

تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریت و تامین مالی داخلی بر کارایی سرمایه گذاری

روشنک کبیری^{۱*}

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۶/۲۴ تاریخ چاپ: ۱۳۹۸/۰۶/۲۶

چکیده

هدف این پژوهش نقش بیش اعتمادی مدیریت و تامین مالی داخلی بر کارایی سرمایه گذاری می باشد. این تحقیق، یک تحقیق تجربی در حوزه تحقیق‌های اثباتی حسابداری است که مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران است. این پژوهش از نظر رابطه بین متغیرها علی، از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش، توصیفی پیمایشی می‌باشد که در آن تأیید یا رد فرضیات از اطلاعات تاریخی شرکت‌ها و روش‌های آماری استفاده می‌شود. جامعه آماری این تحقیق مشتمل بر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ می‌باشد که تعداد نمونه ۱۱۲ شرکت که به روش حذفی از جامعه مورد نظر انتخاب شده است. همچنین در این تحقیق از روش داده‌های تابلویی جهت تخمین مدل استفاده شد. به دو روش توصیفی و استنباطی به تجزیه و تحلیل داده‌های به دست آمده، پرداخته شده است. در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از نرم افزار آماری Eviews استفاده شده است. نتایج استفاده از رگرسیون حداقل مربعات معمولی چنین نشان داد که بیش اعتمادی مدیریت بر کارایی سرمایه گذاری تأثیر معکوس و تامین مالی داخلی بر کارایی سرمایه گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارند.

واژگان کلیدی

بیش اعتمادی مدیریت، کارایی سرمایه گذاری، تامین مالی داخلی

^۱ دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور تهران، ایران

۱. مقدمه

سرمایه‌گذاری نقش مهمی در تضمین توسعه پایدار شرکت‌ها در رقابت بازار و ایجاد ارزش جدید برای سهامداران دارد. سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکتی توسط طیف گسترده‌ای از عوامل، از جمله اقتصاد کلی، سیاست‌های پولی کلان، بازارهای سرمایه، و عملیات‌های شرکت تعیین می‌شوند (ریچاردسون، ۲۰۰۶). عوامل مدیریتی، مانند نامعقول بودن مدیران، به خصوص در بازارهای مالی ناکارآمد و در شرکت‌ها با حاکمیت شرکتی ضعیف اهمیت دارد.

رول (۲۰۱۱) پیشنهاد کرد که اعتماد به نفس کاذب یک رفتار نامعقول معمول است و مدیران شرکت تمایل دارند آن را هنگام تصمیم‌گیری تجاری نشان دهند. مطالعات قبلی نشان داده‌اند که مدیرانی که بیش اعتمادی دارند تصمیمات سرمایه‌گذاری را اتخاذ می‌کنند که منجر به مشکلات سرمایه‌گذاری بیش از حد یا کمتر از حد می‌شود. با این حال، این مطالعات بر تاثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر ساختار سرمایه شرکتی، تامین مالی خارجی (تامین مالی جدید مالی و تامین مالی بدهی)، بلوغ بدهی و دیگر مسایل مالی شرکت تمرکز داشتند (لی و همکاران، ۲۰۰۹). اعتماد به نفس کاذب هیچ‌گاه در رابطه با منابع داخلی تامین مالی مورد مطالعه قرار نگرفته است. یکی از مهم‌ترین تصمیم‌های پیش روی مدیران واحد تجاری تصمیم‌های مربوط به تامین مالی است. تامین مالی یکی از اجزاء ضروری عملیات هر واحد تجاری است. اتخاذ سیاست‌های تامین مالی توسط مدیران، نقش بسزایی در ریسک و ایجاد ثروت برای سهامداران دارد. با این حال شناخت عوامل موثر بر تصمیم‌های تامین مالی مدیران از اهمیت بیشتری برخوردار است. عوامل زیادی بر تصمیم‌گیری تامین مالی مدیران واحد تجاری موثر است که این عوامل را می‌توان به دو دسته تقسیم کرد: دسته اول، عواملی که مرتبط هستند با ساختار شرکت مانند مشکلات نمایندگی، اندازه شرکت و درماندگی مالی و دسته دوم، عواملی که مرتبط هستند با ویژگی‌های رفتاری مدیران مانند محافظه‌کاری و اطمینان بیش از حد

