخلی کفایت نکرد از بین منابع خارج از شرکت کم ریسک‌ترین اوراق بهادار یعنی اوراق بدهی متوسل می‌شوند و در صورت عدم تکافوی استقراض، به انتشار سهام می‌پردازند. در این نظریه، بر خلاف نظریه توازن، هیچ ترکیب بدهی به حقوق صاحبان سهام هدف که از قبل تعریف شده وجود ندارد، زیرا دو نوع حقوق مالکانه وجود دارد: داخلی و خارجی، یکی در اولویت اول و دیگری در اولویت آخر. از این رو نسبت بدهی هر شرکت، نیازهای انباشته‌ی آن شرکت برای تامین مالی خارجی را منعکس می‌کند. (همکاران، ۱۳۹۳؛ ص ۱۱۴)

لذا تصمیم‌گیری مدیران واحد تجاری نسبت به اینکه از کدام یک از روش‌های تامین مالی استفاده نمایند، عوامل زیادی همچون مشکلات نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی، اندازه شرکت، درماندگی مالی و غیره بر تصمیم‌گیری مدیران واحد تجاری مؤثر است. علاوه بر این فاکتورها و عوامل موجود در شرکت‌ها، برخی از ویژگی‌های شخصیتی مدیران نیز جز

اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، سیاست‌های تامین مالی و ... ۲۰۱

عوامل مهم در تصمیم‌گیری‌های شرکت به حساب می‌آید (چاوشی و همکاران، ۱۳۹۳؛ ص ۳۱).

۳.۲ کارایی سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری در امور مختلف، همواره به عنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود و عقب‌ماندگی مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع و رشد و دگرگونی سریع روابط اقتصادی، منجر به رقابت شدیدی در عرصه تجارت، صنعت و سرمایه‌گذاری شده است. لذا شرکت‌ها برای بقا و گسترش فعالیت‌های خود، نیاز به انجام سرمایه‌گذاری مناسب و به موقع و یا به عبارت دیگر افزایش کارایی سرمایه‌گذاری دارند (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۶؛ ص ۴۶). کارایی سرمایه‌گذاری یا سرمایه‌گذاری در حد بهینه مستلزم آن است که از یک سو از مصرف منابع در فعالیت‌های که سرمایه‌گذاری در آنها بیش از حد مطلوب انجام شده است جلوگیری شود و از سوی دیگر منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتر به سرمایه‌گذاری دارد هدایت شود (مدرس و همکاران، ۱۳۸۷؛ ص ۸۶).

به طور مفهومی کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت‌ها تنها در پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری نمایند. البته این سناریو در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد و هیچ یک از مسائل بازار ناقص از جمله گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد (فروغی و همکاران (۱۳۹۵؛ ص ۱۰۰) به نقل از بیدل و همکاران (Biddle et al.)، ۲۰۰۹). در تعیین کارایی سرمایه‌گذاری حداقل دو معیار نظری وجود دارد. معیار نخست بیان می‌کند که به منظور تامین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری نیاز به جمع‌آوری منابع وجود دارد. در یک بازار کارا تمام پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت می‌بایست تامین مالی شوند گرچه تعداد زیادی از تحقیقات موجود در حوزه مالی نشان داده است که محدودیت‌های مالی توانایی مدیران در تامین مالی را محدود می‌سازد (هوبارد (Hubbard)، ۱۹۹۸) در نتیجه شرکت‌هایی که با محدودیت تامین مالی مواجه هستند ممکن است به دلیل هزینه زیاد تامین مالی، از قبول و انجام پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت صرف نظر کنند. که این کار منجر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌گردد. (بری و همکاران (Berry et al.)، ۲۰۰۴؛ ص ۱۱۷) دوم اینکه، اگر شرکت تصمیم به تامین مالی بگیرد؛ هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی انجام شود. به

عنوان مثال مدیران ممکن است با انتخاب پروژه های نامناسب، اقدام به سرمایه گذاری ناکارا نمایند. در نتیجه انتخاب پروژه های ضعیف، موجب سرمایه گذاری بیشتر از حد می گردد (وردی (Verdi)، ۲۰۰۶؛ ص ۶). لذا کارایی سرمایه گذاری زمانی بوجود می آید که شرکت ها ضمن ارزیابی مداوم نتایج سرمایه گذاری منابع مالی خود در پروژه های مختلف، از مصرف منابع در پروژه هایی که زیانده بوده، سودآوری کافی نداشته و یا سرمایه گذاری بیش از حد بهینه انجام شده جلوگیری و در عوض منابع مالی خود را در پروژه های با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه گذاری نمایند. (کلسی (Kolsi) و همکاران، ۲۰۱۷؛ ص ۱)

۴.۲ اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، سیاست های تامین مالی و کارایی سرمایه گذاری

در ادبیات مالی و حسابداری شواهد محکمی در خصوص تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر سرمایه گذاری ها، سیاست های تامین مالی و... ارائه شده است (کاشانی پور و همکاران، ۱۳۹۶؛ ص ۱۸). یکی از مهمترین برداشتها از نتایج این مطالعات این است که مدیران بیش اطمینان به دلیل خوشبینی بیش از حد، ممکن است جریان های نقدی حاصل از پروژه ها را اشتباهاً بسیار مطلوب پیش بینی کرده و از این رو، بسیاری از پروژه ها را بیشتر از ارزش واقعی شان ارزش گذاری کرده و حتی در پروژه هایی با خالص ارزش فعلی (NPV) منفی سرمایه گذاری کند. همچنین مطابق نظریه سلسه مراتب، هرچند منابع مالی داخلی در اولویت استفاده توسط شرکت ها می باشد. اما وقتی مدیریت شرکت به منابع مالی داخلی زیادی دسترسی داشته باشد این منابع مالی مازاد را به دلایلی از جمله خطر اخلاقی و عدم تقارن اطلاعاتی در پروژه هایی سرمایه گذاری می نماید که ممکن است اولویت اصلی شرکت نباشند، که نهایتاً این مسائل منجر به سرمایه گذاری بیشتر از حد و عدم کارایی سرمایه گذاری می گردد (مل مندی و همکاران، ۲۰۰۵؛ ص ۶۵۴).

از سوی دیگر در زمان عدم دسترسی شرکت به منابع مالی داخلی، توانایی یک بنگاه در دسترسی به تامین مالی خارجی عاملی کلیدی در توسعه، رشد و بقاء آن است. طبق مطالعه آگیون و همکاران (Agkion et al) (۲۰۰۷)، دسترسی بنگاه ها به تامین مالی خارجی قدرت رقابت پذیری آنها را افزایش می دهد. با اینحال مدیران بیش اطمینان اعتقاد دارند که تامین مالی خارج از شرکت هزینه بر بوده و این موضوع باعث کاهش تمایل آنها برای استفاده از تامین مالی آتی خارج از شرکت و اتکای آنها بر منابع داخلی برای تامین مالی طرح های

اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، سیاست‌های تامین مالی و ... ۲۰۳

سرمایه‌گذاری می‌شود. باهاراتی (Bharati) و همکاران (۲۰۱۶) اشاره می‌کنند که کمبود منابع مالی داخلی و متعاقب آن عدم استفاده از منابع مالی خارجی نیز منجر به عدم سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت می‌گردد که این مسئله نیز منجر به عدم کارایی سرمایه‌گذاری خواهد شد.

بنابراین طبق مبانی نظری گفته شده، اعتماد به نفس بیش از حد مدیران از یک سو باعث استفاده بیش از حد آنها از منابع مالی داخلی و انجام سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و از سوی دیگر این مدیران به دلیل نگرش خاص خود با عدم استفاده بهینه از منابع مالی خارجی خصوصاً در زمانی که شرکت با محدودیت منابع مالی داخلی مواجه است با محدود نمودن سرمایه‌گذاری‌های شرکت ناکارایی سرمایه‌گذاری در شرکت را موجب می‌گردند.

لذا هرچند در پژوهش‌های گذشته به روابط دوگانه بین متغیرهای مورد نظر این پژوهش پرداخته شده است اما تفسیر نحوه برخورد مدیران بیش اطمینان با محدودیت‌های مالی برای انجام سرمایه‌گذاری تا حدودی مبهم بوده و این مقاله به دنبال پاسخ به این پرسش‌ها است که آیا اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر سیاست‌های تامین مالی تأثیر دارد؟ آیا اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارد؟ و آیا در صورت دسترسی مدیران بیش اعتماد به منابع مالی داخلی، باعث سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌شوند؟

۳. پیشینه تحقیق

فoster و همکاران (Foster et al) (۲۰۱۶) طی بازه زمانی ۲۰۱۱-۲۰۰۲ در تحقیقی اثر اعتماد به نفس بیش از اندازه مدیران بر تصمیمات تامین مالی شرکت‌ها را با در نظر گرفتن میزان سطح مالکیت دولتی بررسی کردند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که اعتماد به نفس بیش از حد مدیران تأثیر معنادار و منفی بر تصمیمات تامین مالی شرکت دارد هرچند سطح مالکیت دولتی بالاتر می‌تواند این اثر منفی را تا حدودی تعدیل نماید. بررسی‌های بیشتر نشان داد که اعتماد به نفس بیش از حد مدیران منجر به اهرم مالی پایین‌تر می‌گردد که این مسئله نیز نشان دهنده تمایل بیشتر مدیران بیش اعتماد به استفاده از منابع مالی داخلی شرکت در انجام سرمایه‌گذاری‌ها است.

