

بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سنور محمدامین زاده^۱

علی رضا مهرآذین^۲

آزیتا جهاننژاد^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۱/۰۷ تاریخ چاپ: ۱۴۰۱/۰۲/۰۷

چکیده

این که افراد هنگام تصمیم گیری دارای تورش های شناختی بوده و نمی توانند کاملاً عقلایی تصمیم گیری نمایند، موضوع اصلی مالی رفتاری می باشد. یکی از تورش های مهم شناختی بیش اطمینانی می باشد. مطالعات مختلف نشان داده که افراد حرفه ای و مشاغلی که نیاز به تصمیم گیری دارند بیش از دیگران در معرض این تورش قرار دارند. مدیران بیش اطمینان با عدم سرمایه گذاری درست، استفاده بیش از حد از وجوه نقد داخل شرکت و عدم تقسیم آن، هزینه های زیادی را بر سهامداران تحمیل می کنند. بر این اساس هدف از انجام این تحقیق بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این تحقیق به روش توصیفی - همبستگی انجام شده و از نوع تحقیقات کاربردی است. جامعه آماری تحقیق را شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ تشکیل می دهند که در تمام طول دوره تحقیق در بازار بورس فعال بوده و مورد مطالعه قرار گرفته اند. چهار فرضیه زیر در این پژوهش تدوین شد: (۱) بین بیش اطمینانی مدیران با تأمین مالی داخلی رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. (۲) بین تأمین مالی داخلی با سرمایه گذاری بیش از حد رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. (۳) بین تأمین مالی داخلی با سرمایه گذاری کمتر از حد رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. (۴) مدیران دارای بیش اطمینانی، از طریق افزایش تأمین مالی داخلی بر حجم سرمایه گذاری می افزایند. یافته های پژوهش حاکی تایید فرضیه های مذکور است.

واژگان کلیدی

بیش اطمینانی مدیریت، تأمین مالی داخلی، کارایی سرمایه گذاری

۱. کارشناس ارشد حسابداری، واحد الکترونیک دانشگاه آزاد اسلامی.

۲. گروه حسابداری، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران.

۳. دانشیار گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

بیان مساله

رشد و دگرگونی سریع روابط اقتصادی، منجر به رقابت شدیدی در عرصه تجارت، صنعت و سرمایه گذاری شده است. لذا شرکتها برای بقا و گسترش فعالیت های خود، نیاز به انجام سرمایه گذاری های مناسب، به موقع و کارآ دارند. زمانی واحد تجاری در سرمایه گذاری کارآ تعریف میشود که پروژه هایی باخالص ارزش فعلی مثبت را برای اجرا انتخاب نماید. صرفنظر کردن از فرصتهای سرمایه گذاری که خالص ارزش فعلی مثبت دارند، سرمایه گذاری کمتر از حد و همچنین انتخاب پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی، به معنای سرمایه گذاری بیشتر از حد میباشد که هر دو حالت، بیانگر عدم کارایی سرمایه گذاری است. در این راستا، گزارش های مالی، از منابع اطلاعاتی در دسترس بازارهای سرمایه است که انتظار میرود نقش مؤثری در توسعه سرمایه گذاری و افزایش کارایی آن ایفا نماید. گزارشهای مالی شرکتها باید اطلاعاتی فراهم نماید که برای سرمایه گذاران بالقوه و بالفعل، بستانکاران و سایر استفاده کنندگان در سرمایه گذاری های منطقی، اعطای اعتبار و تصمیمات مشابه سودمند باشد. در دهه ۱۹۷۰ میلادی، سه دانشمند به نام های مایکل اسپنس^۱، جرج اکرلوف^۲ و جوزف استیلتز^۳ برندگان جایزه نوبل اقتصاد در (سال ۲۰۰۱) در زمینه اقتصاد اطلاعات، نظری های را پایه گذاری کردند موسوم گردید. عدم تقارن اطلاعاتی به حالتی گفته میشود که «عدم تقارن اطلاعاتی» که به نظریه یکی از طرفین معامله نسبت به دیگری مزیت اطلاعاتی داشته باشد. از پیامدهای عدم تقارن اطلاعاتی گزینش ناسازگار است، به این معنی که در بازار سرمایه، افرادی که اطلاعات را در اختیار دارند (افراد داخلی شرکت)، از این اطلاعات استفاده و آن را به فرصت تبدیل نموده و از منافع آن بهره مند میگردند. این امر مغایر با منافع سرمایه گذاران است. سرمایه گذاران نیز از این عدم تقارن اطلاعاتی آگاه هستند و به همین دلیل، مبلغ کمی را در قبال خرید سهام پرداخت میکنند. لذا هزینه تأمین سرمایه افزایش میابد که این امر منجر به سرمایه گذاری کمتر از حد میگردد. پیامد دیگر عدم تقارن اطلاعاتی، خطر اخلاقی ناشی از مشکل نمایندگی است (اسکات^۴ ۲۰۱۴) تضاد منافع بین مدیران و سهامداران، میتواند از کارایی سرمایه گذاری ممانعت نماید (فرانسیس، هیوانگ، راجگوپال و زانگ^۵ ۲۰۰۸؛ وردی^۶، ۲۰۰۶؛ بیٹی، اسکات^۷ و وبر ۲۰۱۰؛ بیدل^۸، هیلاری و وردی، ۲۰۰۹) از آنجا که مدیران به دنبال، افزایش رفاه شخصی خود هستند.

بیش اطمینانی پدیده ای شناخته شده در روان شناسی است. افراد درباره توانایی هایی خود، از جمله قدرت پیش بینی، ادراک اطلاعاتی و دانش خود، اغراق می کنند. به بیان دیگر به توانایی ها و دانش خود اعتماد بیش از حد دارند، البته

¹ Michael Spence

² George Akerlof

³ Joseph Stiglitz

⁴ Scott

⁵ Francis et al.

⁶ Verdi

⁷ Beathy et al.

⁸ Biddle et al.

ممکن است این احساس درونی را اظهار نکنند یا حتی خود نیز از آن غافل باشند. یکی از ریشه های وقوع بیش اطمینانی و اصلاح نشدن آن در نتیجه یادگیری این است که افراد مسئولیت موفقیت های خود را به عهده می گیرند و مسئولیت شکست را به دیگران نسبت می دهند. به بیان دیگر، افراد تمایل دارند موفقیت های شان را به عوامل درونی، از جمله استعداد و بصیرت شان نسبت دهند و شکست های شان را در عوامل بیرونی از جمله بدشانسی و اوضاع بد اقتصادی جست و جو کنند. از سوی دیگر، افراد به موفقیت های خود اعتبار بیشتری می دهند تا به شکست هایشان. علت وجودی بیش اطمینانی آرامشی است که افراد از آن به دست می آورند. بیش اطمینانی با نسبت دادن موفقیت ها به خود، به مرور زمان افزایش می یابد. از سوی دیگر، افراد به دنبال اثبات خود به دیگران نیز هستند تا تحسین آن ها را برانگیزند؛ بنابراین گاهی درباره موفقیت های قبلی خود برای دیگران اغراق می کنند که از نظر درونی بر آن ها تأثیر می و گذارد موجب تشدید پدیده بیش اطمینانی می شود. به گفته دیگر، در بیان اغراق آمیز موفقیت ها، خود فرد بیش از دیگران تحت تأثیر سخنانش قرار می گیرد. مطالعات در این زمینه نشان داده است مشاغلی که به قضاوت نیاز دارند، بیش از مشاغل دیگر دچار بیش اطمینانی می شوند آنکه ضمن؛ هرچه تخصص افراد بیشتر باشد، در معرض بیش اطمینانی بیشتری قرار می گیرند (سعیدی و فرهانیان، ۱۳۹۰).

برخی از شرکت ها هیچ برنامه از پیش تعیین شده ای برای تأمین مالی خود در نظر نمی گیرند و تنها به تناسب تصمیمات مالی اتخاذ شده توسط مدیریت مالی، بدون هیچ گونه برنامه ریزی مشخصی اقدام به تعیین ساختار سرمایه شرکت می کنند. این شرکت ها اگرچه ممکن است در کوتاه مدت به موفقیت دست یابند، اما سرانجام در تأمین منابع مالی لازم برای فعالیت های خود با مشکلات عمده ای مواجه می شوند. چنین شرکت هایی ممکن است قادر نباشند استفاده بهینه ای از منابع موجود خود داشته باشند. در نتیجه، این واقعیت بیش از پیش محرز می شود که یک شرکت باید ساختار سرمایه خود را به گونه ای برنامه ریزی نماید که قادر باشد میزان بهره وری از وجوه را حداکثر نموده و وضعیت خود را با سهولت بیشتری با تغییر شرایط وفق دهد (وکیلی فرد، ۱۳۸۹). با توجه به مطالب بیان شده، موضوع تحقیق بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

اهمیت و ضرورت تحقیق

سرمایه از مهم ترین عوامل تجارت بوده و بزرگ ترین وسیله جلب منفعت است. هر شرکت باید دارای سرمایه باشد تا بتواند نتیجه ای از عملیات خود که تجارت است برده و منتفع شود. اهمیت شرکت های تجاری را از سرمایه آنها می توان درک کرد. سرمایه گذاری عبارتست از جریان مخارجی که صرف افزایش یا تثبیت حجم سرمایه واقعی می شود. در حقیقت تعریف دقیق تر که شامل توصیف فوق نیز می شود، عبارت است از جریان مخارج اختصاص یافته به طرح های تولید کالاهایی که قصد مصرف فوری آنها در میان نباشد. این طرح های سرمایه گذاری ممکن است به شکل افزایش سرمایه مادی و سرمایه انسانی یا موجودی انبار باشد. سرمایه گذاری در حقیقت جریانی است که حجم آن

توسط همه طرح هایی تعیین می شود که ارزش حال خالص مثبت یا نرخ بازده داخلی بیشتر از نرخ بهره دارند. از این دو، عامل نخست به ضابطه ارزش حال خالص معروف است و عامل دوم بازده نهایی سرمایه گذاری نام دارد (حسینی بنهنگی، ۱۳۷۸). بررسی آثار اطمینان بیش از حد مدیران بر رویه های شرکت، شامل رویه های حسابداری، از آن رو اهمیت دارد که اطمینان بیش از حد می تواند به اتخاذ تصمیم های نادرست و سیاست های نامناسب سرمایه گذاری، تأمین مالی یا حسابداری منجر شود و هزینه های سنگینی را بر شرکت تحمیل کند (رحمانی، فرزانی و رستگارمقدم، ۱۳۹۰). مدیران بیش اطمینان بازدههای آتی پروژههای واحد تجاری را بیشتر برآورد میکنند. از این رو ممکن است احتمال و بزرگی شوکهای مثبت جریانهای نقدی آتی حاصل از این پروژهها را بیشتر برآورد کنند و در مقابل برآورد کمتری از شوکهای منفی داشته باشند.