با توجه به تیوری سلسله مراتبی (مایرز، ۱۹۸۴)، شرکت‌ها منابع مالی خود را بر پایه هزینه‌های خود اولویت‌بندی می‌کنند، بنابراین تامین مالی داخلی را ترجیح می‌دهند، و سپس بدهی را ترجیح می‌دهند و به عنوان آخرین راه برای افزایش دارایی جدید. مدیران با اعتقاد به نفس کاذب که بر این باورند که شرکت آن‌ها ارزش مالی خارجی به اندازه گران بودن را ندارد، به خصوص تامین مالی سرمایه. در نتیجه، آن‌ها اولویت‌های *pecking* برای تامین مالی داخلی بیش از بدهی و بدهی به سرمایه را نشان می‌دهند. مدیران شرکت از دیدگاه مالی رفتاری تمایل دارند که منابع مالی داخلی را نسبت به منابع دیگر انتخاب کنند زیرا آن‌ها کنترل بیشتری بر بودجه داخلی دارند.

بنابراین، اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر بهره‌وری پروژه‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه‌گذاری داخلی تاثیر می‌گذارد. اگر مدیران بیش اعتماد، بودجه داخلی کافی برای سرمایه‌گذاری داشته باشند و توسط بازار سرمایه یا مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی کنترل نشوند، آن‌ها به طور سیستماتیک بازگشت به پروژه‌های سرمایه‌گذاری را دست‌بالا می‌گیرند. با این حال، اگر سرمایه داخلی کافی نداشته باشند، مایل به صدور سهام جدید نیستند، زیرا آن‌ها سهام شرکت خود را کم‌تر از بازار درک می‌کنند. در نتیجه، آن‌ها سرمایه‌گذاری خود را مهار می‌کنند. اعتماد به نفس کاذب می‌تواند برای انحرافات سرمایه‌گذاری شرکتی به ویژه در یک بازار مانند ایران، که در آن حاکمیت موثر داخلی و مکانیزم‌های پایش خارجی به خوبی تثبیت نشده است، حساب کند.

درشرایطی که هیچ اصطکاک‌کی مثلا انتخاب ناسازگار یا هزینه‌های نمایندگی وجود ندارد، سرمایه‌گذاری ناکارا، صرف‌نظر کردن از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت است (کم سرمایه‌گذاری).

به‌علاوه سرمایه‌گذاری ناکارا شامل انتخاب پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی نیز می‌شود (بیش سرمایه‌گذاری). حداقل دو معیار نظری برای تعیین کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد: اولاً این‌که، اگر یک شرکت تصمیم به تامین مالی گیرد، هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی با آن انجام شود. برای مثال، مدیران ممکن است با انتخاب پروژه‌های نامناسب در جهت منافع خویش و یا حتی سوء استفاده از منابع موجود، اقدام به سرمایه‌گذاری ناکارا نمایند؛ دوم این‌که یک شرکت نیاز دارد به منظور تامین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع را جمع‌آوری نماید. در یک بازار کارا، همه پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت باید تامین

مالی شوند؛ هر چند بخش عمده‌ای از ادبیات موجود در حوزه مالی نشان داده است که محدودیت‌های مالی، توانایی مدیران را برای تأمین مالی محدود می‌سازد، زیرا شرکت‌های مواجه با محدودیت مالی ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تأمین مالی، از قبول و انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت صرف نظر نمایند که این کار به کم سرمایه‌گذاری منجر می‌شود.

از این رو محقق در نظر دارد به این سوال پاسخ دهد که آیا بین اعتماد به نفس بیش از حد، تامین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری چه رابطه‌ای وجود دارد؟

مدیران شرکت‌ها، با شناخت عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری و با به‌کارگیری آنها در رسیدن به سطح سرمایه‌گذاری بهینه، می‌توانند نهایت بازدهی را ایجاد کنند تا هم فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری را از دست ندهند و هم رضایت سهامداران را جلب نمایند اما بازارهای ناکارا دارای نواقصی هستند که می‌تواند سطح سرمایه‌گذاری بهینه شرکت را تحت تأثیر قرار داده و در نهایت، به فرآیند "بیش سرمایه‌گذاری" و یا "کم سرمایه‌گذاری" منتهی شود. فرضیه بیش و کم سرمایه‌گذاری بیان می‌کند شرکت‌هایی که کمتر از سطح بهینه سرمایه‌گذاری کنند، از مشکل کم سرمایه‌گذاری و شرکت‌هایی که بیشتر از سطح بهینه سرمایه‌گذاری کنند، از مشکل بیش سرمایه‌گذاری آسیب می‌بینند؛ لذا شناخت عوامل مهم و تأثیرگذار بر سطح سرمایه‌گذاری‌ها، در ارزیابی، شناسایی و تعیین سطح بهینه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، بسیار حائز اهمیت است لازم به ذکر است تاکنون در پژوهش‌های داخلی خوش بینی مدیریت به عنوان یکی از عوامل تأثیرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاران مورد بررسی قرار گرفته است اما در این پژوهش اعتماد به نفس بیش از حد از دید حسابداری و مدیریت مورد بررسی قرار گرفته است و رابطه آن با متغیرهای تامین مالی داخلی و کفایت سرمایه مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