بهاراتی و همکاران (Bharati et al) (۲۰۱۶) در تحقیقی نشان دادند که اعتماد به نفس بیش از حد مدیران شرکت‌ها همیشه به عنوان یک عامل منفی تلقی نمی‌شود چون موفقیت شرکت‌هایی که دارای مدیران بیش اعتماد هستند از سایر شرکت‌ها بیشتر است زیرا آنها برای تداوم فعالیت‌های شرکت خود دوره طولانی تری اختصاص می‌دهند، اینگونه مدیران در رابطه با هزینه‌های سرمایه‌گذاری بسیار امیدوار بوده و به فروش سهام فکر نمی‌کنند. بنابراین شروع به سرمایه‌گذاری بیشتری می‌کنند و از تأمین‌های مالی داخلی بیشتری استفاده می‌کنند. آنها همچنین به فکر توسعه و گسترش و نوآوری‌های بیشتر هستند که این عوامل موجب می‌شود شرکت آنها ارزش بیشتری کسب کند و بازده آن شرکت افزایش یابد.

دشماخ و همکاران (Deshmuchi et al) (۲۰۱۳) در تحقیقی اثر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت را بررسی کردن آنها به این نتیجه رسیدند که مدیران دارای اعتماد بیش از حد به دلیل اینکه دارای تأمین مالی خارجی به منظور سرمایه‌گذاری در شرکت را پرهزینه می‌دانند، در صورت نیاز به سرمایه‌گذاری بیشتر در آینده، سود نقدی کمتری تقسیم می‌کنند، همچنین آنها به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌های دارای رشد کمتر و وجوه نقد کمتر، این رابطه منفی شدیدتر است. این بررسی نشان می‌دهد که مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد برای انجام سرمایه‌گذاری‌ها، بیشتر بر تأمین مالی داخلی اتکا دارند.

ساعدی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی با بررسی داده‌های ۱۴۲ شرکت با استفاده از روش رگرسیون چندمتغیره به روش داده‌های ترکیبی طی دوره هشت ساله ۱۳۸۸-۱۳۹۵، نشان دادند که مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد هم باعث افزایش بازده سهام می‌شوند و هم ریسک بیشتری تقبل می‌کنند. آنها دلیل این مسئله را سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و رفتار جسورانه آنها در به حداقل رساندن منابع مالی راکد شرکت و استفاده حداکثری از منابع مالی خارج از شرکت می‌دانند. لذا این مدیرانی با این ویژگی خاص منجر به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌شوند.

فرید و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی تاثیر نوع تأمین مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری با تاکید بر ارزش شرکت با استفاده از داده‌های ۸۵ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۴-۱۳۹۰ پرداختند آنها فرضیه‌های تحقیق را با تکنیک آماری رگرسیون داده‌های ترکیبی، مورد آزمون و تجزیه و تحلیل قرار دادند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که نوع تأمین مالی بر کارایی سرمایه-

اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، سیاست‌های تامین مالی و ... ۲۰۵

گذاری تأثیر معناداری دارد. علاوه بر این نوع تامین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با ارزش متفاوت، تأثیر متفاوتی دارد.

دموری و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی سیاست‌های تامین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران را با بررسی داده‌های ۷۵ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۵-۱۳۹۰ با تکنیک آماری رگرسیون داده‌های تابلویی مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که سیاست‌های تامین مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری دارد. علاوه بر این سیاست‌های تامین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با ارزش متفاوت، تأثیر متفاوتی دارد.

کاشانی پور و همکاران (۱۳۹۶) در تحقیقی اثر بیش اطمینانی مدیران بر نگهداشت وجه نقد و حساسیت جریان نقدی را با استفاده از داده ۱۲۷ شرکت طی بازه زمانی ۱۳۹۴-۱۳۸۹ مورد بررسی قرار دادند یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد از یک سو رابطه مثبت و معناداری بین بیش اطمینانی مدیران و وجه نقد نگهداری شده وجود داشته و از سوی دیگر بیش اطمینانی مدیران اثر مثبت و معناداری بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد دارد. به بیان دیگر، مدیران بیش اطمینان وجه نقد بیشتری از جریان‌های نقدی عملیاتی جاری را در شرکت ذخیره می‌کنند. این یافته‌ها مطابق با این دیدگاه است که مدیران بیش اطمینان هزینه‌های تامین مالی آتی خارج از شرکت را بیش از اندازه تلقی می‌کنند بنابراین، سعی می‌کنند با نگهداری وجه نقد، سرمایه‌گذاری‌های پیش رو را از منابع داخلی شرکت تامین مالی کنند.

دستگیر و همکاران (۱۳۹۳) در تحقیقی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر آشفتگی مالی را با بررسی داده‌های ۱۰۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۹-۱۳۸۳ مورد بررسی قرار دادند، نتایج بررسی فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که میزان آشفتگی مالی شرکت‌هایی که مدیران آنها دارای اعتماد به نفس بیش از حد هستند به طور معناداری بیشتر از آشفتگی مالی شرکت‌هایی است که مدیران آنها فاقد اعتماد به نفس بیش از حد می‌باشند که این نتیجه، نشان دهنده تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر سیاست‌های تامین مالی شرکت می‌باشد.

استولز و همکاران (Stölzle et al) (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و شیوه‌های ذخیره زیان در صنعت بیمه اموال و بدهی‌ها در ایالات متحده پرداخته‌اند. این پژوهش در بازه زمانی ۱۹۹۱-۲۰۱۴ در ۳۱۷ شرکت در ایالات

متحدہ آمریکا انجام گرفته و تحلیل‌ها با استفاده از روش رگرسیون چندگانه انجام شده است. شواهد قوی وجود دارد که نشان می‌دهد بیش اطمینانی مدیران اجرایی به طور قابل توجهی با ذخایر نسبتاً کم هزینه‌ها ارتباط دارد و به درآمدهای گزارش شده نسبتاً بالا منجر می‌شود. این یافته با پیش بینی‌های نظری که نشان می‌دهد مدیران با اطمینان بیش از حد، بازده پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود را بیش از حد ارزیابی کرده و زیانها را دست کم می‌گیرند، مطابقت دارد.

جیانگ و همکاران (Jiang et al) (۲۰۱۱) در تحقیقی اثر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس چین بر ساختار سررسید بدهی‌ها را با استفاده از ۳۹۶۹ داده (شرکت - سال) طی دوره زمانی ۲۰۰۶-۲۰۰۲ مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد که اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر تصمیمات مالی شرکت‌های موثر بوده و ارتباط معناداری بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و ساختار بدهی‌ها برقرار است.

ایشیکاوا و تاکاشی (۲۰۱۰) در پژوهشی ارتباط بین اعتماد به نفس بیش از اندازه مدیران و تصمیمات تأمین مالی را با بررسی داده‌های ۹۵۵۵ سال-شرکت ژاپنی طی بازه زمانی ۲۰۰۸-۱۹۹۸ مورد بررسی قرار دادند. نتایج آنها نشان می‌دهد که مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد، بدهی را به انتشار سهام به صورت عرضه عمومی و محدود ترجیح می‌دهند. بنابراین این ویژگی بر نوع تأمین مالی شرکت موثر است.

مل مندیرو و همکاران (۲۰۰۸) در بررسی رفتار مدیران دریافتند که خصوصیات شخصی آنها، به ویژه اعتماد بیش از حد مدیریتی، ممکن است به انحرافات در تصمیمات سرمایه-گذاری شرکت منجر شود و این مدیران خوش بین به طور معناداری حساسیت سرمایه-گذاری بیشتری به جریان‌های نقدی آزاد به ویژه در شرکت‌های سهامی دارند. نتایج آنها نیز همچون تحقیق ایشیکاوا و تاکاشی (۲۰۱۰) نشان داد که مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد، تأمین مالی از طریق بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند.

کرامر و لیو (Kramer and Liao) (۲۰۱۶) در پژوهشی با استفاده از معیارهای اندازه‌گیری اعتماد به نفس بیش از حد مل مندیرو و تیت (۲۰۰۵ و ۲۰۰۸) به بررسی تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر دیدگاه تحلیل‌گران پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد، تحلیل‌گران، سودهای شرکت‌هایی که دارای مدیریت با اعتماد به نفس بالا هستند را خوش بینانه پیش بینی می‌کنند بدین صورت که تعداد دفعاتی که سود خالص شرکت بیش از

اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، سیاست‌های تامین مالی و ... ۲۰۷

میزان واقعی پیش بینی شده است ، بیشتر از تعداد دفعاتی است که سود کمتر از میزان واقعی پیش بینی شده است.

احمدی و همکاران(۱۳۹۷) طی تحقیق تأثیر معیارهای اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از تکنیک آماری رگرسیون به روش داده های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت با بهره بردن از داده‌های ۹۹ شرکت را در بازه زمانی ۱۳۹۳-۱۳۸۴ مورد بررسی قرار دادند، نتایج به دست آمده نشان می‌دهد از میان معیارهای انتخابی برای اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی، سرمایه‌گذاری بیش از حد، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، خالص جریان های نقدی، سیاست تقسیم سود و نسبت مخارج سرمایه تأثیر مثبت معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارند. علاوه بر این، نتایج پژوهش نشان می‌دهد معیار اصلی اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی تأثیر مثبت معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارد.

فروغی و همکاران(۱۳۹۴) در پژوهشی داده های ۱۱۷ شرکت از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۳ الی ۱۳۹۲ را به منظور بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام را مورد تحلیل قرار دادند. آنها بیان می‌کنند، نتایج حاصل از برآورد مدل‌های پژوهش گویای آن است که اطمینان بیش از حد مدیریتی بر هر سه معیار ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت و معنادار دارد. به عبارتی وجود اطمینان بیش از حد در مدیران، ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد. یکی از عواملی که به سقوط قیمت سهام منجر می‌شود اقدام های مدیران در راستای نگه داشت اخبار بد و عملکرد منفی در داخل شرکت و همچنین رفتار ریسک پذیری آنها است.