در اغلب پژوهش هایی که تاکنون با هدف تبیین عوامل مؤثر بر تامین مالی صورت گرفته، تاکید بر ویژگیهای خاص شرکت ها بوده است؛ این در حالی است که این پژوهش، بیش اطمینانی مدیریت و کارایی سرمایه گذاری را به عنوان عوامل تعیین کننده بررسی می کند که از این جهت با تحقیقات دیگر متمایز می شود و با توجه به عدم تحقیقی در ایران، انجام پژوهش ضرورت می باید.

پیشینه تحقیق

بزرگ اصل و همکاران (۱۳۹۷) رابطه بین توانایی مدیریت و ناکارایی سرمایه گذاری را بررسی کردند. نتایج تحقیق نشان می دهد مطابق ادبیات موجود، بین توانایی مدیریت با ناکارایی سرمایه گذاری رابطه معکوس وجود دارد اما این رابطه از نظر آماری با اهمیت نمی باشد.

فرید و قدک فروشان (۱۳۹۷) به بررسی تاثیر نوع تامین مالی بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت های سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای اندازه گیری کارایی سرمایه گذاری از مدل بیدل و همکاران (۲۰۰۹) استفاده شده است. نمونه پژوهش با استفاده از روش حذف سیستماتیک و با اعمال محدودیت ها، تعداد ۸۵ شرکت طی سال های (۱۳۹۴-۱۳۹۰) انتخاب شد. فرضیه ها با تکنیک آماری رگرسیون داده های ترکیبی، مورد آزمون و تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که نوع تامین مالی بر کارایی سرمایه گذاری تأثیر معنی داری دارد. علاوه بر این نوع تامین مالی و کارایی سرمایه گذاری در شرکت های با ارزش متفاوت، تأثیر متفاوتی دارد. به استفاده کنندگان صورت های مالی از جمله سرمایه گذاران توصیه می شود شرکت هایی را انتخاب کنند که دارای نسبت بدهی و اهرم مالی بالاتر و سود انباشته کمتری هستند.

باقری و همکاران (۱۳۹۷) به آزمون مدل تاثیر گذاری روش های تامین مالی داخلی و خارجی بر بازده کل واقعی سهام پرداختند. نتایج آن بیانگر تایید رابطه مثبت و معنادار تمام متغیرهای مستقل و کنترلی تحقیق (هزینه سرمایه، سود انباشته، اهرم مالی، ظرفیت سودآوری و اندازه شرکت) بر متغیر وابسته (نرخ بازده کل واقعی سهام) شرکت های تحت بررسی بود.

سرلک و همکاران (۱۳۹۶). تاثیر توانایی مدیران بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. جهت دستیابی به این هدف با استفاده از روش غربالگری ۹۹ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه انتخاب و در طی دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۹۳ مورد بررسی قرار گرفتند. به منظور اندازه گیری کارایی سرمایه گذاری از مدل استفاده شده در پژوهش وردی (۲۰۰۶) و برای اندازه گیری توانایی مدیران از مدل دمرجیان (۲۰۱۲) با استفاده از روش تحلیل پوششی داده ها استفاده شده است. فرضیه پژوهش به کمک رگرسیون چندگانه با استفاده از داده های تلفیقی مورد آزمون قرار گرفت. نتایج پژوهش بیانگر این است که کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر مثبت دارد. همچنین توانایی مدیران بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر مثبت دارد.

حسنى القار و رحيميان (۱۳۹۷) به بررسی تأثير بیش اطمینانی مدیریت در ساختار سررسید بدهی در شرکت های پذیرفته شده اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش برای اندازه گیری بیش اطمینانی مدیریت از دو سنجه مبتنی بر سوگیری مدیران در پیش بینی سود و تصمیم های سرمایه گذاری مدیران استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می دهد بیش اطمینانی مدیریت، تاثیر مثبت معناداری در ساختار سررسید بدهی دارد و شرکت های با مدیران بیش اطمینان، با انتخاب درصد بیشتری از بدهی کوتاه مدت، ساختار سررسید بدهی کوتاه تری اتخاذ میکنند و ریسک نقدشوندگی مربوط به این سیاست تأمین مالی، آنان را از این رفتار باز نمی دارد.

کاشانی پور و محمدی (۱۳۹۶) به بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران با نگهداشت وجه نقد و حساسیت جریان نقدی وجه نقد پرداختند. به منظور آزمون فرضیه پژوهش نشان می دهد رابطه مثبت و معناداری بین بیش اطمینانی مدیران و وجه نقد نگهداری شده وجود دارد. همچنین، نتایج به دست آمده بیانگر آن است که بیش اطمینانی مدیران اثر مثبت و معناداری بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد دارد. به بیان دیگر، مدیران بیش اطمینان وجه نقد بیشتری از جریان های نقدی عملیاتی جاری را در شرکت ذخیره می کنند. این یافته ها مطابق با این دیدگاه است که مدیران بیش اطمینان هزینه های تأمین مالی آتی خارج از شرکت را بیش از اندازه تلقی می کنند؛ بنابراین، سعی می کنند با نگهداری وجه نقد، سرمایه گذاری های پیش رو را از منابع داخلی شرکت تأمین مالی کنند.

دارابی و زارعی (۱۳۹۶) تاثیر بیش اطمینانی مدیریت بر ریسک سقوط قیمت سهام با تاکید بر نقش تعدیل کنندگی محافظه کاری حسابداری را مورد بررسی قرار دادند. رای اندازه گیری بیش اطمینانی مدیریت از دو سنجه مبتنی بر تصمیمات سرمایه گذاری، مدل های کمپل و همکاران و مدل شراند و زچمن (۲۰۱۱) استفاده شده است. برای اندازه گیری ریسک سقوط قیمت سهام از مدل هاتن و همکاران (۲۰۰۹) و محافظه کاری نیز با شاخص گیولی وهین (۲۰۰۰) اندازه گیری شده است. یافته های حاصل از این پژوهش نشان داد که بیش اطمینانی مدیریت و محافظه کاری بر ریسک سقوط قیمت سهام تاثیر دارد. از سوی دیگر، نتایج پژوهش نشان داد که محافظه کاری به عنوان متغیر تعدیل کننده، اثر منفی، بر تاثیر بیش اطمینانی مدیریت بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

سلیمانی امیری و گروه ای (۱۳۹۶) به بررسی اثر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک پرداختند. بدین منظور ۱۲۰ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۴ مورد بررسی قرار گرفته‌اند. اطمینان بیش از حد توسط مدل بیدل، هیلاری و وردی (۲۰۰۸) مبتنی بر بیش سرمایه گذاری اندازه گیری می‌شود. ضریب بتا شاخص ریسک سیستماتیک تلقی شده و از انحراف معیار باقیمانده رگرسیون، برای سنجش ریسک غیر سیستماتیک استفاده می‌شود. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین اطمینان بیش از حد مدیر و ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

تاری وردی و واحدیان (۱۳۹۶) اثر بیش اطمینانی مدیریت بر معیارهای کیفیت سود را مورد بررسی قرار دادند. نتایج آزمون فرضیه اول تا ششم حاکی از آن است که بیش اطمینانی مدیریت اثر منفی و معناداری بر محافظه کاری غیرشرطی و شرطی، کیفیت ارقام تعهدی و پایداری سود و همچنین بیش اطمینانی مدیریت اثر مثبت و معناداری بر هموارسازی و توان پیش بینی پذیری سود دارد. همچنین نتایج آزمون فرضیه هفتم حاکی از آن است که بیش اطمینانی مدیریت با معیار ارتباط ارزشی سود ارتباط معناداری ندارد.

تینگ و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی بیش اطمینانی، تامین داخلی و کارایی سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار شانگهای پرداختند. آنها یافتند بین تامین داخلی و سرمایه گذاری بیش از حد و کمتر از حد ارتباط معناداری دارد و همچنین بین تامین مالی داخلی و مدیران بیش اطمینان ارتباط مستقیم و معناداری وجود دارد.

هی و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی تامین مالی و کارایی سرمایه گذاری پرداختند و آن‌ها دریافته‌اند که تامین مالی داخلی فراوان سبب افزایش بیش سرمایه گذاری و تامین مالی داخلی کم با کمبود جریان نقدی سبب کم سرمایه گذاری می‌شود.

وانگ، چن، چن و هوانگ (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی رابطه بیش سرمایه گذاری، عدم اطمینان تورم و اطمینان بیش از حد مدیران در چین پرداختند. نمونه آنها شامل ۲۳۳۲ شرکت از سال ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۲ می‌باشد. یافته‌های تجربی آنها با استفاده از صورت‌های مالی سه ماهه نشان می‌دهد که عدم اطمینان پایین تر تورم باعث افزایش بیش سرمایه گذاری شده و اطمینان بیش از حد مدیریتی چنین تأثیری را تشدید می‌کند. تجزیه و تحلیل بیشتر نشان می‌دهد بیش سرمایه گذاری در مؤسسات با مالکیت دولتی به طور عمده نشأت گرفته از اطمینان بیش از حد مدیریتی است و ارتباط منفی بین عدم اطمینان تورم و بیش سرمایه گذاری ناشی از بیش اطمینانی مدیریتی است. با این حال، تأثیر اطمینان بیش از حد مدیران در واحدهای اقتصادی بدون مالکیت دولتی مبهم باقی مانده است. به علاوه، شواهد آنها تأثیر نامتقارن عدم اطمینان تورم بر بیش سرمایه گذاری شرکت را در طول چرخه هوای متفاوت اقتصادی نشان می‌دهد.