پژوهش حاضر با شناخت و بررسی تعامل بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت، تامین مالی داخلی و کفایت سرمایه، مبانی کاربردی برای مدیریت، دولت و بازیگران بازار سرمایه شامل سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل و.... در جهت بررسی و توجه بیشتر نسبت به تعامل بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت با دیگر متغیرها را فراهم خواهد نمود. بدیهی است که به دنبال انجام هر تحقیقی تلاش بر این است نتایج به دست آمده مورد استفاده علاقه‌مندان قرار بگیرد تا در اتخاذ تصمیمات کارا و مؤثر باشد، لذا این تحقیق نیز مستثنی از این امر نخواهد بود. از طرف دیگر نتایج تحقیقات برای خود مدیران شرکت‌ها نیز قابل توجه خواهد بود تا نتایج مثبت بیشتری را رقم بزنند و در نهایت به بهبود عملکرد شرکتها منجر شود.

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

کرامر و لئو^۱ (۲۰۱۸) در پژوهشی با استفاده از معیارهای اندازه‌گیری اعتمادبه‌نفس بیش از حد مل مندر و تیت در رابطه با زمان اعمال اختیارات معامله در دست مدیریت، به بررسی تأثیر اعتمادبه‌نفس بیش از حد مدیران بر دیدگاه تحلیل گران پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد، تحلیل گران، سودهای شرکت‌هایی که دارای مدیران با اعتمادبه‌نفس بالا هستند را خوش‌بینانه تلقی می‌کنند.

هوانگ و همکاران^۲ (۲۰۱۸)، در پژوهشی به بررسی تأثیر اعتمادبه‌نفس بیش از حد مدیران بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی و همچنین بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رابطه مذکور پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که به طور میانگین اعتمادبه‌نفس بیش از حد مدیران باعث افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی می‌شود و در شرکت‌هایی که هزینه نمایندگی بالاتری دارند این تأثیر به میزان قابل توجهی بیشتر است.

فیرچیلد^۳ (۲۰۱۷) در پژوهشی تحت عنوان "اعتمادبه‌نفس بیش از حد مدیریتی، مسئله نمایندگی، تصمیمات مالی و عملکرد شرکت" بیان می‌کند که یک مدیر با اعتمادبه‌نفس بیش از حد، توانایی‌های خود را بیش از حد واقع، و محدودیت‌های مالی را کمتر از واقع

¹ Cramer & Iiv

² Hoang

³ Fier Child

در نظر می‌گیرد. بررسی‌های وی مشخص نمود که با در نظر گرفتن عامل مسئله نمایندگی در حالت کم کاری مدیریت، یک رابطه مثبت میان اعتماد به نفس مدیریتی و اهرم بدهی شرکت وجود دارد.

مل مندیرو و همکاران^۴ (۲۰۱۶)، در بررسی رفتار مدیران دریافته‌اند که خصوصیات شخصی آنها علی‌الخصوص اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی، ممکن است منجر به انحرافات در تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت شود، و این مدیران خوش بین به طور معنی‌داری حساسیت سرمایه‌گذاری بیشتری به جریان‌های نقدی آزاد به ویژه در شرکت‌های سهامی دارند. نتایج آن‌ها همچنین نشان داد که مدیران با اعتماد به نفس بیش از اندازه تأمین مالی از طریق بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند.