قاسمی و همکاران (۱۳۹۴) به پژوهشی با عنوان «تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر نوسان بازده غیرمتعارف سهام» پرداختند که مشتمل بر ۸۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده که با استفاده از نمونه گیری معقول و سیستماتیک، برای دوره ده ساله ۱۳۸۴-۱۳۹۳ انتخاب شده و آزمون های آماری لازم روی آنها انجام شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش با استفاده از رگرسیون خطی چندمتغیره، استفاده از داده های تابلویی و روش اثرهای ثابت، در سطح اطمینان ۹۵ درصد حاکی از تأیید آنها

بوده و بیانگر تأثیر مثبت و معنادار اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر نوسان بازده غیرمتعارف سهام است.

چاوشی و همکاران (۱۳۹۴) به پژوهشی به بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست های تأمین مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند آنها در این تحقیق داده های ۱۵۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در بازه زمانی ۱۳۹۰-۱۳۸۵ تحلیل نمودند. نتایج پژوهش که با استفاده از داده های ترکیبی با اثرات ثابت انجام گردید، حاکی از عدم رابطه بین اطمینان بیش از حد و تصمیم های مالی می باشد. علاوه بر این، رابطه ی فرصت های رشد، سودآوری، اندازه شرکت و ریسک درماندگی با تصمیمهای مالی، معنی دار است.

عربصالحی و همکاران (۱۳۹۱) طی مقاله ای به بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه گذاری - جریان های نقدی نمونه ای شامل ۱۰۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ مطالعه شده است. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می دهد طی دوره زمانی مورد بررسی، اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد باعث افزایش حساسیت سرمایه گذاری - جریان های نقدی شده است.

با وجود پژوهش های متعددی که در حوزه اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، تأمین مالی و همچنین کارایی سرمایه گذاری انجام شده، پژوهشی که به صورت مستقیم به بررسی رابطه همزمان این سه پارامتر در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته باشد، مشاهده نشد. با این وجود، در اینجا به پاره ای از پژوهشهای تجربی پرداخته شد که به نحوی با موضوع پژوهش ارتباط پیدا می کردند. افزون بر این، برخی از پژوهش ها به منظور ایجاد پشتوانه برای به کارگیری متغیرهای این پژوهش بیان شده است. لذا در این مقاله ضمن بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت شرکت بر سیاست های تأمین مالی و کارایی سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان یک نوآوری جدید تأثیر نوع تأمین مالی (درون سازمانی یا برون سازمانی) بر کارایی سرمایه گذاری و سرمایه گذاری بیشتر از حد بررسی شده است.

اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، سیاست‌های تامین مالی و ... ۲۰۹

۴. فرضیه‌های تحقیق

- فرضیه ۱ - اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر دارد.
- فرضیه ۲ - اعتماد به نفس بیش از حد مدیران باعث سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌شود.
- فرضیه ۳ - مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد با استفاده از تامین مالی داخلی باعث سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌شوند.
- فرضیه ۴ - مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد با استفاده از تامین مالی خارجی باعث سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌شوند.

۵. روش شناسی پژوهش و تجزیه و تحلیل داده‌ها

این پژوهش از لحاظ ماهیت از نوع توصیفی - همبستگی است. زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می‌کند و از طرف دیگر رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون کشف یا تبیین می‌کند. از نظر هدف نیز از نوع پژوهش‌های کاربردی محسوب می‌شود. با توجه به اینکه داده‌های پژوهش حاضر از نوع ترکیبی است، برای تعیین اینکه آیا استفاده از روش داده‌های پانل در برآورد مدل مورد نظر کارآمد بود یا نه، از آزمون F لیمر و به منظور اینکه مشخص گردد کدام یک از روش‌های اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی جهت برآورد مناسب‌تر است (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت-های واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده شده است. برای انجام آزمون‌های بالا و سایر آزمون‌های لازم از نرم افزار Eviews9 استفاده شده است.

۶. جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده و فعال در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ می‌باشد نمونه انتخابی بصورت حذفی بوده و تنها شرکت‌هایی مورد بررسی قرار گرفته و به عنوان نمونه انتخاب شده اند که تمامی شرایط زیر را دارا بوده اند:

(۱) حداقل در ابتدای سال ۱۳۹۰ به عضویت بورس اوراق بهادار تهران درآمده باشند.

(۲) به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، دوره مالی شرکت‌ها، منتهی به تاریخ ۲۹ اسفند هر سال باشد.

(۳) اطلاعات مالی آنها از جمله صورتهای مالی و گزارش فعالیت های هیات مدیره در دسترس باشد.

(۴) شرکت‌ها از نوع شرکتهای سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بانک و بیمه به دلیل ماهیت متفاوت آنها نباشند.

(۵) وقفه معاملاتی بیشتر از ۴ ماه نداشته باشند.

با اعمال شرایط فوق فهرست نهایی شامل ۱۳۹ شرکت بدست آمد و بر این اساس اطلاعات مربوط به نمونه در طی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶ (۹۷۳ سال شرکت) در دسترس قرار گرفت.

۷. متغیرهای پژوهش و نحوه محاسبه آنها

متغیرهای این پژوهش شامل متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی است که در ادامه به توصیف آنها پرداخته می‌شود. الگوهای استفاده شده در این تحقیق برگرفته از مقاله وان و همکاران (Wen et al) (۲۰۰۴) و یانگ و همکاران (Ying et al) (۲۰۱۸) می‌باشد:

برای آزمون فرضیه اول و فرضیه های فرعی ۱ و ۲ تحقیق که به بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری و همچنین سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد می‌پردازد از مدل ۱ استفاده می‌شود.

مدل

$$\text{invest}(\text{overINV}/\text{underINV}) = \alpha_0 + \alpha_1 OC + \sum \text{Control} + \varepsilon \quad (1)$$

برای آزمون فرضیه ۲ که به بررسی سرمایه‌گذاری بیشتر از حد با استفاده از تامین مالی داخلی در شرکت های با مدیران بیش اعتماد می‌پردازد از مدل ۲ استفاده می‌شود.

مدل

$$(\text{overINV}) = \alpha_0 + \alpha_1 Intern + \alpha_2 OC + \alpha_3 OC * Intern + \sum \text{Control} + \varepsilon \quad (2)$$

برای آزمون فرضیه سوم که به بررسی تأثیر تامین مالی از طریق منابع خارج از شرکت بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد در شرکتهای با مدیران بیش اعتماد می‌پردازد از مدل ۳ استفاده می‌شود.

اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، سیاست‌های تامین مالی و ... ۲۱۱

$$\text{مدل} \\ \text{underINV} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Extern} + \alpha_2 \text{OC} + \alpha_3 \text{OC} * \text{Extern} + \sum \text{Control} + \varepsilon \quad (۳)$$

۱.۷ متغیرهای وابسته

۱.۱.۷ کارایی سرمایه گذاری

در این پژوهش به پیروی از مدل گودمن و همکاران (Goodman et al) (۲۰۱۴) برای محاسبه کارایی سرمایه گذاری از مدل رگرسیون زیر به عنوان شاخص کارایی سرمایه گذاری استفاده می شود.

$$\text{مدل} \\ \text{Invest}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i,t-1} + \beta_2 \frac{\text{CFO}_{i,t-1}}{\text{Asset}_{i,t-1}} + \beta_3 \text{Asset Growth}_{i,t-1} + \beta_4 \text{Invest}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (۴)$$

که در آن :

$\text{Invest}_{i,t}$ = متغیر وابسته پژوهش بوده و معیار کارایی سرمایه گذاری می باشد. در این رابطه کارایی سرمایه گذاری برابر با معکوس قدر مطلق پسماندهای ($\varepsilon_{i,t}$) بدست آمده از مدل رگرسیون شماره ۱ خواهد بود.

$\text{Overinv}_{i,t}$ = معیار سرمایه گذاری بیشتر از حد است اگر پسماند رگرسیون بالا ($\varepsilon_{i,t}$) مثبت باشد نشان دهنده سرمایه گذاری بیش از حد خواهد بود.

$\text{underinv}_{i,t}$ = معیار سرمایه گذاری کمتر از حد است اگر پسماند رگرسیون بالا ($\varepsilon_{i,t}$) منفی باشد نشان دهنده سرمایه گذاری کمتر از حد خواهد بود.

$Q_{i,t-1}$ = معیار Q تو بین برای سال t-1 می باشد که از حاصل تقسیم مجموع ارزش بازار داراییها بر ارزش دفتری داراییها ، که به منظور اندازه گیری فرصت های رشد در مدل وارد می شود.

= عبارتست از جریان نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی در سال t-1 تقسیم بر جمع داراییها در ابتدای سال t-1

$\text{Asset Growth}_{i,t-1}$ = عبارتست از درصد رشد داراییها در سال t-1

$Invest_{i,t-1}$ = سرمایه گذاری های شرکت در سال $t-1$ (عبارتست از خرید خالص دارایی های ثابت و نامشهود در سال $t-1$ تقسیم بر جمع داراییها در ابتدای سال $t-1$)

۲.۷ متغیرهای مستقل

۱.۲.۷ اعتماد به نفس بیش از حد

$OC_{i,t}$ = Confidence : معیار اندازه گیری اعتماد به نفس بیش از حد مدیران شرکت ها بوده و به پیروی از هوانگ و همکاران (Huang, Jiang, Liu & Zhang) (۲۰۱۱) از طریق تفاوت سود پیش بینی شده سالانه توسط مدیریت و سود واقعی محاسبه می شود. اگر در طول دوره مورد مطالعه تعداد دفعاتی که مدیران سود را بیش از واقع پیش بینی می کند بیشتر از تعداد دوره های باشد که سود را کمتر از واقع پیش بینی می کند مدیریت دارای اعتماد بیش از اندازه بوده و متغیر OC مقدار یک می گیرد و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته می شود.