و الساندرو جورجیا^۹ و همکاران (۲۰۱۶) جریان نقدی آزاد و کارایی سرمایه گذاری در بازار چین را مورد بررسی قرار دادند و دریافته‌اند بین دو متغیر ارتباط معنی داری وجود دارد.

⁹ Alessandra Guariglia

وینفرد و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان «انگیزه های نگهداشت وجه نقد: اثر خوش بینی مدیران» به بررسی اثر خوش بینی مدیران بر انگیزه های نگهداشت وجه نقد پرداختند و به این نتیجه رسیدند که مدیران خوش بین تمایلی به استفاده از تأمین مالی خارج از شرکت ندارند. به همین دلیل، وجه نقد بیشتری به منظور استفاده در فرصت های سرمایه گذاری پیش رو ذخیره می کنند و وجه نقد بیشتری به عنوان ذخیره احتیاطی به منظور استفاده در شرایط نامساعد نگهداری می کنند. در مجموع نتایج آنها نشان داد خوش بینی مدیران نقش مهمی در سیاست های نقدینگی شرکت ها دارد.

دوئلمن و همکاران^{۱۰} (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان بیش اطمینانی مدیریت و حق الزحمه حسابرسی در یافتند شرکت های با مدیران بیش اطمینان با احتمال کمتری از حسابرص متخصص صنعت استفاده می کنند. نتایج پژوهش آنان نشان داد مدیران بیش اطمینان حق الزحمه حسابرسی کمتری پرداخت می کنند.

فرضیه های تحقیق

- فرضیه اول: بین بیش اطمینانی مدیران با تأمین مالی داخلی رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد.
- فرضیه دوم: بین تأمین مالی داخلی با سرمایه گذاری بیش از حد رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد.
- فرضیه سوم: بین تأمین مالی داخلی با سرمایه گذاری کمتر از حد رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.
- فرضیه چهارم: مدیران دارای بیش اطمینانی، از طریق افزایش تأمین مالی داخلی بر حجم سرمایه گذاری می افزایند.

مدل و متغیرها:

مدل آزمون فرضیه اول

$$\text{Intern}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{OC}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{TobinQ}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t} + \beta_6 \text{EPS}_{i,t} + \beta_7 \text{CF}_{i,t} + \beta_8 \text{Top10}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل آزمون فرضیه دوم

$$\text{OverInv}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Intern}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{TobinQ}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t} + \beta_6 \text{EPS}_{i,t} + \beta_7 \text{CF}_{i,t} + \beta_8 \text{Top10}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل آزمون فرضیه سوم

$$\text{UndeInv}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Intern}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{TobinQ}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t} + \beta_6 \text{EPS}_{i,t} + \beta_7 \text{CF}_{i,t} + \beta_8 \text{Top10}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

به منظور آزمون فرضیه چهارم تحقیق، از تخمین مدل های رگرسیونی زیر بهره گرفته شده است.

$$\begin{aligned} \text{INV}(\text{OverInv}_{i,t}, \text{UndeInv}_{i,t}) \\ = \beta_0 + \beta_1 \text{OC}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{TobinQ}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t} + \beta_6 \text{EPS}_{i,t} \\ + \beta_7 \text{CF}_{i,t} + \beta_8 \text{Top10}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

¹⁰ Duellman & et

$$INV(\text{OverInv}_{i,t}, \text{UndeInv}_{i,t})$$

$$= \beta_0 + \beta_1 \text{OC}_{i,t} + \beta_2 \text{Intern}_{i,t} + \beta_3 \text{Size}_{i,t} + \beta_4 \text{TobinQ}_{i,t} + \beta_5 \text{ROA}_{i,t} + \beta_6 \text{Lev}_{i,t} + \beta_7 \text{EPS}_{i,t} + \beta_8 \text{CF}_{i,t} + \beta_9 \text{Top10}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$INV(\text{OverInv}_{i,t}, \text{UndeInv}_{i,t})$$

$$= \beta_0 + \beta_1 \text{Intern}_{i,t} + \beta_2 (\text{OC}_{i,t} \times \text{Intern}_{i,t}) + \beta_3 \text{Size}_{i,t} + \beta_4 \text{TobinQ}_{i,t} + \beta_5 \text{ROA}_{i,t} + \beta_6 \text{Lev}_{i,t} + \beta_7 \text{EPS}_{i,t} + \beta_8 \text{CF}_{i,t} + \beta_9 \text{Top10}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر وابسته

$\text{Intern}_{i,t}$: تأمین مالی داخلی شرکت i در سال t است که از نسبت سود باقیمانده شرکت به کل دارایی های آن سنجیده می شود.

$\text{INV}_{i,t}$: حجم سرمایه گذاری شرکت i در سال t و برابر با مجموع دارایی های ثابت، دارایی های نامشهود و سرمایه گذاری های بلندمدت تقسیم بر کل دارایی های شرکت است.

$\text{UnderInv}_{i,t}$: سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت i در سال t است که از باقیمانده های منفی مدل رگرسیونی زیر محاسبه می شود:

$$\text{INV}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Q}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Cash}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Age}_{i,t-1} + \beta_4 \text{Size}_{i,t-1} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t-1} + \beta_6 \text{Return}_{i,t-1} + \beta_7 \text{INV}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

به طوری که در این رابطه، $\text{INV}_{i,t}$ برابر با حجم سرمایه گذاری شرکت (مجموع دارایی های ثابت، دارایی های نامشهود و سرمایه گذاری های بلندمدت)، $\text{Q}_{i,t-1}$ برابر با فرصت های رشد (شاخص کیوتوبین شرکت)، $\text{Cash}_{i,t-1}$ وجه نقد شرکت (نسبت وجوه نقد به کل دارایی ها)، $\text{Age}_{i,t-1}$ عمر شرکت، $\text{Size}_{i,t-1}$ اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی ها)، $\text{Lev}_{i,t-1}$ اهرم مالی (نسبت بدهی به دارایی ها) و $\text{Return}_{i,t-1}$ بازده یکساله سهام شرکت در پایان دوره مالی است.

$\text{OverInv}_{i,t}$: سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت i در سال t است که از باقیمانده های مثبت مدل رگرسیونی زیر محاسبه می شود.

$$\text{INV}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Q}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Cash}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Age}_{i,t-1} + \beta_4 \text{Size}_{i,t-1} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t-1} + \beta_6 \text{Return}_{i,t-1} + \beta_7 \text{INV}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیرهای مستقل

$\text{OC}_{i,t}$: متغیر نشانگر بیش اطمینانی مدیران است و مطابق با تحقیق هی و همکاران (۲۰۱۹) در صورتی که سود پیش بینی شده مدیران شرکت i در سال t بزرگتر از سود محقق شده شرکت باشد، مدیران دارای بیش اطمینانی بوده و مقدار این متغیر برابر با ۱ و در غیر این صورت برابر با صفر است.

$\text{Intern}_{i,t}$: تأمین مالی داخلی شرکت i در سال t است که از نسبت سود باقیمانده شرکت به کل دارایی های آن سنجیده می شود.

متغیرهای کنترلی

$Size_{i,t}$: اندازه شرکت i در سال t و برابر با لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی های شرکت است.

$TobinQ_{i,t}$: فرصت های رشد شرکت i در سال t و برابر با شاخص کیوتوبین شرکت است.

$Lev_{i,t}$: اهرم مالی شرکت i در سال t و برابر با نسبت ارزش دفتری بدهی ها به ارزش دفتری کل داراییهای شرکت است.

$ROA_{i,t}$: بازده دارایی شرکت i در سال t و برابر با نسبت سود خالص به ارزش دفتری کل دارایی های شرکت است.

$EPS_{i,t}$: سود هر سهم شرکت i در سال t و برابر با نسبت سود پس از کسر بهره و مالیات به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است.

$CF_{i,t}$: جریان وجه نقد شرکت i در سال t و برابر با نسبت وجوه نقد عملیاتی شرکت به کل دارایی های آن است.

$Top10_{i,t}$: مالکیت نهادی شرکت i در سال t و برابر با نسبت سهام در اختیار ۱۰ سهامدار بزرگ شرکت است.

قلمرو تحقیق

قلمرو موضوعی: تحقیق حاضر از نظر موضوعی در چارچوب مباحث حسابداری قرار دارد که در آن به بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد.

قلمرو مکانی: این پژوهش بر روی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد که تعدادی از آنها به صورت نمونه ای مورد بررسی قرار خواهند گرفت. بدین ترتیب داده های مالی مورد نیاز از صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس و در صورت لزوم از نرم افزارها و سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران استخراج می گردد.

قلمرو زمانی: در این پژوهش نمونه مورد نظر از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۶ ساله (۹۱ تا ۹۶) می باشد.

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

در این بخش، شاخص های مرکزی هم چون میانگین و شاخص پراکندگی انحراف معیار برای هر یک از متغیرهای تحقیق ارائه می گردد. در این ارتباط میانگین، اصلی ترین شاخص مرکزی بوده و متوسط داده ها را نشان می دهد، به طوری که اگر داده ها بر روی یک محور به صورت منظم ردیف شوند، مقدار میانگین دقیقاً نقطه تعادل یا مرکز ثقل توزیع قرار می گیرد. انحراف معیار از پارامترهای پراکندگی بوده و میزان پراکندگی داده ها را نشان می دهد (مومنی و قیومی، ۱۳۹۰). خلاصه وضعیت آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل در جدول (۴-۱) ارائه شده است.