اخولم و پاسترناک^۵ (۲۰۱۵)، در پژوهشی با عنوان "اعتماد به نفس بیش از اندازه و حجم سرمایه‌گذاری" به بررسی رابطه میان رفتار سرمایه‌گذاران و ظرفیت سرمایه‌گذاریشان در کشور فنلاند پرداختند. روش کار به این شکل بود که سرمایه‌گذاران در برابر واکنش به اخبار جدید مثبت و منفی مورد آزمایش قرار گرفته و عکس‌العمل آنها در جهت‌های مثبت و منفی از دیدگاه ظرفیت و آستانه سرمایه‌گذاری مورد تحلیل قرار گرفت. یافته‌های این پژوهش نشان داد که سرمایه‌گذاران جزئی‌تر و با اعتماد به نفس بالاتر، آسیب بیشتری از رفتارهای سرمایه‌گذاریشان می‌بینند. در پایان آن‌ها با جمع‌آوری نتایج حاصله به این باور دست یافتند که رفتار سرمایه‌گذار با اندازه و حجم سرمایه‌گذاری تغییر کرده و از آن متأثر است.

ریچاردسوندر^۶ (۲۰۱۴) پژوهشی دریافت که سرمایه‌گذاری به میزانی بیش از حد بهینه، در شرکت‌های دارای سطوح بالای جریان‌های نقد آزاد بیشتر است. همچنین وی طی بررسی رابطه ساختار نظام راهبری شرکت و سرمایه‌گذاری بیش از حد بهینه جریان‌های نقد آزاد، دریافت که برخی از ساز و کارهای نظام راهبری شرکت باعث کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد بهینه می‌گردد.

هیتون^۷ (۲۰۱۳) تلاش کرد تا مدلی برای بررسی فرآیند تصمیم‌گیری مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد، بدون در نظر گرفتن هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی ارائه نماید. یافته‌های پژوهش وی نشان می‌دهد که مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد تحت این باور که بازار ارزش پروژه‌های شرکت را کمتر از واقع تخمین می‌زند و هزینه‌های تأمین مالی خارجی بسیار بالا خواهد بود، حساسیت سرمایه‌گذاری خود را نسبت به جریان‌های نقدی آزاد، افزایش خواهند داد. همچنین مدیران خوش بین، اغلب جریان‌های نقدی را بیشتر از واقع پیش‌بینی می‌کنند در نتیجه فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت نیز بیش از واقع ارزش‌گذاری خواهد شد.

باقری و رضانی (۱۳۹۷) پژوهشی تحت عنوان آزمون مدل تاثیرگذاری روش‌های تأمین مالی داخلی و خارجی بر بازده کل واقعی سهام انجام دادند جامعه این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده منتخب گروه صنعت شیمیایی و نفتی، کک و سوخت هسته ای (۳۹ شرکت نمونه از ۴۳ شرکت این گروه) طی دوره زمانی ۹۴-۱۳۹۰ در بازار بورس و اوراق بهادار تهران با رویکرد اقتصادسنجی داده‌های تابلویی می‌باشد. لذا ابتدا ضمن بیان کلیات تحقیق و مبانی نظری مرتبط با تأمین مالی و روش‌های داخلی و خارجی آن به بررسی پیشینه تحقیق (مطالعات داخلی و خارجی) پرداختیم. در گام بعدی تصریح و برآورد مدل تحقیق بر اساس آزمون‌های تشخیصی مربوطه به روش اثرات ثابت انجام گرفت که 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) شرکت‌های تحت بررسی بدست آمد بطوریکه تمام فرضیه‌های تحقیق را می‌توان پذیرفت. در پایان نیز پیشنهاداتی مبتنی بر نتایج تحقیق در کنار پیشنهاداتی برای مطالعات آتی ارائه شده است.

⁴ Malmendir

⁵ Ekholm & Pasternak

⁶ Richardsonder

⁷ Hitoun

عرب صالحی و همکاران (۱۳۹۶) پژوهشی تحت عنوان بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه گذاری - جریان های نقدی انجام دادند بدین منظور، نمونه ای شامل ۱۰۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ مطالعه شده است. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می دهد که در دوره زمانی مورد بررسی، اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد باعث افزایش حساسیت سرمایه گذاری - جریان های نقدی شده است.

موسوی و آقابابایی (۱۳۹۶) پژوهشی تحت عنوان تأثیر اطمینان بیش از حد بر رفتار سرمایه گذاران: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند در این پژوهش ضمن اندازه گیری جنبه های مختلف اطمینان بیش از حد سرمایه گذاران (برآورد غلط، توهم کنترل، خوش بینی نسبت به آینده، اثر بهتر از متوسط، پیش بینی نوسانات آتی)، ارتباط آن با حجم معاملات، دفعات سفارش و بازده افراد حقیقی آزمون شده است. نتایج به دست آمده از تحلیل پرسشنامه و معیارهای عملکرد معاملات معامله گران حقیقی نشان می دهد که میان دفعات سفارش فرد و اطمینان بیش از حد در سطح اطمینان ۹۹ درصد ضریب همبستگی ۰/۷۴۷ وجود دارد. هم چنین بین حجم سفارشات فرد و اطمینان بیش از حد در سطح اطمینان ۹۹ درصد ضریب همبستگی ۰/۶۹۵ وجود دارد. ارتباط میان اطمینان بیش از حد و بازده در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار نگیرد.