۲.۲.۷ تامین مالی خارج از سازمان

$$ND_{i,t} = \text{external} = \frac{\text{کل بدهی ها}}{\text{کل دارایی ها}}$$

= برابر است با کل بدهی ها بر کل دارایی ها

۳.۲.۷ تامین مالی داخل سازمان

$INTERN_{i,t}$ = نسبت سود انباشته برابر است با سود انباشته تقسیم بر کل داراییها

$$= \frac{\text{سود انباشته}}{\text{کل دارایی ها}}$$

۴.۲.۷ متغیرهای کنترلی

$$EPS_{i,t} = \text{سود هر سهم}$$

$CF_{i,t}$ = عبارتست از جریان نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی در سال t تقسیم بر جمع

داراییها در ابتدای سال t

اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، سیاست‌های تامین مالی و ... ۲۱۳

$TOP10_{i,t}$ = مجموع درصد سهام ده سهامدار عمده

$Growth_{i,t-1}$ = نشان دهنده فرصت های سرمایه گذاری شرکت است که از محاسبه

نرخ رشد درآمد سالانه شرکت i در سال $t-1$ به دست می آید.

$Lev_{i,t-1}$ = اهرم مالی شرکت i در سال $t-1$ بوده و میزان توانایی مالی شرکت در

بازپرداخت بدهی ها را نشان می دهد.

$Cash_{i,t-1}$ = وجه نقد نگهداری شده شرکت بوده و برابر است با مجموع وجوه نقد و

سرمایه گذاری کوتاه مدت های شرکت i در سال $t-1$ تقسیم بر میانگین داراییها در سال $t-1$

1 که میزان نقدینگی و توانایی انجام سرمایه گذاری شرکت را نشان می دهد.

$Size_{i,t-1}$ = لگاریتم طبیعی کل دارایی های شرکت i در سال $t-1$ است. از این متغیر

می توان برای کنترل ریسک استفاده کرد. اندازه شرکت یک عامل مهم است که سیاست

بدهی شرکت ها و در نتیجه ریسک شرکت ها را تحت تاثیر قرار می دهد

$Return_{i,t-1}$ = بازده سالانه سهام شرکت i در سال $t-1$ که برابر است با مجموع تفاوت

قیمت سهام ، سود نقدی هر سهم ، حق تقدم و سهام جایزه در یک دوره مالی تقسیم بر

قیمت اول دوره مالی

$Age_{i,t-1}$ = لگاریتم طبیعی سالهای فعالیت شرکت می باشد.

$MBV_{i,t-1}$ = برابر است با نسبت ارزش بازار بر ارزش دفتری سهام شرکت

$ROA_{i,t-1}$ = نسبت سود عملیاتی بر جمع داراییهای شرکت i در سال $t-1$ است .

۸. یافته های پژوهش

۱.۸ تجزیه و تحلیل توصیفی داده ها

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره ۱ ارائه شده است. به منظور شناخت بهتر

ماهیت جامعه ای که در پژوهش مطالعه شده و آشنایی بیشتر با متغیرهای پژوهش، قبل

از تجزیه و تحلیل داده های آماری، لازم است این داده ها توصیف شود.

نگاره ۱) آمار توصیفی متغیرهای مستقل و وابسته تحقیق

شاخص های پراکنندگی					شاخص های مرکزی		متغیرها و تعداد مشاهدات		
حداکثر	حداقل	کشیدگی	چولگی	انحراف معیار	میانگین	میانگین	مشاهدات	علامت اختصاری	متغیر
-۰/۰۰۰۲	-۰/۶۰۷	۱۴/۶۵۸	-۳/۱۳۷	۰/۱۰۱	-۰/۰۳۳	-۰/۰۷۰	۹۷۳	abinvest	کارایی سرمایه گذاری
۰/۶۰۷	۰/۰۰۰	۲۲/۴۸۴	۴/۲۸۷	۰/۰۹۶	۰/۰۰۰	۰/۰۳۳	۹۷۳	overINV	سرمایه گذاری بیشتر از حد
۰/۰۰۰	-۰/۲۶۱	۷/۱۱۹	-۲/۰۷۳	۰/۰۵۵	-۰/۰۱۰	-۰/۰۳۶	۹۷۳	underINV	سرمایه گذاری کمتر از حد
۰/۶۱۹	-۰/۳۹۳	۴/۰۶۱	-۰/۰۳۹	۰/۱۶۹	۰/۱۵۴	۰/۱۶۱	۹۷۳	Intern	تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت
۰/۹۱۲	۰/۱۴۵	۲/۴۵۵	-۰/۳۲۵	۰/۱۷۷	۰/۵۸۰	۰/۵۶۸	۹۷۳	External	تأمین مالی از طریق منابع خارج از شرکت
۱	۰	۱/۰۲۵	۰/۱۵۸	۰/۴۹۸	۰/۰۰۰	۰/۴۶۰	۹۷۳	OC	اعتماد به نفس بیش از حد مدیران
۶۳۲۹	-۵۱۹	۱۰/۳۴۱	۲/۴۲۳	۱۱۲۷	۴۵۱	۸۲۳	۹۷۳	EPS	سود هر سهم

اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، سیاست‌های تامین مالی و ... ۲۱۵

۰/۶۵۸	-۰/۲۰۳	۴/۳۹۴	۰/۸۱۱	۰/۱۵۱	۰/۱۲۵	۰/۱۴۷	۹۷۳	CF	جریان نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی
۹۹/۰۰	۱۴/۰۸	۴/۹۷۹	-۱/۴۱۱	۱۷/۷۸	۸۳/۰۰	۷۸/۲۸	۹۷۳	TOP10	مجموع درصد ۱۰ سهامدار عمده
۱/۵۰۹	-۰/۴۷۱	۵/۲۴۹	۰/۹۸۱	۰/۳۲۸	۰/۱۵۴	۰/۱۸۹	۹۷۳	Growth	فرصت های سرمایه گذاری
۰/۹۰۶	۰/۱۴۷	۲/۵۰۲	-۰/۳۷۰	۰/۱۷۳	۰/۵۸۵	۰/۵۷۰	۹۷۳	Lev	اهرم مالی
۰/۳۸۴	۰/۰۰۱	۷/۸۵۳	۲/۱۷۰	۰/۰۷۵	۰/۰۴۲	۰/۰۶۸	۹۷۳	Cash	وجه نقد نگهداری شده شرکت
۱۸/۵۶۳	۱۱/۰۹۰	۳/۹۶۱	۰/۸۷۸	۱/۵۳۹	۱۳/۸۳۰	۱۴/۰۳۳	۹۷۳	Size	اندازه شرکت
۴/۳۳۶	-۰/۴۹۸	۷/۷۶۲	۲/۰۵۸	۰/۸۷۸	۰/۲۰۳	۰/۴۹۱	۹۷۳	Return	بازده سالانه سهام شرکت
۴/۱۲۷	۲/۵۶۴	۲/۲۹۳	-۰/۵۶۳	۰/۴۰۰	۳/۶۶۳	۳/۵۴۸	۹۷۳	Age	عمر شرکت
۱۰/۸۷۵	۰/۵۱۶	۹/۸۳۲	۲/۲۴۵	۱/۷۵۱	۲/۱۲۶	۲/۶۰۳	۹۷۳	MBV	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام
۰/۵۲۳	-۰/۱۴۸	۳/۵۵۱	۰/۶۲۵	۰/۱۲۷	۰/۱۲۶	۰/۱۴۵	۹۷۳	ROA	بازده دارایی ها

یافته های تحقیق

۲۸ آزمون نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته تحقیق

روش حداقل مربعات معمولی بر این فرض استوار است که متغیر وابسته تحقیق دارای توزیع نرمال می باشد و توزیع غیرنرمال آن ها منجر به تخطی از مفروضات این روش برای تخمین پارامترها می شود. در مطالعه حاضر موضوع فوق از طریق آماره جارکیو-برا (Jarque - Bera) مورد بررسی قرار می گیرد. داده های نگاره ۲ بیانگر این است که متغیرهای وابسته تحقیق از توزیع نرمال برخوردار نمی باشد. برای نرمال سازی داده ها از تابع انتقال تابع جانسون بهره گرفته شده است. نتایج حاصل از آزمون جارکیو - برا بعد از فرآیند نرمال سازی داده ها به شرح نگاره ۳ می باشد. با توجه به نتایج از آنجایی که بعد از نرمال سازی داده ها سطح اهمیت آماره جارکیو-برا در هر سه متغیر وابسته تحقیق به بالاتر از ۰/۰۵ افزایش پیدا کرده بنابراین متغیرهای وابسته بعد از فرآیند نرمال سازی، دارای توزیع نرمال می باشند.