جدول ۴-۱: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
سرمایه گذاری	INV	0.393456	0.399443	0.639257	0.150030	0.139910
تامین مالی داخلی	INTERN	0.348901	0.348592	0.589895	0.100083	0.137325
بیش اطمینانی مدیران	OC	0.660767	1.000000	1.000000	0.000000	0.473799
اندازه شرکت	SIZE	16.47572	16.44920	18.79280	14.20630	1.343423
فرصت های رشد	TOBINQ	4.232577	4.165305	6.395040	2.111870	1.239845
بازده دارایی	ROA	0.209699	0.208874	0.618714	-0.20922	0.240754
اهرم مالی	LEV	0.667976	0.663973	0.889715	0.450369	0.130938
نسبت سود هر سهم	EPS	0.129287	0.127958	0.209671	0.050049	0.048230
جریان وجه نقد	CF	0.300099	0.306836	0.489472	0.101572	0.114556
مالکیت نهادی	TOP10	0.486025	0.487583	0.679791	0.290680	0.113579

باتوجه به شاخص های ارائه شده در جدول (۴-۱) مشاهده می شود که متوسط حجم سرمایه گذاری شرکت ها برابر با ۰/۳۹۳۴ و میانگین نسبت تأمین مالی داخلی آنها برابر با ۰/۳۴۸۹ بدست آمده است. ۶۶/۰۷ درصد از مشاهدات، نشان از بیش اطمینانی مدیران داشته اند. اندازه شرکت ها به طور متوسط برابر با ۱۶/۴۷۵ و فرصت های رشد آنها به طور میانگین برابر با ۴/۲۳۲۵ بوده است. بازده دارایی شرکت ها دارای مقدار متوسط ۰/۲۰۹۶ و اهرم مالی آنها نیز دارای مقدار میانگین ۰/۶۶۷۹ بوده است. نسبت سود هر سهم شرکت ها طی دور تحقیق به طور متوسط برابر با ۰/۱۲۹۲ و نسبت جریان وجه نقد آنها برابر با ۰/۳۰۰۰۹ برآورد شده است. همچنین نسبت مالکیت نهادی در شرکت های مورد مطالعه به طور متوسط برابر با ۰/۴۸۶۰ بوده است.

مانایی متغیرهای تحقیق

به منظور بررسی مانایی متغیرهای تحقیق از آزمون لوین لین و چو استفاده شده است. این آزمون فرضیه وجود ریشه واحد در مقادیر سری را مورد آزمون قرار می دهد. در صورتی که فرضیه صفر آزمون مبنی بر وجود ریشه واحد در مقادیر سری رد گردد می توان پذیرفت که سری های مورد مطالعه، مانا هستند و در غیر این صورت باید از روش هایی چون تفاضل گیری، رگرسیونی بر روی زمان و یا تبدیلات باکس و کاکس استفاده نمود. نتایج این آزمون در جدول (۴-۲) ارائه شده است.

جدول ۴-۲: نتایج آزمون مانایی متغیرهای تحقیق

سطح معناداری	آماره LLC	متغیر
0.0000	-25.4737	سرمایه گذاری
0.0000	-26.0939	تامین مالی داخلی
0.0000	-14.6154	بیش اطمینانی مدیران
0.0000	-27.7573	اندازه شرکت
0.0000	-40.4045	فرصت های رشد
0.0000	-27.0266	بازده دارایی
0.0000	-45.4656	اهرم مالی
0.0000	-24.0784	نسبت سود هر سهم
0.0000	-34.7750	جریان وجه نقد
0.0000	-26.0629	مالکیت نهادی

همانطور که جدول (۲-۴) نشان می دهد، سطوح معناداری تمامی آزمون های مذکور از خطای نوع اول ۰/۰۵ کوچکتر هستند و در نتیجه فرضیه صفر آماری آزمون مبنی بر وجود ریشه واحد رد شده و می توان پذیرفت که سری های مورد مطالعه در این سطح خطا مانا هستند و بنابراین، رفتار مقادیر متغیرها، در طول زمان دستخوش تغییرات رونددار نخواهد شد.

نتایج آزمون تشخیص مدل

پیش از برازش مدل رگرسیونی به منظور تعیین تابلویی و یا تلفیقی بودن مدل، از آزمون چاو یا F مقید استفاده می شود. فرضیه صفر آماری در آزمون چاو مبنی بر مناسب بودن مدل تلفیقی و فرضیه مقابل آن مبنی بر مناسب بودن مدل پانل است. همچنین آزمون هاسمن فرض ثابت یا تصادفی بودن اثرات مقطعی در مدل را مورد آزمون قرار می دهد. در صورتی که مدل داده های تابلویی مناسب باشد، انجام این آزمون ضرورت می یابد. نتایج حاصل از این آزمون ها در جدول (۳-۴) ارائه شده است.

جدول ۴-۳: نتایج آزمون های تشخیصی چاو

سطح معناداری	درجه آزادی	مقدار آماره	مدل
0.9583	(112,557)	0.766118	مدل آزمون فرضیه اول
0.6284	(109,210)	0.943731	مدل آزمون فرضیه دوم
0.2938	(112,229)	1.088842	مدل آزمون فرضیه سوم
0.9338	(112,557)	0.793546	مدل آزمون فرضیه چهارم (مدل بیش اطمینانی)
0.9332	(112,556)	0.794075	مدل آزمون فرضیه چهارم (مدل بیش اطمینانی و تأمین مالی داخلی)
0.9316	(112,556)	0.795553	مدل آزمون فرضیه چهارم (مدل با اثرات متقابل)

با توجه به سطح معناداری آزمون چاو در جهت تعیین معناداری اثرات مقطعی در مدل های تحقیق مشاهده می شود که سطح معناداری این آزمون برای هر ۶ مدل تحقیق بزرگتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده و نشان از عدم معناداری اثرات مقطعی در این مدل ها دارد. از این رو مدل های تحقیق به روش داده های تلفیقی برازش داده شده اند.

نتایج آزمون فرضیه اول

به منظور آزمون فرضیه اول تحقیق، از تخمین مدل رگرسیونی زیر بهره گرفته شده است.

$$\text{Intern}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{OC}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{TobinQ}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t} + \beta_6 \text{EPS}_{i,t} + \beta_7 \text{CF}_{i,t} + \beta_8 \text{Top10}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول (۴-۴) جزئیات نتایج برازش مدل را نشان می دهد.

جدول ۴-۴: نتایج برآورد مدل فرضیه اول

VIF	سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	متغیر توضیحی
1.027369	0.0053	2.796219	0.005976	0.016711	بیش اطمینانی
1.011906	0.0000	7.979330	0.001016	0.008108	اندازه
1.004366	0.1264	- 1.530851	0.003833	-0.005867	فرصت رشد
1.009892	0.0000	- 5.653581	0.007770	-0.043927	بازده دارایی
1.012982	0.2221	- 1.222225	0.031050	-0.037950	اهرم مالی
1.014036	0.7542	- 0.313275	0.065508	-0.020522	سود هر سهم
1.006795	0.0064	- 2.739412	0.025880	-0.070897	جریان وجه نقد
1.005575	0.0622	1.868895	0.014753	0.027572	مالکیت نهادی
-	0.0000	7.393115	0.040638	0.300444	مقدار ثابت
مشخصات مدل رگرسیونی					
2.088897	آماره تحلیل واریانس		0.315210	ضریب تعیین تعدیل شده	
0.035110	معناداری مدل		1.987533	آماره دوربین واتسون	
0.9187	معناداری بروش پاگان گادفری		0.403721	آماره بروش پاگان گادفری	
0.8773	معناداری بروش گادفری		0.130911	آماره بروش گادفری	
0.4134	معناداری جارک-برا		3.032323	آماره جارک-برا	

نیکویی برآزش مدل

با توجه به سطح معناداری آزمون تحلیل واریانس مدل که کوچکتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده، معناداری کلی مدل مورد تایید است و می توان ادعا نمود که مجموعه متغیرهای توضیحی مدل به طور معناداری قابلیت تبیین و کنترل تغییرات متغیر وابسته را دارند. ضریب تعیین تعدیل شده مدل گویای آن است که ۳۱/۵۲ درصد از تغییرات موجود در تأمین مالی داخلی شرکت ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می گردد. به منظور بررسی تصریح الگوی رگرسیونی از آماره دوربین واتسون استفاده شد. آماره این آزمون که در بازه مقادیر تجربی ۱/۵ تا ۲/۵ بدست آمده (Durbin Watson = ۱/۹۸۷)، نشان از تصریح مناسب الگوی رگرسیونی دارد. همچنین مقادیر شاخص VIF که در جهت سنجش عدم همخطی میان متغیرهای مستقل تحقیق محاسبه می شود، کوچکتر از مقدار بحرانی ۱۰ بدست آمده

اند که نشان از عدم وجود همخطی شدید میان متغیرهای مستقل تحقیق دارد و از این رو می توان پذیرفت که دقت ضرایب تاثیر متغیرهای مستقل در مدل تحقیق، تحت تاثیر روابط درونی متغیرهای مستقل قرار نگرفته است. به منظور تعیین تناسب برآزش مدل و برقراری مفروضات اولیه رگرسیونی، آزمون های مفروضات اولیه مدل انجام شده اند. آزمون بروش پاکان گادفری به منظور تایید همسانی واریانس اجزای خطای مدل انجام شده است. سطح معناداری این آزمون بزرگتر از $0/05$ ($p\text{-value} = 0/9187$) بدست آمده که موید همسانی واریانس اجزای خطای مدل است. به منظور آزمون استقلال پسماندهای مدل از آزمون بروش گادفری استفاده شد. سطح معناداری این آزمون $p\text{-value} = 0/8773$ نیز بزرگتر از خطای $0/05$ بدست آمده که نشان از تایید فرض صفر آماری در این مدل، مبنی بر استقلال جملات خطای مدل دارد. نتایج آزمون جارک-برا در جهت تایید نرمال بودن توزیع تجربی اجزای خطا نیز با سطح معناداری بزرگتر از $0/05$ ($p\text{-value} = 0/4134$) نشان از نرمال بودن اجزای خطای مدل داشته است. از این رو می توان پذیرفت که مفروضات اولیه رگرسیون برقرار بوده و نتایج مدل در تعیین اثرات قابل استناد است.