علی نژاد ساروکلایی (۱۳۹۵) پژوهشی تحت عنوان تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر ساختار سرمایه انجام دادند در این راستا از میان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش انتخاب هدفمند ۶۲ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند. برای آزمون فرضیه ها از روش رگرسیون چند متغیره و روش گشتاور تعمیم یافته استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش حاکی از این است که میزان بیش اعتمادی مدیران تأثیری بر ارزش دفتری ساختار سرمایه ندارد، این در حالی است که در این پژوهش تأثیر بیش اعتمادی بر روی ارزش بازار ساختار سرمایه مشاهده شد.

۳. روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، از دسته کاربردی به شمار می رود و از نظر روش، پژوهش توصیفی مبتنی بر تحلیل رگرسیونی است که در آن، از تحلیل داده های ترکیبی و ادغام استفاده خواهد شد. مدل رگرسیونی این پژوهش به شرح زیر می باشد

$$\text{Investment}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Confidence}_{i,t-1} + \beta_2 \text{DF}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Age}_{i,t} + \beta_4 \text{Size}_{i,t} + \varepsilon$$

که در آن

DF: تامین مالی داخلی

Investment: کارایی سرمایه گذاری

Confidence: بیش اعتمادی مدیریت

Age: سن شرکت

Size: اندازه شرکت

متغیرهای پژوهش

اعتماد به نفس بیش از حد (Confidence)

به منظور محاسبه این متغیر از معیار زیر استفاده خواهد شد (چهارمحالی و زاهدی، ۱۳۹۶).

مخارج سرمایه ای: به عنوان یک متغیر مجازی در نظر گرفته می شود بدین صورت که اگر نسبت سرمایه گذاری (خالص وجوه پرداختی برای خرید دارایی های ثابت و سایر سرمایه گذاری های مندرج در صورت گردش وجوه نقد) بر دارایی های سال قبل در یک شرکت و در آن سال بیش تر از متوسط نسبت مذکور در صنعت مربوط به آن شرکت باشد مقدار متغیر در آن سال ۱ و در غیر اینصورت عدد ۰ را به خود اختصاص می دهد (چهارمحالی و زاهدی، ۱۳۹۶).

کارایی سرمایه گذاری (investment)

$$\text{Invest} = \beta_0 + \beta_1 \text{SalesGrowth} + \varepsilon$$

که در آن:

invest: بازده سرمایه گذاری

Sales Growth: نرخ تغییر در فروش شرکت نسبت به سال قبل

ε: عبارت است از سرمایه گذاری بیشتر یا کمتر از حد

لازم به ذکر است که برای اندازه گیری کارایی سرمایه گذاری از مقادیر باقی مانده مدل فوق قدر مطلق گرفته و سپس در ۱- ضرب می کنیم.

تامین مالی داخلی (DF)

در این پژوهش تامین مالی داخلی با استفاده از:

سود انباشته تقسیم بر داراییها به دست خواهد آمد.

متغیرهای کنترلی

lev: از طریق نسبت کل بدهی به کل دارایی به دست خواهد آمد.

Size: از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی ها به دست خواهد آمد.

در این تحقیق برای جمع آوری اطلاعات و داده ها از روش کتابخانه ای استفاده شده است. در گام اول، مبانی نظری و پیشینه تحقیق عمدتاً از مقالات متعدد اخذ شده از اینترنت و نیز کتاب ها و مجلات تخصصی فارسی و انگلیسی جمع آوری شد. سپس به منظور جمع آوری داده های مورد نیاز، اطلاعات منعکس شده در صورت های مالی در قالب داده های نرم افزار تدبیر پرداز و سایت کدال استفاده خواهد شد.

۴. یافته های پژوهش

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آنها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. آمار توصیفی به محاسبه پارامترهای جامعه می پردازد و شامل شاخص های مرکزی و پراکندگی جامعه و ... می باشد. در جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش شامل میانگین، میانه، بیشینه، کمینه، انحراف معیار و ... آورده شده است.