نگاره ۲- نتایج آزمون نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته تحقیق

متغیر	آماره جارکیو -برا	سطح اهمیت
کارایی سرمایه گذاری	۷۱۰۶/۵۸	۰/۰۰۰۰
تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت	۴۵/۹۱۱	۰/۰۰۰۰
تأمین مالی از طریق منابع خارج از شرکت	۲۹/۱۸۳	۰/۰۰۰۰

یافته های تحقیق

نگاره ۳- نتایج آزمون نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته تحقیق بعد از فرآیند نرمال سازی

متغیر	آماره جارکیو -برا	سطح اهمیت
کارایی سرمایه گذاری	۲/۰۶۷	۰/۳۵۵۷
تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت	۱/۰۸۶	۰/۵۸۰۷
تأمین مالی از طریق منابع خارج از شرکت	۲/۹۵۰	۰/۲۲۸۷

یافته های تحقیق

۳۸ آزمون پایایی متغیرهای تحقیق

در این مطالعه برای آزمون پایایی متغیرها از آماره "لوین لین و چو (Levin, Lin & Chui)" بهره گرفته شده است. بررسی مقادیر آماره‌های آزمون لوین، لین و چاو و سطح معناداری آن‌ها نگاره ۴ نشان می‌دهد که تمامی متغیرها در سطح ۹۵ درصد پایا هستند. از این رو نیازی به آزمون هم‌جمع‌ی نبوده و مشکل رگرسیون کاذب وجود نخواهد داشت.

نگاره ۴- آزمون پایایی متغیرهای تحقیق

متغیر	آماره محاسبه شده	سطح معناداری
کارایی سرمایه گذاری	-۴۵/۲۲۹	۰/۰۰۰۰
سرمایه گذاری بیشتر از حد	-۵۵۴۶/۷	۰/۰۰۰۰
سرمایه گذاری کمتر از حد	-۳۸/۳۷۹	۰/۰۰۰۰
تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت	-۳۸/۸۹۰	۰/۰۰۰۰
تأمین مالی از طریق منابع خارج از شرکت	-۲۵/۳۳۵	۰/۰۰۰۰
اعتماد به نفس بیش از حد مدیران	-۶/۱۴۷	۰/۰۰۰۰
سود هر سهم	-۱۱۷/۸۱	۰/۰۰۰۰
جریان نقد حاصل از جریان های نقدی عملیاتی	-۷۱/۹۹۵	۰/۰۰۰۰
مجموع درصد ۱۰ سهامدار عمده	-۱۶۸/۵۶	۰/۰۰۰۰
فرصت های سرمایه گذاری	-۵۰/۸۹۶	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی	-۱۷/۵۰۳	۰/۰۰۰۰
وجه نقد نگهداری شده شرکت	-۴۹/۹۷۳	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	-۳۳۳۲/۸	۰/۰۰۰۰
بازده سالانه سهام شرکت	-۲۲/۹۰۱	۰/۰۰۰۰
عمر شرکت	-۷۰/۵۸۴	۰/۰۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام	-۴۸/۵۵۸	۰/۰۰۰۰
بازده دارایی ها	-۳۶/۱۵۰	۰/۰۰۰۰

یافته های تحقیق

۴.۸ آزمون عدم همبستگی باقیمانده ها

در پژوهش حاضر از آزمون دوربین - واتسون برای تشخیص وجود یا عدم وجود خودهمبستگی استفاده شده است. با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون برای مدل های ۱، ۲، و ۳ مشخص شد این مدلها دارای خود همبستگی نیستند. نتایج در نگاره ۵ ارائه شده است.

نگاره ۵- آزمون عدم خود همبستگی باقی مانده ها

مدل	حدود عدم خود همبستگی	آماره دوربین واتسون
مدل فرضیه اصلی ۱	$1/5 < DW < 2/5$	۲/۱۱۱
مدل فرضیه فرعی ۱	$1/5 < DW < 2/5$	۲/۱۹۲
مدل فرضیه فرعی ۲	$1/5 < DW < 2/5$	۲/۱۵۲
مدل فرضیه اصلی ۲	$1/5 < DW < 2/5$	۲/۲۰۳
مدل فرضیه اصلی ۳	$1/5 < DW < 2/5$	۲/۲۶۴

یافته های تحقیق

۵.۸ آزمون عدم ناهمسانی واریانس باقیمانده ها

یکی از فرضیه های اساسی یک مدل رگرسیونی مناسب، فرض همگونی (همسانی) واریانس باقیمانده ها است. برای بررسی این فرض در این پژوهش از آزمون بارتلت استفاده میشود. فرض صفر در این آزمون همسانی واریانس باقیمانده ها است که اگر مقدار سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ باشد، فرض صفر رد می شود. با توجه به نگاره شماره ۶ و مقدار سطح معناداری به دست آمده برای آزمون بارتلت به استثنای مدل فرضیه اصلی ۱ در بقیه مدلها از سطح معناداری ۰/۰۵ کمتر است، لذا فرض صفر (وجود همسانی واریانس) رد می شود که نشان می دهد مشکل ناهمسانی واریانس باقی مانده ها وجود دارد. در نتیجه برای رفع این مشکل از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است.

نگاره ۶ - بررسی ناهمسانی واریانس مدل

نتیجه آزمون	آماره بارتلت	مدل
همسانی واریانس ها	(۰/۱۰۷۸)	مدل فرضیه اصلی ۱
ناهمسانی واریانس ها	(۰/۰۱۶۲)	مدل فرضیه فرعی ۱
ناهمسانی واریانس ها	(۰/۰۰۳۳)	مدل فرضیه فرعی ۲
ناهمسانی واریانس ها	(۰/۰۰۶۱)	مدل فرضیه اصلی ۲
ناهمسانی واریانس ها	(۰/۰۰۴۰)	مدل فرضیه اصلی ۳

یافته های تحقیق

۶.۸ نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

همانطور که در نگاره شماره ۷ مشاهده می شود، با توجه به نتایج حاصل از آزمون F لیمر، از آنجایی که سطح معناداری این آزمون برای همه مدل ها کمتر از ۰/۰۵ می باشد، همسانی عرض از مبداءها رد شده و لازم است در برآورد مدل از روش داده‌های پانل استفاده شود. همچنین با توجه به نتایج حاصل از آزمون هاسمن، از آنجایی که مقدار معناداری این آزمون برای همه مدل ها نیز کمتر از ۰/۰۵ می باشد، بنابراین در برآورد مدل ها لازم است روش اثرات ثابت بکار برده شود.

نگاره ۷- نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

نتیجه	سطح معناداری	مقدار آماره آزمون	آماره آزمون	نوع آزمون	مدل
داده های پانل با اثرات ثابت	۰/۰۰۰۰	۳/۹۹۲	F	آزمون F لیمر	مدل فرضیه اصلی ۱
	۰/۰۰۰۰	۴۹/۴۱۰	χ^2	آزمون هاسمن	
داده های پانل با اثرات ثابت	۰/۰۱۰۰	۱/۴۷۶	F	آزمون F لیمر	مدل فرضیه فرعی ۱
	۰/۰۰۰۰	۷۵/۱۷۱	χ^2	آزمون هاسمن	
داده های پانل با اثرات ثابت	۰/۰۰۰۰	۳/۱۰۳	F	آزمون F لیمر	مدل فرضیه فرعی ۲

	۰/۰۰۰۰	۸۹/۷۳۹	χ^2	آزمون هاسمن	
داده های پانل با اثرات ثابت	۰/۰۰۰۲	۱/۵۳۷	F	آزمون F لیمر	مدل فرضیه اصلی ۲
	۰/۰۰۰۰	۷۵/۲۳۷	χ^2	آزمون هاسمن	
داده های پانل با اثرات ثابت	۰/۰۲۰۰	۱/۲۹۱	F	آزمون F لیمر	مدل فرضیه اصلی ۳
	۰/۰۰۰۰	۸۴/۹۵۳	χ^2	آزمون هاسمن	

یافته های تحقیق

۹. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های تحقیق

۱.۹ نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق

با توجه به مقدار سطح معناداری به دست آمده برای آماره F که برابر با صفر است، تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند. بنابراین به طور همزمان بین متغیر مستقل با متغیر وابسته رابطه معناداری وجود دارد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر ۰/۵۵ است که نشان می دهد ۵۵ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل تشریح می شود. با توجه به نتایج در نگاره ۸، سطح معناداری متغیر «اعتماد به نفس بیش از حد مدیران» در مدل مرتبط با کارایی سرمایه گذاری کمتر از ۰/۰۵ بوده و ضریب آن نیز منفی می باشد. بنابراین می توان گفت رابطه معکوس و معناداری میان اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و کارایی سرمایه گذاری وجود دارد بطوری که بالا بودن میزان اعتماد به نفس مدیران منجر به اتخاذ تصمیمات غیر بهینه توسط آن ها در خصوص فرصت های سرمایه گذاری شده و این موضوع نهایتاً کاهش کارایی سرمایه گذاری ها را در پی دارد. از این رو فرضیه اول تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می شود.

اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، سیاست‌های تامین مالی و ... ۲۲۱

نگاره ۸- نتایج برآورد مدل فرضیه اول تحقیق

متغیر وابسته: کارایی سرمایه گذاری				
VIF	سطح معناداری	آماره t	ضریب	متغیر
-	(۰/۰۰۰۰)	(-۶/۵۰۱)	-۰/۱۳۲	کارایی سرمایه گذاری
۱/۵۲۴	(۰/۰۰۰۰)	(-۴/۳۱۵)	-۰/۰۰۸	اعتماد به نفس بیش از حد مدیران
۲/۰۹۳	(۰/۰۳۵۹)	(-۲/۱۰۱)	-۰/۰۰۰۱	سود هر سهم
۱/۳۸۸	(۰/۰۰۰۲)	(-۳/۶۹۲)	-۰/۰۲۷	جریان نقد فعالیت های عملیاتی
۱/۱۵۷	(۰/۰۱۲۰)	(۲/۵۱۸)	۰/۰۰۰۲	درصد ۱۰ سهامدار عمده
۱/۵۹۲	(۰/۰۰۰۱)	(-۴/۰۳۲)	-۰/۰۰۹	فرصت های سرمایه گذاری
۱/۲۴۳	(۰/۸۵۶۰)	(۰/۱۸۱)	-۰/۰۰۱	اهرم مالی
۱/۲۶۱	(۰/۰۰۰۰)	(-۴/۷۲۰)	-۰/۰۷۶	وجه نقد نگهداری شده شرکت
۳/۳۷۸	(۰/۰۰۷۰)	(۲/۷۰۵)	۰/۰۱۴	اندازه شرکت
۱/۱۹۷	(۰/۰۰۰۰)	(-۴/۲۰۵)	-۰/۰۰۱	بازده سالانه سهام شرکت
۳/۳۲۷	(۰/۰۵۱۴)	(-۱/۹۵۱)	-۰/۰۴۱	عمر شرکت
۱/۲۵۹	(۰/۰۶۳۵)	(۱/۸۵۸)	۰/۰۰۱	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
۳/۱۴۳	(۰/۰۱۴۳)	(۲/۴۵۶)	۰/۰۲۶	بازده دارایی ها
۱/۱۶۰	(۰/۰۰۰۴)	(-۳/۵۳۹)	-۰/۱۷۸	AR(1)
ضریب تعیین مدل ۰/۵۵۲۰				
۰/۲۷۹	آماره Jarque-Bera (P-Value) (۰/۸۶۹۵)		۵/۵۶۵ (۰/۰۰۰۰)	آماره F مدل (P-Value)
	آماره دوربین-واتسن ۲/۱۱۱		۷/۵۸۹ (۰/۱۰۷۸)	آماره بارتلت (P-Value)

یافته های تحقیق

۲.۹ نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق

با توجه به مقدار سطح معناداری به دست آمده برای آماره F که برابر با صفر است، می توان گفت بین متغیر مستقل با متغیر وابسته رابطه معناداری وجود دارد. مقدار ضریب تعیین

تعدیل شده مدل برابر ۰/۲۷۲ است که نشان می دهد ۲۷ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل تشریح می شود. با توجه به نتایج در نگاره ۹، سطح معناداری متغیر «اعتماد به نفس بیش از حد مدیران» در مدل مرتبط با سرمایه گذاری بیشتر از حد کمتر از ۰/۰۵ بوده و ضریب آن مثبت می باشد. بنابراین می توان گفت رابطه مستقیم و معناداری میان اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و سرمایه گذاری بیشتر از حد وجود دارد بطوری که بالا بودن میزان اعتماد به نفس مدیران تصمیمات سرمایه گذاری را به سمت بیش سرمایه گذاری سوق داده و نهایتاً شرکت با سرمایه گذاری بیشتر از حد مواجه می شود. از این رو فرضیه دوم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می شود.

نگاره ۹- نتایج برآورد مدل فرضیه دوم تحقیق

متغیر وابسته: سرمایه گذاری بیشتر از حد				
متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری	VIF
سرمایه گذاری بیشتر از حد	۰/۲۹۶	(۴/۱۰۵)	(۰/۰۰۰۰)	-
اعتماد به نفس بیش از حد مدیران	۰/۰۰۸	(۳/۲۰۵)	(۰/۰۰۱۴)	۱/۵۳۸
سود هر سهم	۰/۰۰۰۰۱	(۲/۲۱۳)	(۰/۰۲۷۲)	۱/۸۹۸
جریان نقد فعالیت های عملیاتی	۰/۰۶۵	(۵/۴۷۰)	(۰/۰۰۰۰)	۱/۶۳۸
درصد ۱۰ سهامدار عمده	۰/۰۰۰۰۱	(۰/۵۶۰)	(۰/۵۷۵۵)	۱/۲۶۴
فرصت های سرمایه گذاری	۰/۰۰۵	(۱/۵۴۷)	(۰/۱۲۲۲)	۱/۶۱۹
اهرم مالی	۰/۰۱۲	(۰/۸۷۴)	(۰/۳۸۲۰)	۱/۲۳۹
وجه نقد نگهداری شده شرکت	۰/۱۱۴	(۵/۰۱۸)	(۰/۰۰۰۰)	۱/۳۲۰
اندازه شرکت	-۰/۰۴۷	(-۷/۸۷۴)	(۰/۰۰۰۰)	۳/۲۰۹
بازده سالانه سهام شرکت	-۰/۰۰۰۹	(-۰/۹۰۱)	(۰/۳۳۷۸)	۱/۱۳۴
عمر شرکت	۰/۱۰۳	(۴/۰۷۷)	(۰/۰۰۰۱)	۳/۳۷۱
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	-۰/۰۰۰۱	(-۰/۱۸۵)	(۰/۸۵۲۹)	۱/۲۶۷
بازده دارایی ها	-۰/۰۶۷	(-۲/۸۶۹)	(۰/۰۰۴۲)	۳/۲۵۰
AR(1)	-۰/۰۳۷	(-۱/۵۰۹)	(۰/۱۳۱۶)	۱/۰۷۶
ضریب تعیین مدل ۰/۲۷۲				

آماره F مدل ۱/۶۸۷ (P-Value) (۰/۰۰۰۰)	آماره بارتلت (P-Value) ۱۲/۱۵۹ (۰/۰۱۶۲)
آماره Jarque-Bera ۳۹۸/۷۲ (P-Value) (۰/۰۰۰۰)	آماره دوربین-واتسن ۲/۱۹۲

یافته های تحقیق

۳.۹ نتایج آزمون فرضیه سوم تحقیق

با توجه به مقدار سطح معناداری به دست آمده برای آماره F که برابر با صفر است، تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند. بنابراین به طور همزمان بین متغیر مستقل با متغیر وابسته رابطه معناداری وجود دارد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر ۰/۲۹۰ است که نشان می دهد ۲۹ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل تشریح می شود. با توجه به نتایج در نگاره ۱۰، سطح معناداری متغیر مربوط به متغیر «تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت» کوچکتر از ۰/۰۵ بوده و ضریب آن مثبت میباشد بنابراین می توان گفت افزایش تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت منجر به افزایش سرمایه گذاری بیشتر از حد می شود. با این وجود با اضافه شدن متغیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران به مدل سطح معناداری آماره t مربوط به متغیر «تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت * اعتماد به نفس بیش از حد مدیران» به بالاتر از ۰/۰۵ افزایش پیدا می کند بنابراین می توان گفت اعتماد به نفس بیش از حد مدیران از طریق استفاده از منابع داخلی شرکت منجر به سرمایه گذاری بیشتر از حد نمی گردد. از این رو فرضیه سوم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود.

نگاره ۱۰- نتایج برآورد مدل فرضیه سوم تحقیق

متغیر وابسته: سرمایه گذاری بیش تر از حد				
متغیر	ضریب	آماره t	P-Value	VIF
ضریب ثابت	۰/۱۳۵	۵/۲۵۷	۰/۰۰۰۰	-
تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت	۰/۰۴۷	۳/۳۰۸	۰/۰۰۱۰	۴/۵۳۶
اعتماد به نفس بیش از حد مدیران	۰/۰۰۱	۰/۷۵۹	۰/۴۴۸۰	۳/۰۵۱
اعتماد به نفس بیش از حد مدیران* تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت	-۰/۰۰۰۳	-۰/۰۳۰	۰/۹۷۵۶	۲/۹۹۹
سود هر سهم	-۰/۰۰۰۰۱	-۳/۹۹۸	۰/۰۰۰۱	۲/۱۵۶
جریان نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی	۰/۰۱۳	۱/۹۸۶	۰/۰۴۷۳	۱/۳۴۵
مجموع درصد ۱۰ سهامدار عمده	۰/۰۰۰۱	۵/۵۸۸	۰/۰۰۰۰	۱/۳۳۳
فرصت های سرمایه گذاری	۰/۰۰۰۵	۰/۵۴۴	۰/۵۸۶۵	۱/۲۵۰
اهرم مالی	۰/۰۱۸	۳/۱۰۵	۰/۰۰۲۰	۱/۲۷۷
وجه نقد نگهداری شده شرکت	۰/۰۱۵	۳/۳۵۳	۰/۰۰۰۸	۱/۲۷۷
اندازه شرکت	-۰/۰۲۱	-۱۱/۰۶۴	۰/۰۰۰۰	۲/۲۹۱
بازده سالانه سهام شرکت	-۰/۰۰۲	-۳/۶۳۶	۰/۰۰۰۳	۱/۲۴۴
عمر شرکت	۰/۰۴۹	۵/۸۹۳	۰/۰۰۰۰	۳/۰۱۳
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۰۰۰۰۱	۰/۲۰۰	۰/۸۴۱۱	۱/۳۶۵
نرخ بازده دارایی ها	۰/۰۱۰	۱/۱۳۹	۰/۲۵۴۸	۳/۵۵۰
ضریب تعیین مدل ۰/۲۹۰۷				
آماره F مدل (P-Value)	۲/۲۱۲ (۰/۰۰۰۰)	آماره Jarque-Bera (P-Value)		۵۹۸/۸۶۲ (۰/۰۰۰۰)
آماره بارتلت (P-Value)	۱۴/۴۲۵ (۰/۰۰۶۱)	آماره دوربین-واتسن		۲/۲۰۳

یافته های تحقیق

۴.۹ نتایج آزمون فرضیه چهارم تحقیق

با توجه به مقدار سطح معناداری به دست آمده برای آماره F که برابر با صفر است، تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند. بنابراین به طور همزمان بین متغیر

اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، سیاست‌های تامین مالی و ... ۲۲۵

مستقل با متغیر وابسته رابطه معناداری وجود دارد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر ۰/۲۲۱ است که نشان می‌دهد ۲۲ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل تشریح می‌شود. با توجه به نتایج در نگاره ۱۱، سطح معناداری آماره t مربوط به متغیر «تامین مالی از طریق منابع خارجی شرکت» کوچکتر از ۰/۰۵ بوده و ضریب آن منفی می‌باشد، بنابراین می‌توان گفت افزایش تامین مالی از طریق منابع خارجی شرکت منجر به کاهش سرمایه گذاری کمتر از حد می‌شود. با اضافه شدن متغیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران به مدل سطح معناداری آماره t مربوط به متغیر «تامین مالی از طریق منابع خارجی شرکت» * اعتماد به نفس بیش از حد مدیران» کماکان کوچکتر از ۰/۰۵ بوده و ضریب آن نیز کماکان منفی می‌باشد. بنابراین می‌توان گفت اعتماد به نفس بیش از حد مدیران منجر به ایجاد رابطه مستقیم میان منابع تامین مالی خارج از شرکت و سرمایه گذاری کمتر از حد نگردیده و رابطه همچنان منفی می‌باشد. از این رو فرضیه چهارم تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود.