نتایج آزمون فرضیه اول

به منظور آزمون رابطه بین بیش اطمینانی مدیران با تأمین مالی داخلی، معناداری ضریب تاثیر رگرسیونی بیش اطمینانی بر روی تأمین مالی داخلی شرکت ها مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان می دهد که سطح معناداری اثر بیش اطمینانی مدیران در مدل تحقیق کوچکتر از خطای $0/05$ بدست آمده ($p\text{-value} = 0/0053$) و نشان دهنده معناداری اثر بیش اطمینانی بر روی تأمین مالی داخلی بوده است. همچنین ضریب مثبت ($\beta = 0/016711$) رگرسیونی این متغیر در مدل تحقیق نشان دهنده تاثیر گذاری مستقیم بیش اطمینانی مدیران بر روی تأمین مالی داخلی شرکت ها بوده و انتظار می رود که با افزایش سطح بیش اطمینانی مدیران، بر میزان تأمین مالی داخلی آنها افزوده شود. از این رو فرضیه اول تحقیق در سطح خطای $0/05$ مورد تایید قرار گرفته است.

نتایج آزمون فرضیه دوم

به منظور آزمون فرضیه دوم تحقیق، از تخمین مدل رگرسیونی زیر بهره گرفته شده است.

$$\begin{aligned} & \text{INV}(\text{OverInv}_{i,t} / \text{UndeInv}_{i,t}) \\ & = \beta_0 + \beta_1 \text{Intern}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{TobinQ}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t} + \beta_6 \text{EPS}_{i,t} \\ & + \beta_7 \text{CF}_{i,t} + \beta_8 \text{Top10}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

جدول (۴-۵) جزئیات نتایج برآزش مدل را نشان می دهد.

جدول ۴-۵: نتایج برآورد مدل فرضیه دوم

VIF	سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	متغیر توضیحی
1.018986	0.0201	- 2.338851	0.034849	-0.081506	تأمین مالی داخلی
1.012774	0.1237	1.544437	0.001703	0.002630	اندازه
1.021281	0.0193	2.354648	0.001692	0.003984	فرصت رشد
1.013842	0.0001	4.049989	0.021890	0.088655	بازده دارایی
1.030714	0.0652	- 1.851405	0.020285	-0.037556	اهرم مالی
1.032447	0.0150	2.447948	0.063316	0.154993	سود هر سهم
1.013083	0.0000	17.24606	0.010321	0.177993	جریان وجه نقد
1.009894	0.9647	0.044327	0.051624	0.002288	مالکیت نهادی
-	0.0000	7.359329	0.041676	0.306709	مقدار ثابت
مشخصات مدل رگرسیونی					
15.94702	آماره تحلیل واریانس		0.302284	ضریب تعیین تعدیل شده	
0.0000	معناداری مدل		2.136912	آماره دوربین واتسون	
0.3122	معناداری بروش پاگان گادفری		1.177137	آماره بروش پاگان گادفری	
0.8930	معناداری بروش گادفری		0.113230	آماره بروش گادفری	
0.5425	معناداری جارک-برا		1.654406	آماره جارک-برا	

نیکیوی برازش مدل

با توجه به سطح معناداری آزمون تحلیل واریانس مدل که کوچکتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده، معناداری کلی مدل مورد تایید است و می توان ادعا نمود که مجموعه متغیرهای توضیحی مدل به طور معناداری قابلیت تبیین و کنترل تغییرات متغیر وابسته را دارند. ضریب تعیین تعدیل شده مدل گویای آن است که ۳۰/۲۲ درصد از تغییرات موجود در سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می گردد. به منظور بررسی تصریح الگوی رگرسیونی از آماره دوربین واتسون استفاده شد. آماره این آزمون که در بازه مقادیر تجربی ۱/۵ تا ۲/۵ بدست آمده (Durbin Watson = ۲/۱۳۶)، نشان از تصریح مناسب الگوی رگرسیونی دارد. همچنین مقادیر شاخص VIF که در جهت سنجش عدم همخطی میان متغیرهای مستقل تحقیق محاسبه می شود، کوچکتر از مقدار بحرانی ۱۰ بدست

آمده اند که نشان از عدم وجود همخطی شدید میان متغیرهای مستقل تحقیق دارد و از این رو می توان پذیرفت که دقت ضرایب تاثیر متغیرهای مستقل در مدل تحقیق، تحت تاثیر روابط درونی متغیرهای مستقل قرار نگرفته است.

سطح معناداری آزمون بروش پاکان گادفری بزرگتر از $0/05$ ($p\text{-value} = 0/3122$) بدست آمده که موید همسانی واریانس اجزای خطای مدل است. سطح معناداری آزمون بروش گادفری ($p\text{-value} = 0/8930$) نیز بزرگتر از خطای $0/05$ بدست آمده که نشان از تایید فرض صفر آماری در این مدل، مبنی بر استقلال جملات خطای مدل دارد. نتایج آزمون جارک-برا نیز با سطح معناداری بزرگتر از $0/05$ ($p\text{-value} = 0/5425$) نشان از نرمال بودن اجزای خطای مدل داشته است. از این رو می توان پذیرفت که مفروضات اولیه رگرسیون برقرار بوده و نتایج مدل در تعیین اثرات قابل استناد است.

نتایج آزمون فرضیه دوم

به منظور آزمون رابطه بین تأمین مالی داخلی با سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت ها، معناداری ضریب تاثیر رگرسیونی تأمین مالی داخلی بر روی سرمایه گذاری بیشتر از حد شرکت ها مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان می دهد که سطح معناداری اثر تأمین مالی داخلی در مدل تحقیق کوچکتر از خطای $0/05$ بدست آمده ($p\text{-value} = 0/0201$) و نشان دهنده معناداری اثر تأمین مالی داخلی بر روی سرمایه گذاری بیشتر از حد بوده است. همچنین ضریب منفی ($\beta = -0/081506$) رگرسیونی این متغیر در مدل تحقیق نشان دهنده تاثیر گذاری معکوس تأمین مالی داخلی شرکت ها بر روی سرمایه گذاری بیشتر از حد بوده و از این رو فرضیه دوم تحقیق در سطح خطای $0/05$ مورد تایید قرار نگرفته است.

نتایج آزمون فرضیه سوم

به منظور آزمون فرضیه سوم تحقیق، از تخمین مدل رگرسیونی زیر بهره گرفته شده است.

$$\text{INV}(\text{OverInv}_{i,t} / \text{UndeInv}_{i,t}) = \beta_0 + \beta_1 \text{Intern}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{TobinQ}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t} + \beta_6 \text{EPS}_{i,t} + \beta_7 \text{CF}_{i,t} + \beta_8 \text{Top10}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول (۴-۶) جزئیات نتایج برازش مدل را نشان می دهد.

جدول ۴-۶: نتایج برآورد مدل فرضیه سوم

VIF	سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	متغیر توضیحی
1.041282	0.0000	- 5.153578	0.029529	-0.152181	تأمین مالی داخلی
1.007948	0.5427	- 0.609484	0.005070	-0.003090	اندازه
1.016018	0.0000	6.445057	0.002563	0.016518	فرصت رشد
1.044610	0.0344	- 2.125804	0.025467	-0.054138	بازده دارایی
1.011651	0.0932	- 1.684364	0.017013	-0.028656	اهرم مالی
1.011779	0.0249	- 2.255336	0.065331	-0.147342	سود هر سهم
1.025308	0.8709	- 0.162611	0.043553	-0.007082	جریان وجه نقد
1.022018	0.0066	- 2.736594	0.032796	-0.089750	مالکیت نهادی
-	0.0000	5.141052	0.100409	0.516206	مقدار ثابت
مشخصات مدل رگرسیونی					
7.830651	آماره تحلیل واریانس		0.159947		ضریب تعیین تعدیل شده
0.0000	معناداری مدل		2.026256		آماره دوربین واتسون
0.8661	معناداری بروش پاگان گادفری		0.485879		آماره بروش پاگان گادفری
0.7072	معناداری بروش گادفری		0.346799		آماره بروش گادفری
0.4804	معناداری جاک-برا		1.558146		آماره جاک-برا

نیکویی برازش مدل

با توجه به سطح معناداری آزمون تحلیل واریانس مدل که کوچکتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده، معناداری کلی مدل مورد تایید است و می توان ادعا نمود که مجموعه متغیرهای توضیحی مدل به طور معناداری قابلیت تبیین و کنترل تغییرات متغیر وابسته را دارند. ضریب تعیین تعدیل شده مدل گویای آن است که ۱۵/۹۹ درصد از تغییرات موجود در سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می گردد. به منظور بررسی تصریح الگوی رگرسیونی از آماره دوربین واتسون استفاده شد. آماره این آزمون که در بازه مقادیر تجربی ۱/۵ تا ۲/۵ بدست آمده (Durbin Watson = ۲/۰۲۶)، نشان از تصریح مناسب الگوی رگرسیونی دارد. همچنین مقادیر شاخص VIF

که در جهت سنجش عدم همخطی میان متغیرهای مستقل تحقیق محاسبه می شود، کوچکتر از مقدار بحرانی ۱۰ بدست آمده اند که نشان از عدم وجود همخطی شدید میان متغیرهای مستقل تحقیق دارد و از این رو می توان پذیرفت که دقت ضرایب تاثیر متغیرهای مستقل در مدل تحقیق، تحت تاثیر روابط درونی متغیرهای مستقل قرار نگرفته است.

سطح معناداری آزمون بروش پاگان گادفری بزرگتر از ۰/۰۵ (p-value = ۰/۸۶۶۱) بدست آمده که موید همسانی واریانس اجزای خطای مدل است. سطح معناداری آزمون بروش گادفری (p-value = ۰/۷۰۷۲) نیز بزرگتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده که نشان از تایید فرض صفر آماری در این مدل، مبنی بر استقلال جملات خطای مدل دارد. نتایج آزمون جاک-برا نیز با سطح معناداری بزرگتر از ۰/۰۵ (p-value = ۰/۴۸۰۴) نشان از نرمال بودن اجزای خطای مدل داشته است. از این رو می توان پذیرفت که مفروضات اولیه رگرسیون برقرار بوده و نتایج مدل در تعیین اثرات قابل استناد است.