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
مخارج سرمایه ای	۰/۲۲۶۵	۰/۱۷۵۲	۱	۰	۰/۵۷۲۸
کارایی سرمایه گذاری	-۰/۱۸۴۲	-۰/۵۲۱۲	-۰/۰۰۰۳	-۰/۹۳۷	۰/۲۹۰۱
تامین مالی داخلی	۱/۱۰۲	۱/۲۱۴۶	۳/۲۵۰۶	۰/۲۷۱۴	۰/۳۰۲۹
اندازه شرکت	۱۳/۲۳۲	۱۲/۹۹۵۸	۲۵/۲۹۲	۷/۲۵۵	۳/۴۶۰۵
اهرم مالی	۰/۶۲۳۱	۰/۶۲۱۰	۰/۹۹۶۷	۰/۱۸۳۶	۰/۱۳۴

جدول (۲) نتایج آزمون انتخاب روش تلفیقی یا ترکیبی

نتایج آزمون هاسمن			لیمر (F) نتایج آزمون		
نتیجه آزمون	p-value	آماره chi2	نتیجه آزمون	p-value	آماره
مدل اثرات ثابت مناسب است	۰/۰۰۰۰	۷۹/۳۸۲۶	رد می شود H_0 (روش داده‌های ترکیبی انتخاب می‌شود)	۰/۰۰۰۰	۲۶/۳۱۰۳۳

همان‌گونه که در جدول شماره (۲) دیده می‌شود در سطح اطمینان ۹۵ درصد، در هر ۳ مدل پژوهش فرض صفر آزمون رد شده است، بنابراین باید از روش داده‌های ترکیبی استفاده نمود. آزمون هاسمن از معیار کای-دو استفاده می‌کند و در صورتی که احتمال آماره آزمون بیش از ۰/۰۵ باشد، در سطح معنی داری ۹۵ درصد میتوان اثرات تصادفی را به اثرات ثابت ترجیح داد در غیر این صورت، اثرات ثابت انتخاب می‌شود. به بیان دیگر، در آزمون هاسمن، رد فرضیه صفر بیانگر استفاده از اثرات ثابت است.

نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

- بیش اعتمادی مدیریت بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر معناداری دارد.
- تامین مالی داخلی بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر معناداری دارد.

جدول (۳) خلاصه نتایج آماری آزمون مدل اول

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری	VIF
C	۰/۱۰۱۲	۰/۰۶۴۵	۱/۵۶۹۹	۰/۱۱۷۳	NA
بیش اعتمادی	-۰/۱۸۹۳	۰/۰۳۱۴	-۶/۰۱۲۹	۰/۰۰۰۰	۱/۸۲۸۴۶۳
تامین مالی داخلی	۰/۳۱۹۳	۰/۱۷۸۴	۱/۷۹۰۱	۰/۰۷۴۲	۱/۱۰۷۴۰۴
اندازه شرکت	۰/۰۷۶۵	۰/۰۸۷۹	۰/۸۷۰۲	۰/۳۸۴۷	---
اهرم مالی	-۰/۰۰۵۷	۰/۰۱۰۵	-۰/۵۴۱۷	۰/۵۸۸۳	۴/۲۶۳۵۷۴
آماره F (سطح معنی داری) (۰/۰۰۰۰۰)	۹۵۸/۸۷۵۷		آماره دوربین واتسون		۱/۸۲۵۱۶۸
ضریب تعیین	۰/۹۹۶۵۶۸		ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۹۹۵۵۲۹

ضریب برآوردی متغیر بیش اعتمادی مدیریت در جدول بالا نشان‌دهنده رابطه منفی این متغیر با کارایی سرمایه گذاری است. این رابطه در سطح خطای ۹۵ درصد معنادار است، زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر تحقیق، کمتر از ۰/۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت که بین بیش اعتمادی مدیریت و کارایی سرمایه گذاری در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه منفی و معناداری وجود دارد. زیرا مدیران بیش اعتماد تمایل بیشتری به بیش سرمایه گذاری دارند و با افزایش بیش اعتمادی، کارایی کاهش پیدا می‌کند.

ضریب برآوردی متغیر تامین مالی داخلی در جدول بالا نشان‌دهنده رابطه مثبت این متغیر با کارایی سرمایه گذاری است. این رابطه در سطح خطای ۰/۵٪ معنادار است، زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر تحقیق، کمتر از ۰/۵ درصد بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت که بین تامین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بنابراین تامین مالی داخلی بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر دارد.