نگاره ۱۱- نتایج برآورد مدل فرضیه چهارم تحقیق

متغیر وابسته: سرمایه گذاری کمتر از حد				
VIF	P-Value	آماره t	ضریب	متغیر
-	۰/۰۰۰۰	۶/۳۷۷	۰/۲۹۹	ضریب ثابت
۲/۲۳۱	۰/۰۰۸۶	-۲/۶۳۲	-۰/۰۵۰	تامین مالی از طریق منابع خارجی شرکت
۸/۲۶۲	۰/۰۰۰۰	۴/۵۸۹	۰/۰۱۴	اعتماد به نفس بیش از حد مدیران
۸/۲۷۴	۰/۰۱۷۰	-۲/۳۹۱	-۰/۰۱۲	اعتماد به نفس بیش از حد مدیران * تامین مالی از طریق منابع خارجی شرکت
۱/۷۶۹	۰/۰۷۲۰	۱/۸۰۱	۰/۰۰۰۰۱	سود هر سهم
۱/۴۵۰	۰/۰۰۰۰	۴/۷۷۳	۰/۰۷۴	جریان نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی
۱/۱۴۷	۰/۴۹۶۷	۰/۶۷۹	۰/۰۰۰۰۱	مجموع درصد ۱۰ سهامدار عمده
۱/۴۶۹	۰/۰۰۰۱	۳/۸۱۲	۰/۰۰۷	فرصت های سرمایه گذاری
۱/۴۴۱	۰/۰۰۸۰	۲/۶۵۷	۰/۰۳۹	اهرم مالی
۱/۲۴۶	۰/۰۰۰۰	۷/۷۲۸	۰/۰۸۷	وجه نقد نگهداری شده شرکت
۳/۰۰۷	۰/۰۰۰۰	-۵/۴۸۱	-۰/۰۳۵	اندازه شرکت
۱/۰۹۹	۰/۱۵۴۸	-۱/۴۲۴	-۰/۰۰۱	بازده سالانه سهام شرکت
۳/۲۰۳	۰/۰۰۲۷	۳/۰۰۷	۰/۰۶۴	عمر شرکت

۱/۳۱۹	۰/۵۰۱۶	-۰/۶۷۲	۰/۰۰۰۴	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
۳/۱۱۳	۰/۰۰۰۰	-۶۷۰۵۴	-۰/۱۰۹	نرخ بازده دارایی ها
ضریب تعیین مدل ۰/۲۲۱۸				
۶۳۰/۲۱۳ (۰/۰۰۰۰)	آماره Jarque-Bera (P-Value)	۱/۵۳۸ (۰/۰۰۰۱)	آماره F مدل (P-Value)	
۲/۲۶۴	آماره دوربین-واتسن	۱۵/۳۵۱ (۰/۰۰۴۰)	آماره بارتلت (P-Value)	

یافته های تحقیق

۱۰. نتیجه گیری

بررسی ادبیات موجود و پیشینه تحقیق نشان می دهد که مسئله اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، سیاست های تامین مالی و کارایی سرمایه گذاری به عنوان جریان های مجزای پژوهشی مورد بررسی قرار گرفته اند ولی رابطه همزمان این متغیرها و اثرات متقابل آنها بر همدیگر به طور مشخص مورد توجه نبوده است. لذا این پژوهش به دنبال بررسی رابطه اعتماد به نفس بیش از حد به عنوان یک ویژگی شخصیتی مدیران و سیاست های تامین مالی و کارایی سرمایه گذاری به صورت همزمان است. نتایج حاصل از آزمون فرضیات با استفاده از تخمین داده های تلفیقی به روش رگرسیون با اثرات ثابت در فرضیه اول تحقیق نشان داد که رابطه معکوس و معناداری میان اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و کارایی سرمایه گذاری وجود دارد به این مفهوم که بالا بودن میزان اعتماد به نفس مدیران منجر به اتخاذ تصمیمات غیر بهینه توسط آن ها در خصوص فرصت های سرمایه گذاری شده و این موضوع نهایتاً کاهش کارایی سرمایه گذاری ها را در پی دارد. این نتایج تضمینی برای پیش بینی های تئوری است که بیان کرده بودند که اعتماد به نفس بیش از حد باعث ایجاد رفتار جسورانه در مدیران گردیده و باعث می شود که آنها به دلیل اعتماد بیش از حد به تصمیمات خود حتی در پروژه های با خالص ارزش فعلی منفی نیز سرمایه گذاری نمایند. (هیتون، ۲۰۰۲ و مل مندی و همکاران، ۲۰۰۵) همچنین نتایج فرضیه دوم تحقیق نشان می دهد رابطه مستقیم و معناداری میان اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و سرمایه گذاری بیشتر از حد وجود دارد بطوری که بالا بودن میزان اعتماد به نفس مدیران تصمیمات سرمایه گذاری را به سمت بیش سرمایه گذاری سوق می دهد این نتیجه نشان می دهد که اغلب

مدیران بیش اعتماد فکر می کنند احتمال موفقیت شرکت خودشان بیشتر از سایر شرکت ها است و نسبت به نتایج هزینه های سرمایه گذاری خوشبین هستند. بنابراین این مدیران بیش اعتماد به دلیل جنبه های رفتاری خاص خود متمایل به بیش سرمایه گذاری شده و به تبع آن کارایی سرمایه گذاری شرکت را تحت تاثیر قرار می دهند. این نتایج منطبق بر نتایج مقاله باهاراتی و همکاران (۲۰۱۶) است. علاوه بر این نتیجه فرضیه سوم نشان می دهد که «تأمین مالی از طریق منابع داخلی شرکت» منجر به افزایش سرمایه گذاری بیشتر از حد می شود. این مطلب موید نتایج تحقیق هوانگ و همکاران (۲۰۱۱) بوده و بیان کننده این مطلب است که وقتی مدیریت شرکت به منابع مالی داخلی زیادی دسترسی داشته باشد این منابع مالی مازاد را به دلایلی از جمله خطر اخلاقی و عدم تقارن اطلاعاتی در پروژه هایی سرمایه گذاری می نماید که ممکن است اولویت اصلی شرکت نباشند، که نهایتاً این مسائل منجر به سرمایه گذاری بیشتر از حد و عدم کارایی سرمایه گذاری می گردد. نتایج فرضیه چهارم در خصوص اثر «تأمین مالی از طریق منابع خارجی شرکت» بر سرمایه گذاری ها نیز نشان دهنده این است که تامین مالی خارج از سازمان منجر به کاهش سرمایه گذاری کمتر از حد می شود. این نتیجه موید این نکته است که در زمان تامین مالی خارج از شرکت به دلیل کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران شرکت ها در انجام پروژه های سرمایه گذاری دقت بیشتری صرف می نمایند.

همانطور که در پیشینه پژوهش بیان گردید، مطالعات کاملاً مرتبطی با این حوزه انجام نشده است. از این رو نمی توان نتایج این مطالعه را جزء به جزء با مطالعات دیگر مقایسه کرد، اما به طور کلی و بر اساس ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش، نتایج پژوهش در خصوص ارتباط اعتماد به نفس بیش از حد و کارایی سرمایه گذاری با یافته های ساعدی و همکاران (۱۳۹۸)، فرید و همکاران (۱۳۹۷) همخوانی داشته و در خصوص تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد بر سیاست های تامین مالی مطابق با نتایج پژوهش های فوستر و همکاران (Foster et al) (۲۰۱۶)، باهاراتی و همکاران (Bharati et al) (۲۰۱۶)، دشماخ و همکاران (Deshmuchi et al) (۲۰۱۳)، دموری و همکاران (۱۳۹۷)، کاشانی پور و همکاران (۱۳۹۶) دستگیر و همکاران (۱۳۹۳)، و متفاوت از نتایج تحقیق چاوشی و همکاران (۱۳۹۴) می باشد.

با توجه به نتایج پژوهش به طور کلی به استفاده کنندگان از گزارش های مالی از جمله اعتبار دهندگان و سرمایه گذاران توصیه می گردد علاوه بر بررسی اطلاعات مالی شرکت ها

سایر متغیرهای مهم از جمله ویژگی های شخصیتی مدیران را نیز مورد تجزیه و تحلیل قرار دهند. همچنین این نکته را مد نظر داشته باشند که اعتماد به نفس بیش از حد مدیران منجر به سرمایه گذاری بیشتر از حد و به تبع آن کاهش کارایی سرمایه گذاری می گردد این مسئله می تواند بر هدف حداکثر نمودن ثروت سرمایه گذاران موثر باشد.

طی انجام هر پژوهش، ابعاد گسترده و تازه تری از یک موضوع نمایان می شود که می تواند نقطه ی آغازینی برای مطالعات بعدی باشد. با توجه به نتایج حاصل از این پژوهش و محدودیت های آن، پیشنهادهای زیر برای انجام پژوهش های بعدی پیشنهاد می شود.