نتایج آزمون فرضیه سوم

به منظور آزمون رابطه بین تأمین مالی داخلی با سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت ها، معناداری ضریب تاثیر رگرسیونی تأمین مالی داخلی بر روی سرمایه گذاری کمتر از حد شرکت ها مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان می دهد که سطح معناداری اثر تأمین مالی داخلی در مدل تحقیق کوچکتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده (p-value = ۰/۰۰۰) و نشان دهنده معناداری اثر تأمین مالی داخلی بر روی سرمایه گذاری کمتر از حد بوده است. همچنین ضریب منفی (beta = -۰/۱۵۲۱۸۱) رگرسیونی این متغیر در مدل تحقیق نشان دهنده تاثیر گذاری معکوس تأمین مالی داخلی شرکت ها بر روی سرمایه گذاری کمتر از حد بوده و از این رو فرضیه سوم تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ مورد تایید قرار گرفته است.

نتایج آزمون فرضیه چهارم

به منظور آزمون فرضیه چهارم تحقیق، از تخمین مدل های رگرسیونی زیر بهره گرفته شده است.

$$\begin{aligned} & \text{INV}(\text{OverInv}_{i,t}, \text{UndeInv}_{i,t}) \\ & = \beta_0 + \beta_1 \text{OC}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{TobinQ}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t} + \beta_6 \text{EPS}_{i,t} \\ & + \beta_7 \text{CF}_{i,t} + \beta_8 \text{Top10}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\ & \text{INV}(\text{OverInv}_{i,t}, \text{UndeInv}_{i,t}) \\ & = \beta_0 + \beta_1 \text{OC}_{i,t} + \beta_2 \text{Intern}_{i,t} + \beta_3 \text{Size}_{i,t} + \beta_4 \text{TobinQ}_{i,t} + \beta_5 \text{ROA}_{i,t} + \beta_6 \text{Lev}_{i,t} \\ & + \beta_7 \text{EPS}_{i,t} + \beta_8 \text{CF}_{i,t} + \beta_9 \text{Top10}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\ & \text{INV}(\text{OverInv}_{i,t}, \text{UndeInv}_{i,t}) \\ & = \beta_0 + \beta_1 \text{Intern}_{i,t} + \beta_2 (\text{OC}_{i,t} \times \text{Intern}_{i,t}) + \beta_3 \text{Size}_{i,t} + \beta_4 \text{TobinQ}_{i,t} + \beta_5 \text{ROA}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{Lev}_{i,t} + \beta_7 \text{EPS}_{i,t} + \beta_8 \text{CF}_{i,t} + \beta_9 \text{Top10}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

جدول (۷-۴) جزئیات نتایج برازش مدل را نشان می دهد.

جدول ۴-۷: نتایج برآورد مدل فرضیه چهارم

بیش اطمینانی*تأمین مالی داخلی		بیش اطمینانی و تأمین مالی داخلی		بیش اطمینانی		مدل
سطح معناداری	ضریب	سطح معناداری	ضریب	سطح معناداری	ضریب	متغیر توضیحی
0.6156	- 0.018849	0.0934	- 0.059167	-	-	تأمین مالی داخلی
-	-	0.0006	0.026911	0.0055	0.027928	بیش اطمینانی
0.0148	0.055286	-	-	-	-	بیش اطمینانی*تأمین مالی داخلی
0.0016	0.007465	0.0001	0.006633	0.003043	-2.73E-06	اندازه
0.0000	0.006057	0.0000	0.007073	0.001375	0.008430	فرصت رشد
0.0030	0.022942	0.0149	0.051841	0.016344	0.034296	بازده دارایی
0.0076	- 0.112567	0.0072	- 0.109121	0.034985	- 0.025514	اهرم مالی
0.0039	0.301022	0.0005	0.333056	0.071885	0.277861	سود هر سهم
0.7150	- 0.023988	0.6252	- 0.034898	0.051805	0.007012	جریان وجه نقد
0.4600	0.029455	0.0001	- 0.068856	0.024089	- 0.078142	مالکیت نهادی
0.0000	0.268954	0.0000	0.325612	0.043124	0.355037	مقدار ثابت
نیکویی برازش مدل						
0.333434		0.252463		0.226577		ضریب تعیین
1.972676		1.971143		1.982843		آماره دوربین واتسون
0.004103		0.000134		0.003310		معناداری مدل
0.6018		0.0840		0.1031		معناداری بروش پاگان گادفری
0.2431		0.2905		0.3119		معناداری بروش گادفری
0.2703		0.2905		0.3208		معناداری جارک-برا

نیکویی برازش مدل

با توجه به سطح معناداری آزمون تحلیل واریانس مدل که کوچکتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده، معناداری کلی مدل ها ($p\text{-value} = ۰/۰۰۳۳۱۰$ ، $p\text{-value} = ۰/۰۰۰۱۳۴$ و $p\text{-value} = ۰/۰۰۴۱۰۳$) مورد تایید است و می توان ادعا نمود که مجموعه متغیرهای توضیحی مدل به طور معناداری قابلیت تبیین و کنترل تغییرات متغیر وابسته را دارند. به منظور بررسی تصریح الگوی رگرسیونی از آماره دوربین واتسون استفاده شد. آماره این آزمون برای هر ۳ مدل این فرضیه در بازه مقادیر تجربی ۱/۵ تا ۲/۵ بدست آمده و نشان از تصریح مناسب الگوی رگرسیونی دارد. از این رو می توان پذیرفت که دقت ضرایب تاثیر متغیرهای مستقل در مدل تحقیق، تحت تاثیر روابط درونی متغیرهای مستقل قرار نگرفته است.

سطح معناداری آزمون بروش پاگان گادفری بزرگتر از ۰/۰۵ ($p\text{-value} = ۰/۱۰۳۱$)، $p\text{-value} = ۰/۰۸۴۰$ و $p\text{-value} = ۰/۶۰۱۸$ بدست آمده که موید همسانی واریانس اجزای خطای مدل است. سطح معناداری آزمون بروش گادفری ($p\text{-value} = ۰/۳۱۱۹$)، $p\text{-value} = ۰/۲۹۰۵$ و $p\text{-value} = ۰/۲۴۳۱$) نیز بزرگتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده که نشان از تایید فرض صفر آماری در این مدل، مبنی بر استقلال جملات خطای مدل دارد. نتایج آزمون جاک-برا نیز با سطح معناداری بزرگتر از ۰/۰۵ ($p\text{-value} = ۰/۳۲۰۸$)، $p\text{-value} = ۰/۲۹۰۵$ و $p\text{-value} = ۰/۲۷۰۳$) نشان از نرمال بودن اجزای خطای مدل داشته است. از این رو می توان پذیرفت که مفروضات اولیه رگرسیون برقرار بوده و نتایج مدل در تعیین اثرات قابل استناد است.

نتایج آزمون فرضیه چهارم

به منظور آزمون فرضیه چهارم تحقیق اثر متقابل بیش اطمینانی و تأمین مالی داخلی بر روی حجم سرمایه گذاری شرکت ها مورد آزمون قرار گرفته است. سطح معناداری این اثر در مدل تحقیق کوچکتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده ($p\text{-value} = ۰/۰۱۴۸$) و نشان از تاثیرگذاری متقابل این دو شاخص بر روی حجم سرمایه گذاری دارد. ضریب تاثیر متقابل این دو عامل در مدل تحقیق برابر با ۰/۰۵۵۲۸۶ و در جهت مثبت بدست آمده است. مقایسه این ضریب با مقدار تاثیر مستقیم تأمین مالی داخلی شرکت ها بر روی حجم سرمایه گذاری که در مدل تحقیق غیرمعنادار بدست آمده ($p\text{-value} = ۰/۶۱۵۶$) نشان می دهد که در شرکت های دارای بیش اطمینانی، اندازه اثر تأمین مالی داخلی بر روی حجم سرمایه گذاری قوی تر بوده است. چرا که عدم معناداری اثر مستقیم تأمین مالی داخلی بر روی حجم سرمایه گذاری شرکت نشان از صفر بودن اندازه اثر آن دارد. لذا در مقایسه با ضریب تاثیر غیر صفر آن ($\beta = ۰/۰۵۵۲۸۶$) در شرایطی که بیش اطمینانی وجود دارد، می توان نتیجه گرفت که مدیران دارای بیش اطمینانی، از طریق افزایش تأمین مالی داخلی بر حجم سرمایه گذاری می افزایند. از این رو فرضیه چهارم تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ مورد تایید قرار گرفته است.