۵. بحث و نتیجه گیری

بی‌شک مسئله سرمایه‌گذاری یکی از مهمترین وظایف مدیران شرکت می‌باشد. در صورتی که مدیران بتوانند به درستی فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش (طرح‌های با ارزش فعلی خالص مثبت) در بازار را تشخیص دهند و به میزان مناسب در هر یک از آنها سرمایه‌گذاری نمایند، در نهایت این امر سبب رشد شرکت شده و ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت (تهرانی و حصارزاده، ۱۳۸۸: ۵۹). میزان جریان‌های نقدی شرکت به دلیل هزینه سرمایه کمتر نسبت به تامین مالی خارجی و همچنین کنترل

بیشتر مدیران بر آن، تأثیر زیادی بر میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت دارد. پژوهش‌های انجام شده نشان می‌دهد که میزان سرمایه‌گذاری شرکت علاوه بر ویژگی‌های شرکت و شرایط بازار، تحت تأثیر خصوصیات فردی مدیران نیز قرار دارد. در سال‌های اخیر مطالعات زیادی در این زمینه انجام پذیرفته که نشان می‌دهد مدیران همواره به صورت کاملاً عقلایی رفتار نکرده و تحت تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد و خوش‌بینی‌های مفرط ممکن است تصمیماتی غیر عقلایی اتخاذ کنند که تأثیری مهم بر فعالیت‌های مالی شرکت، علی‌الخصوص بحث سرمایه‌گذاری دارد. لذا نتایج این پژوهش نشان داد که بیش اعتمادی مدیریت و تامین مالی داخلی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد. یعنی به هر میزانی که بیش اعتمادی مدیریت افزایش یابد، کارایی سرمایه‌گذاری نیز افزایش خواهد یافت و همچنین به هر میزانی که تامین مالی داخلی بیشتر شود، کارایی سرمایه‌گذاری نیز افزایش خواهد یافت.

با توجه به تأثیر عوامل رفتاری در تصمیمات مدیران در فرضیه اول موضوع بیش اعتمادی مدیران و بیش سرمایه‌گذاری بررسی شد طبق نتایج مطالعات که در بخش پیشینه پژوهش مطرح شدند، انتظار بر این بود که مدیران بیش اعتماد تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری و جوجه نقد داخل شرکت داشته و تمایلی به توزیع سود نقدی نداشته باشند. هنگامی که منابع و جوجه نقد داخلی کافی است، آنها گرایش به سرمایه‌گذاری بیش از حد و هنگامی که منابع داخلی به میزان کافی نباشد، گرایش به سرمایه‌گذاری ناچیزی دارند. یافته‌های مربوط به فرضیه دوم پژوهش نیز گواه همین مطلب است و می‌توان بیان نمود که در بورس اوراق بهادار تهران، مدیران بیش اعتماد گرایش به بیش سرمایه‌گذاری دارند. با توجه به اینکه در محیط‌های نامطمئن مدیران بیش اعتماد بعنوان تصمیم‌گیرندگان نهایی سرمایه‌گذاری در سطح پایینی از قضاوت و تصمیم‌گیری قرار داشته، بنابراین درک مناسبی نسبت به شرایط و اوضاع اقتصادی ندارند و تلاطم و نوسانات تورم را در نظر نمی‌گیرند. نتایج یافته‌های پژوهش صورت گرفته با پژوهش‌های انجام گرفته توسط وانگ و همکاران (۲۰۱۰) همخوانی دارد. سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی که به دنبال حداکثر کردن ثروت خود هستند، با شناخت بهتر از بازار سرمایه و اثر بیش اعتمادی سایر متغیرهای بررسی شده (اهرم مالی و اندازه شرکت) بر سرمایه‌گذاری در این بازار تصمیم مناسب را خواهند گرفت.