۱- اثر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر عملکرد، سود، ساختار سرمایه و سایر متغیرهای مالی شرکت ها مورد بررسی قرار گیرد.

۲- با توجه به جایگاه خاص حوزه مالی رفتاری در مباحث علمی، سایر ویژگی های شخصیتی مدیران و تاثیر آن ها بر شرکت ها به عنوان یک موضوع بین رشته ای توسط محققین اقتصاد، مالی، روانشناسی و... مطالعه گردد.

۳- با توجه به اینکه بانک ها و سایر شرکت های واسطه گری مالی از نمونه ی پژوهش حذف شده بودند، پیشنهاد می شود در آینده تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران را در این گروه از شرکت ها بررسی کنند.

۴- بررسی مجدد موضوع پژوهش با در نظر گرفتن نوع صنعت

کتابنامه

احمدی، محمدرضان و قلمبر، محمدحسین، درسه، سیدصابر. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر معیارهای اعتماد بیش از حد مدیران ارشد بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۱(۴۱)، ۱۲۳-۹۳.

اسکات، ویلیام. (۱۳۹۰). تئوری حسابداری مالی، جلد اول، (چاپ سوم). ترجمه علی پارسائیان، تهران، انتشارات ترمه.

جعفری صمیمی، احمد و خزائی، ایوب و منتظری شور کچالی، جلال. (۱۳۹۲). بررسی اثر روش تأمین مالی بر رشد سودآوری بنگاهها در ایران. فصلنامه علمی پژوهشی راهبرد اقتصادی، ۲(۷)، ۱۰۶-۸۱. چاوشی، کاظم و رستگار، محمد و میرزائی، محسن (۱۳۹۴). بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاستهای تأمین مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۸(۲۵)، ۴۱-۲۹.

اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، سیاست‌های تامین مالی و ... ۲۲۹

حساس یگانه ، یحیی و مرفوع ، محمد و نقدی ، معصومه (۱۳۹۶). رابطه دقت یش بینی سود با کارایی سرمایه گذاری . فصلنامه علمی پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی ، ۱۴ (۵۴) ، ۶۵-۴۵ .
حسینی چگنی، الهام و حتگو، بهناز و رحمانی نژاد ، لیلیا. (۱۳۹۳). بررسی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل معادلات ساختاری راهبرد مدیریت مالی، ۲ (۴) ، ۱۱۳-۱۳۳ .

دستگیر، محسن و میرکی ، فواد و کاظمی نوری، سپیده. (۱۳۹۳). تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر آشفستگی مالی . فصلنامه بررسی های حسابداری ، ۱ (۲) ، ۵۱-۳۷ .

دموری ، داریوش و قدک فروشان، مریم. (۱۳۹۷). سیاست های تامین مالی و کارایی سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. راهبرد مدیریت مالی، ۲۳ (۶) ، ۱۷۵-۱۵۷ .

ساعدی، رحمان و رضاییان، وحید (۱۳۹۸). بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل بر بازده و ریسک غیرسیستماتیک سهام با توجه به نقش دوگانگی وظیفه مدیر عامل: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه تحقیقات مالی ، ۲۱ (۱) ، ۷۹-۱۰۰ .

شمس لیالستانی، میرفیض فلاح و قالیباف اصل، حسن و سرایی نوبخت ، سمیرا. (۱۳۸۹). بررسی اثر تجربه بر ریسک پذیری، بیش اطمینانی و رفتار توده وار بورس اوراق بهادار (۱۲)۳ ، ۴۳-۲۵ .

عرب صالحی، مهدی و امیری، هادی و کاظمی نوری، سپیده. (۱۳۹۳). بررسی تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه گذاری - جریانهای نقدی . مجله پژوهشهای حسابداری مالی ، ۶ (۲۰) ، ۱۲۸-۱۱۵ .

علی آقایی، محمد و احمدی گورچی، جلیل. (۱۳۹۴). بررسی حساسیت سرمایه گذاری به تامین مالی داخلی و استقراض شرکت های سیاسی و غیرسیاسی. مجله علمی پژوهشی دانش حسابداری مالی، ۲ (۳) ، ۲۲-۱ .

غیور باغبانی ، سید مرتضی و بهبودی، امید. (۱۳۹۶). عوامل مؤثر در بروز رفتار سرمایه‌گذاران با رویکرد پدیدارنگاری. مدیریت دارایی و تامین مالی، ۵ (۳) ، ۷۶-۵۷ .

فروغی، داریوش و ساکبانی، امین (۱۳۹۵). تاثیر توانایی مدیریتی بر کارایی سرمایه گذاری. فصلنامه پژوهش حسابداری. ۶ (۲۲) ، ۹۷-۱۱۶ .

فروغی، داریوش و قاسم‌زاد، محمد. (۱۳۹۴). تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام. دانش حسابداری مالی، ۲ (۲) ، ۷۱-۵۵ .

فرید، داریوش و قدک فروشان، مریم. (۱۳۹۷). بررسی تاثیر نوع تامین مالی بر کارایی سرمایه گذاری با تاکید بر ارزش شرکت. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، ۷ (۲۸) ، ۱۲۶-۱۰۳ .

قاسمی، علی و نیکبخت، محمدرضا و ایمانی برندق، محمد (۱۳۹۴). تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر نوسان بازده غیرمعارف سهام. فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، ۱ (۱) ، ۳۵-۲۸ .

کاشانی پور، محمد و محمدی، منصور. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران با ننگه داشت وجه نقد و حساسیت جریان نقدی وجه نقد. پژوهش های حسابداری مالی، ۹(۳)، ۱۷-۳۲.

مدرس، احمد و حصارزاده، رضا. (۱۳۸۷). کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱(۲)، ۸۵-۱۱۶.

مرادی، محمد و اسکندر، هدی و الهائی سحر، مهدی. (۱۳۹۳). حساسیت منابع تامین مالی برون سازمانی به جریان نقدی تحت محدودیت مالی: با تاکید بر اثر جانیشینی دارایی های ثابت. فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی، ۲(۴)، ۱۱۱-۱۲۶.

- Aghion, P. & Angeletos, G. & Banerjee, A. & Manova, K. (2007). Volatility and Growth: Credit Constraints and Productivity Enhancing Investment, Unpublished Manuscript. National Bureau of Economic Research
- Baker, M., Ruback, R. & Wurgler, J. (2007). Behavioral Corporate Finance. Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, New York, Elsevier, 86-14۵.
- Berry, A., Grant, P., & Jarvis, R. (2004). European bank lending to the UK SME sector: An investigation of approaches adopted. International Small Business Journal, 22(2), 115-130.
- Berry-Stölzle, T. R., Eastman, E. M., & Xu, J. (2018). CEO overconfidence and earnings management: Evidence from property-liability insurers' loss reserves. North American Actuarial Journal, 22(3), 380-404.
- Bharati, R., Doellman, T., & Fu, X. (2016). CEO confidence and stock returns. Journal of Contemporary Accounting & Economics, 12(1), 89-110.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. Journal of accounting and economics, 48(2-3), 112-131.
- Cooper, A. C., Woo, C. Y., & Dunkelberg, W. C. (1988). Entrepreneurs' perceived chances for success. Journal of business venturing, 3(2), 97-108.
- Deshmukh, S., Goel, A. M., & Howe, K. M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. Journal of Financial Intermediation, 22(3), 440-463.
- Fahlenbrach, R. (2009). Founder-CEOs, investment decisions, and stock market performance. Journal of financial and Quantitative Analysis, 44(2), 439-466.
- Foster, F. D., Kalev, P. S., Ting, I. W. K., Lean, H. H., Kweh, Q. L., & Azizan, N. A. (2016). Managerial overconfidence, government intervention and corporate financing decision. International Journal of Managerial Finance, 12(1), 4-24.
- He, Y., Chen, C., & Hu, Y. (2019). Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: Evidence from China. Research in International Business and Finance, 47, 501-510.
- Heaton, J. (2002). Managerial Optimism and Corporate Finance. Financial Management, 31(2), 33-45.
- Houcinel, A., Chakib kolsi, M. (2017). The effect of financial reporting quality on corporate investment efficiency: Evidence from the Tunisian stock market. Research in International Business and Finance, 42, 321-337.

- Huang, W., Jiang, F., Liu, Z., & Zhang, M. (2011). Agency cost, top executives' overconfidence, and investment-cash flow sensitivity—Evidence from listed companies in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(3), 261-277.
- Hubbard, R. (1998). Capital-Market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature*, 36, 193-225.
- Ishikawa, M., & Takahashi, H. (2010). Overconfident managers and external financing choice. *Review of behavioral finance*, 2(1), 37-58.
- Jiang, Wei. Xiao, Min. You, Jiaying. , (2011), "Managerial overconfidence and debt maturity structure of firms", *China Finance Review International*, ۳(1), 262-279.
- Kramer, L. A., & Liao, C. M. (2016). The spillover effects of management overconfidence on analyst forecasts. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 12, 79-92.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited. *European financial management*, 11(5), 649-659.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of financial Economics*, 89(۱), 20-43.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *National Bureau of Economic Research*, 13(2), 187-221.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of accounting studies*, 11(2-3), 159-189.
- Verdi, R. S. (2006). Financial reporting quality and investment efficiency, working paper. M.I.T, Available at SSRN 930922.
- Wen, Z., Chang, L., Hau, K. T., & Liu, H. (2004). Testing and application of the mediating effects. *Acta Psychologica Sinica*, 36(5), 614-620.
- Whitaker, R. B. (1999). The early stages of financial distress. *Journal of Economics and Finance*, 23(2), 123-132.