پیشنهادات تحقیق

پیشنهادات مبتنی بر نتایج تحقیق

- ✓ با توجه به نتیجه فرضیه اول پژوهش مبنی بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیران با تأمین مالی داخلی به سرمایه گذاران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می شود بیش اطمینانی مدیر را مد نظر قرار دهند.
- ✓ با توجه به نتیجه فرضیه دوم و سوم پژوهش مبنی بر رابطه بین تأمین مالی داخلی با سرمایه گذاری بیش از حد و کمتر از حد به سرمایه گذاران برای انجام سرمایه گذاری های پربازده و مطمئن تر در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می شود سرمایه گذاری شرکت را مورد توجه قرار دهند؛ و همچنین نهادهای ناظر مالی مانند سازمان بورس و اوراق بهادار، سازمان حسابرسی و همچنین اعتباردهندگان در تصمیمات اعتباردهی، نسبت به تأمین مالی داخلی شرکت و استفاده از جریان نقد آزاد در پروژه های سرمایه گذاری، اطلاعات مناسبی کسب نمایند، چرا که بر اساس پژوهش حاضر تأمین مالی داخلی سبب اتخاذ تصمیمات نامناسب سرمایه گذاری توسط مدیران می شود.
- ✓ توجه نهادهای قانون گذار از جمله سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سازمان حسابرسی، جامعه حسابداران رسمی ایران به نتایج این پژوهش

پیشنهادات برای تحقیق های آینده

- ✓ مطالعات آتی می توانند شرکت ها را بر اساس صنعت، طبقه بندی نموده و نتایج بدست آمده با نتایج این پژوهش مقایسه گردد.
- ✓ بررسی مقایسه ای موضوع تحقیق حاضر، در نمونه های تفکیک شده بر اساس مراحل چرخه عمر (رشد، بلوغ و افول) شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- ✓ پیشنهاد می شود نقش تعدیل کنندگی نوع حسابرس بر موضوع حاضر مورد بررسی قرار گیرد.
- ✓ بررسی موضوع حاضر در شرکت های در مانده مالی و فرابورسی و مقایسه نتایج با پژوهش حاضر

منابع و مآخذ

- ابراهیمی، سید کاظم و احمدی مقدم، منصور، (۱۳۹۴)، تاثیر اهرم مالی و محافظه کاری شرطی بر ناکارایی سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه حسابداری مالی، ۷(۲۷): ۱۲۰-۱۰۲.
- ابراهیمی، سید کاظم و احمدی مقدم، منصور، (۱۳۹۴)، تاثیر اهرم مالی و محافظه کاری شرطی بر ناکارایی سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه حسابداری مالی، ۷(۲۷): ۱۲۰-۱۰۲.
- انواری رستمی، علی اصغر، تجویدی، الناز و جهانگرد، میثم، (۱۳۹۴)، تاثیر ساختار سرمایه و پاداش هیئت مدیره بر کارایی سرمایه گذاری، پژوهش های تجربی حسابداری، ۵(۱۸): ۱۲۹-۱۰۹.

- بروکز، کریس، مقدمه ای بر اقتصادسنجی مالی، ترجمه احمد بدری و عبدالمجید عبدالباقی، (۱۳۸۹)، تهران، نص.
- بروکز، کریس، مقدمه ای بر اقتصادسنجی مالی، ترجمه احمد بدری و عبدالمجید عبدالباقی، (۱۳۸۹)، تهران، نص.
- تهرانی، رضا و نوریخس، عسکر، (۱۳۸۵)، مدیریت سرمایه گذاری، تهران، نگاه دانش.
- تهرانی، رضا و نوریخس، عسکر، (۱۳۸۵)، مدیریت سرمایه گذاری، تهران، نگاه دانش.
- ثقفی، علی، معتمدی فاضل، مجید. (۱۳۹۰). رابطه میان کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه گذاری در شرکت های با امکانات سرمایه گذاری بالا. پژوهش های حسابداری مالی، ۳(۴)، ۱-۱۴.
- ثقفی، علی، بولو، قاسم و محمدیان، محمد، (۱۳۹۰)، کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد، مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، ۳(۶۱): ۶۳-۳۷.
- ثقفی، علی، بولو، قاسم و محمدیان، محمد، (۱۳۹۰)، کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد، مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، ۳(۶۱): ۶۳-۳۷.
- ثقفی، علی؛ عرب مازار یزدی، مصطفی. (۱۳۸۹). «کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه گذاری»، پژوهش های حسابداری مالی، ۴(۶). صص ۱-۲۰.
- جباری، حسین، رحمانی، حلیمه و وفاپور، محمدعلی، (۱۳۹۲)، تاثیر سیاست های تامین مالی بر هزینه نمایندگی، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۵(۱۹): ۱۷۲-۱۵۳.
- حسین نور حسینی نیاکای، (۱۳۹۲)، "رابطه ی حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه ی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، یازدهمین همایش ملی حسابداری ایران، مشهد.
- خدایی وله زاقرد محمد، یحیایی منیره (۱۳۸۹). "بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران" حسابداری مدیریت، تابستان ۱۳۸۹، دوره ۳، شماره ۵؛ از صفحه ۱ تا صفحه ۱۵.
- دارابی، رویا، زارعی، علی. (۱۳۹۶). تاثیر بیش اطمینانی مدیریت بر ریسک سقوط قیمت سهام: با تاکید بر نقش تعدیل کنندگی محافظه کاری حسابداری. دانش حسابداری مالی، ۴(۱)، ۱۲۱-۱۳۹.
- سرلک، نرگس، شیخ الاسلامی، فرامرز، ایزدپور، مصطفی. (۱۳۹۶). تاثیر توانایی مدیران بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های نوین در حسابداری و حسابرسی، ۳(۱)، pp. 73-77.
92. سلیمانی امیری، غلامرضا، گروه ای، پگاه. (۱۳۹۶). بررسی اثر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک. پیشرفت های حسابداری، ۹(۱)، ۹۹-۱۲۴. doi: 10.22099/jaa.2017.4213
- علی نژاد سارو کلایی، مهدی، صبحی، مریم. (۱۳۹۵). تاثیر بیش اعتمادی مدیران بر ساختار سرمایه. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۸(۳۱)، ۹۳-۱۰۹.

- فخاری، حسین و رسولی، شادی، (۱۳۹۲)، بررسی اثر محافظه کاری و کیفیت اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه گذاری، پژوهش های تجربی حسابداری، ۲(۸): ۸۱-۱۰۰.
- فخاری، حسین و رسولی، شادی، (۱۳۹۲)، بررسی اثر محافظه کاری و کیفیت اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه گذاری، پژوهش های تجربی حسابداری، ۲(۸): ۸۱-۱۰۰.
- فخاری، حسین، رضایی پسته نوئی، یاسر و نوروزی، محمد، (۱۳۹۵)، تاثیر افشای مسئولیت اجتماعی شرکت بر کارایی سرمایه گذاری، فصلنامه علمی پژوهشی راهبرد مدیریت مالی، ۴(۴): ۸۵-۱۰۶.
- فروغ نژاد، حیدر، مرادی جز، محسن، حیدری، حسین، (۱۳۹۵)، نقدشوندگی سهام، کارایی سرمایه گذاری و عملکرد شرکت: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، ۵(۱۸): ۱۷۹-۱۹۶.
- کازمی نوری، سیده، مهدی عربصالحی و هادی امیری، (۱۳۹۱) "تاثیر هزینه های نمایندگی و ذخایر نقدی بر رابطه ی میان اعتماد بنفیس بیش از حد مدیران ارشد و حساسیت سرمایه گذاری - جریان های نقدی"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی - دانشگاه پیام نور استان تهران.
- گجراتی دامودار، مبانی اقتصاد سنجی، ترجمه حمید ابریشمی، (۱۳۹۰)، چاپ پنجم، انتشارات دانشگاه تهران.
- گجراتی دامودار، مبانی اقتصاد سنجی، ترجمه حمید ابریشمی، (۱۳۹۰)، چاپ پنجم، انتشارات دانشگاه تهران.
- گودرزی، احمد و بابازاده شیروان، هانی، (۱۳۹۴)، بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهیها با کارایی سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مدیریت، ۸(۲۷)، ص ۱۱۷-۱۰۵.
- محسنی، عبدالرضا، قیصری، یوسف و سماواتی، حسین، (۱۳۹۴)، تاثیر اهرم مالی بر کارایی سرمایه گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس بین المللی پژوهش های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، کوالالامپور - مالزی، موسسه سرآمد کارین.
- محسنی، عبدالرضا، قیصری، یوسف و سماواتی، حسین، (۱۳۹۴)، تاثیر اهرم مالی بر کارایی سرمایه گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس بین المللی پژوهش های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، کوالالامپور - مالزی، موسسه سرآمد کارین.
- محمودآبادی، حمید و رجایی، سکینه، (۱۳۹۳)، ارزیابی رابطه بین هزینه نمایندگی و کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش حسابداری دانشگاه الزهرا (س)، ۴(۳): ۲۰۴-۱۸۵.
- مدرس، احمد و حصارزاده، رضا، (۱۳۸۷)، کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱(۲): ۸۵-۱۱۶.
- مدرس، احمد و حصارزاده، رضا، (۱۳۸۷)، کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱(۲): ۸۵-۱۱۶.

مدرس، احمد؛ حصارزاده، رضا. (۱۳۸۷). «کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۲. صص ۸۵-۱۱۶

مشایخی، بیتا، محمدپور، فرهاد، (۱۳۹۳)، کسبیت گزارشگری مالی سررسید بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری، فصلنامه علمی پژوهشی راهبرد مدیریت مالی، ۲(۴): ۱۴-۱.

مقدس، فرنوش، (۱۳۹۰)، تاثیر محدودیت های مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی- مالی، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه اصفهان.

مقدس، فرنوش، (۱۳۹۰)، تاثیر محدودیت های مالی بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی- مالی، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه اصفهان.

ملکیان، اسفندیار، یحیی کامیابی و سیده رقیه میرکاظمی، (۱۳۹۲)، "بررسی رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیران و محافظه کاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، یازدهمین همایش ملی حسابداری ایران، مشهد.

نوروش، ایرج و یزدانی، سیما، (۱۳۸۹)، بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشهای حسابداری مالی، ۲(۴): ۴۸-۳۵.

نوروش، ایرج و یزدانی، سیما، (۱۳۸۹)، بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشهای حسابداری مالی، ۲(۴): ۴۸-۳۵.

نوروش، ایرج و سیما یزدانی، (۱۳۸۹)، "بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله ی پژوهش های حسابداری، سال دوم، شماره دوم.

واعظ، سید علی و رشیدی باغی، محسن، (۱۳۹۳)، تاثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین محافظه کاری حسابداری و کارایی سرمایه گذاری، مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، ۳(۶۷): ۱۹۵-۱۶۷.

واعظ، سید علی و رشیدی باغی، محسن، (۱۳۹۳)، تاثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین محافظه کاری حسابداری و کارایی سرمایه گذاری، مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، ۳(۶۷): ۱۹۵-۱۶۷.

هاشمی، سیدعباس، صادقی، محسن و سروشیار، افسانه، (۱۳۸۹)، ارزیابی نقش کیفیت سود بر الگو، شیوه تأمین مالی و کارایی سرمایه گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری، ۲(۶): ۲۲-۱.

هاشمی، سیدعباس، صادقی، محسن و سروشیار، افسانه، (۱۳۸۹)، ارزیابی نقش کیفیت سود بر الگو، شیوه تأمین مالی و کارایی سرمایه گذاری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری، ۲(۶): ۲۲-۱.

هاشمی، عباس؛ صادقی، محسن؛ سروشیار، افسانه. (۱۳۸۹). «ارزیابی نقش کیفیت سود بر الگو، شیوه تأمین مالی و کارایی سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات حسابداری، ۶.

- Ahmed, A.S., Duellman, S., 2013. Managerial overconfidence and accounting conservatism. *J. Account. Res.* 51 (1), 1–30.
- Alicke, M.D., 1985. Global self-evaluation as determined by the desirability and controllability of trait adjectives. *J. Pers. Soc. Psychol.* (49), 1621–1630.
- Baker, M., Wurgler, J., 2000. The equity share in new issues and aggregate stock returns. *J. Finance* 55 (5), 2219–2257.
- Baron, R.M., Kenny, D.A., 1986. The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *J. Pers. Soc. Psychol.* 51 (6), 1173–1182.
- Barros, L.A.B., Silveira, A.D.M., 2007. Overconfidence, managerial optimism and the determinants of capital structure. *SSRN Electron. J.* <https://doi.org/10.2139/ssrn.953273>.
- Bates, T.W., 2005. Asset sales, investment opportunities, and the use of proceeds. *J. Finance* 60 (1), 105–135.
- Ben-David, I., Graham, J.R., Harvey, C.R., 2007. Managerial Overconfidence and Corporate Policies, Nber Working Papers. <https://doi.org/10.3386/w13711>.
- Brown, R., Sarma, N., 2007. CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions. *J. Econ. Bus.* 59 (5), 358–379.
- Camerer, C., Dan, L., 1999. Overconfidence and excess entry: an experimental approach. *Am. Econ. Rev.* 89 (1), 306–318.
- Deshmukh, S., Goel, A.M., Howe, K.M., 2013. CEO overconfidence and dividend policy. *J. Financ. Intermed.* 22 (3), 440–463.
- Doukas, J.A., Petmezas, D., 2007. Acquisitions, overconfident managers and self-attribution Bias. *Eur. Financ. Manag.* 13 (3), 531–577.
- Frank, M.Z., Goyal, V.K., 2003. Testing the pecking order theory of capital structure. *J. Financ. Econ.* 67 (2), 217–248.
- Freedman, L.S., Schatzkin, A., 1992. Sample size for studying intermediate endpoints within intervention trails or observational studies. *Am. J. Epidemiol.* 136 (9), 1148–1159.
- Goel, A.M., Thakor, A.V., 2008. Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. *J. Finance* 63 (6), 2737–2784.
- Graham, J.R., Harvey, C.R., 2001. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Nankai Bus. Rev.* 60 (2–3), 187–243.
- Hackbarth, D., 2003. Managerial traits and capital structure decisions. *J. Financ. Quant. Anal.* 43 (4), 843–881.
- Hall, S.C., 2002. Predicting financial distress. *J. Financ. Serv. Professionals.*
- Hao, Y., Liu, X., Lin, C., 2005. An empirical research on the general managerial overconfidence and investment decision for the listed companies. *Chin. J. Manag. Sci.* 5, 142–148.
- Hayward, M.L.A., Hambrick, D.C., 1997. Explaining the premiums paid for large acquisitions: evidence of CEO hubris. *Adm. Sci. Q.* 42 (1), 103–127.
- Heaton, J.B., 2002. Managerial optimism and corporate finance. *Financ. Manage.* 31 (2), 33–45.

- Hribar, B.P., Yang, H., 2011. CEO overconfidence and management forecasting. SSRN Electron. J. <https://doi.org/10.2139/ssrn.929731>.
- Huang, J., Kisgen, D.J., 2013. Gender and corporate finance: are male executives overconfident relative to female executives? *J. Financ. Econ.* 108 (3), 822–839.
- Hubbard, R.G., 1998. Capital-market imperfections and investment. *J. Econ. Lit.* 36 (1), 193–225.
- Jiang, F.X., Yin, Z.H., Su, F., Huang, L., 2009. Managerial background traits and corporate over-investment. *Manage. World* (1), 130–139.
- Landier, A., Sraer, D., Thesmar, D., 2009. Financial risk management: when does independence fail? *Am. Econ. Rev.* 99 (2), 454–458.
- Larwood, L., Whittaker, W., 1977. Managerial myopia: self-serving biases in organizational planning. *J. Appl. Psychol.* 62, 194–198.
- Li, Z.L., Zhao, H.P., Song, Y.F., 2009. Empirical research on managerial overconfidence and corporate financing behavior of pecking-order. *IEEE 16th International Conference on Industrial Engineering and Engineering Management*. pp. 1496–1500.
- Li, W.L., Xie, G.L., Hao, J.Y., 2014. The empirical study on the influence of managerial over-confidence on overinvest behavior. *J. Shanxi Finance Econ. Univ.* 10, 76–86.
- Malmendier, U., Tate, G., 2005. CEO overconfidence and corporate investment. *J. Finance* 60 (6), 2661–2700.
- Malmendier, U., Tate, G., 2008. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *J. Financ. Econ.* 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. *J. Finance* 66 (5), 1687–1733.
- March, J.G., Shapira, Z., 1987. Managerial perspectives on risk and risk taking. *Manage. Sci.* 33 (11), 1404–1418.
- Myers, S.C., 1984. The capital structure puzzle. *J. Finance* 39 (3), 575–592.
- Paredes, T.A., 2004. Too much pay, too much deference: Is CEO overconfidence the product of corporate governance? SSRN Electron. J. <https://doi.org/10.2139/ssrn.587162>.
- 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. *J. Corp. Financ.* 13 (4), 591–628.
- Richardson, Scott, 2006. Over-investment of free cash flow. *Rev. Account. Study* 11, 159–189.
- Roll, R., 1986. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *J. Bus.* 59 (59), 197–216.
- Schumpeter, J.A., 1942. Cost and demand functions of the individual firm. *Am. Econ. Rev.* 1.
- Shefrin, H., 2001. Behavioral corporate finance. *J. Appl. Corp. Finance* 14 (3), 113–124.
- Svenson, Ola, 1981. Are we all less risky and more skillful than our fellow drivers? *Acts Psycholog.* 143–148.

- Ting, I.W.K., Azizan, N.A.B., Qian, L.K., 2015. Upper echelon theory revisited: the relationship between ceo personal characteristics and financial leverage decision. *Procedia - Soc. Behav. Sci.* 195, 686–694.
- Vogt, S.C., 1994. The role of internal financial sources in firm financing and investment decisions. *Rev. Financ. Econ.* 4 (1), 1–24.
- Wang, X., Zhang, M., Yu, F.S., 2008. CEO overconfidence and distortion of firms' investments: some empirical evidence from China. *Nankai Bus. Rev.* 11 (02), 77–83.
- Wang, X., Zhang, M., Yu, F.S., 2009. Managerial overconfidence and over-investment: Empirical evidence from China. *Front. Bus. Res. China* 3 (3), 453–469.
- Wen, Z.L., Zhang, L., Hou, J.T., 2004. Testing and application of the mediating effects. *Acta Psychol. Sin.* 36 (5), 614–620.
- Xiao, F.L., Li, Y.X., Luan, Q.W., 2011. Managerial overconfidence and corporate financial decisions: an empirical study. *Sci. Res. Manag.* 32 (8), 151–160.
- Xin, Q.Q., Lin, B., Wang, Y.C., 2007. Government control, executive compensation and capital investment. *Econ. Res. J.* 8, 110–122.
- Yu, M.G., Xia, X.P., Zou, Z.S., 2006. The relationship between managers' overconfidence and enterprises' radical behavior in incurring debts. *Manage. World* 8, 104–112.
- Zhang, M., Wang, C.F., Jiang, F.X., 2010. Is the allocation of credit resources in China efficient? Empirical evidence from the view of Chinese listed companies 'investment efficiency. *South China J. Econ.* 28 (7), 61–71.

Investigating the Relationship between Managers' Uncertainty, Internal Financing and Investment Efficiency of Companies Listed in Tehran Stock Exchange

Senur Mohammad Aminzadeh¹

Ali Reza Mehrazin²

Azita Jahanshad³

Date of Receipt: 2022/03/27 Date of Issue: 2022/04/27

Abstract

The fact that people have cognitive biases when making decisions and cannot make completely rational decisions is the main issue of behavioral finance. One of the important cognitive biases is overconfidence. Various studies have shown that professionals and occupations that need to make decisions are more exposed to this bias. Overconfident managers impose high costs on shareholders by not investing properly, over-using cash within the company and not distributing it. Accordingly, the purpose of this study is to investigate the relationship between managers' overconfidence, domestic financing and investment efficiency of companies listed on the Tehran Stock Exchange. This research has been done by descriptive-correlation method and is an applied research. The statistical population of the research consists of companies listed on the Tehran Stock Exchange during the years 1391 to 1396, which have been active in the stock market throughout the research period and have been studied. The following four hypotheses were formulated in this study: 1) There is a direct and significant relationship between managers' overconfidence and internal financing. 2) There is a direct and significant relationship between domestic financing and over-investment. 3) There is a significant inverse relationship between domestic financing and underinvestment. 4) Overconfident managers increase the volume of investment by increasing domestic financing. The research findings confirm the above hypotheses.

Keywords

Management overconfidence, internal financing, investment efficiency

1. Master of Accounting, Electronic Branch of Islamic Azad University.

2. Department of Accounting, Neishabour Branch, Islamic Azad University, Neishabour, Iran.

3. Associate Professor, Department of Accounting, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.