۶. منابع و مآخذ

۱. تهرانی، رضا و رضا حصارزاده. (۱۳۸۸). تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری، *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ش ۳، صص ۶۷-۵۰.
۲. زراء نژاد، منصور و ابراهیم انواری. (۱۳۸۴). کاربرد داده‌های ترکیبی در اقتصاد سنجی، *فصلنامه بررسی‌های اقتصادی*، ش ۴، صص ۵۲-۲۱.
۳. عرب صالحی، مهدی و مجید اشرفی. (۱۳۹۰). نقش ذخایر نقدی در تعیین حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ش ۳، صص ۹۴-۷۵.
۴. گجراتی، دامودار. (۱۳۸۸). *مبانی اقتصاد سنجی*، ترجمه: حمید ابریشمی، انتشارات دانشگاه تهران، چاپ هفتم.
۵. هاشمی، سیدعباس؛ محسن صادقی و افسانه سروش یار. (۱۳۸۹). ارزیابی نقش کیفیت سود بر الگو، شیوه تامین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ش ۶، صص ۱۰۱-۸۶.
- 6- Baker, M., Ruback, R., and Wurgler, J. (2007). Behavioral Corporate Finance. *Handbook of corporate finance: Empirical corporate finance*, Vol 1, Pp 89-145.
- 7- Biddle, G., Hilary, G., and Verdi, R. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, Vol 48, No 1, Pp 112-131.
- 8- Biddle, G., Hilary, G. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. *The Accounting Review*, Vol 81, Pp 963-982.
- 9- Cooper, A.C., Woo, C., & Dunkelberg, W., (1988). Entrepreneurs perceived chances for success. *Journal of Business Venturing*, Vol 3, Pp 97-108.

- 10- Ekholm, A., and Pasternake, D. (2007). Over confidence and investor Size. *European financial management*. Vol 14, No 1, Pp 82–98. doi: 10.1111/j. 1468-036X.00405.x.
- 11- Fazzari, S., Hubbard, R. G., and Petersen, B. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brooking Papers on Economic Activity*. Vol 19, Pp 141-195.
- 12- Fairchild, R. (2009). Managerial Overconfidence, Moral Hazard Problems, and Excessive Life-cycle Debt Sensitivity. *Investment Management and Financial Innovations*, Vol 6, N 3, Pp 35-42.
- 13- Guariglia, A and J, Yang. (2012) Is Investment Inefficiency Caused by Financial Constraints or Agency Costs? Evidence from Chinese Firms. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1928021> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1928021>.
- 14- Hayward, M.L.A., and Hambrick, D.C. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: evidence of CEO hubris. *Administrative Science Quarterly*. Vol 42, Pp 103–127.
- 15- Heaton, J.B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, Vol 31, Pp 33–45.
- 16- Hubbard, R. (1998). Capital-Market Imperfections and Investment. *Journal of Economic Literature*, Vol 36, No 1, Pp 193-225.
- 17- Huang, W., Jiang F., Liu, Z., and Zhang M. (2011). Agency cost, top executives' overconfidence, and investment-cash flow sensitivity- Evidence from listed companies in China. *Pacific- Basin Finance Journal*. Vol 19, Pp 261-277.
- 18- Jiang, F., Zhang, M., Lu, Z., and Chen, C. (2009). Managerial Overconfidence, Firm Expansion and Financial distress. *Economic Research Journal*. 1,131-143.
- 19- Kramer, L.A and Liao, C.M. (2012). The Cost of False Bravado: Management Overconfidence and its Impact on Analysts' Views. *North American Finance Conference*.
- 20- Lin, Y., Hu, S. and Chen, M. (2005). Managerial optimism and corporate investment: some empirical evidence from Taiwan. *Pacific- Basin Finance Journal*. Vol 13, Pp 523-546.
- 21- Malmendier, U., and Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*. Vol 89, Pp 20-43.
- 22- Malmendier, U., and Tate, G. (2005). Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence. *European Financial Management*. Vol 11, No 5, Pp 649-659.
- 23- Morgado, A., and Pindado, J. (2003). The Underinvestment and Overinvestment Hypotheses: an Analysis Using Panel Data. *European Financial Management*. Vol 9, Pp 163-177.
- 24- Park, Ch., & Kim, H. (2009). The Effect of Managerial Overconfidence on Leverage. *International Business & Economics Research Journal*. Vol 8, No 12, Pp 115-126.
- 25- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*. Vol 11, Pp 159–189.
- 26- Skala, D. (2008). Overconfidence in psychology and finance - an interdisciplinary literature review. *Bank i Kredyt*. Pp 33-50.
- 27- Verdi, R. S. (2006). Financial reporting quality and investment efficiency. *Dissertations available from. ProQuest. Paper AAI3246251*.

The impact of overconfidence of management and internal financing on investment efficiency

Roshanak Kabiri¹

Date of Receipt: 2019/09/15 Date of Issue: 2019/09/17

Abstract

The purpose of this study is to investigate the role of trust management and internal financing on investment efficiency. This research is an empirical research in the field of PAS based on the actual financial statements of companies listed in Tehran Stock Exchange. This research is an applied, applied, and descriptive survey in terms of the causal relationship between the variables, in which the historical information of companies and statistical methods are used to confirm or reject assumptions. The statistical population of this research consists of the companies listed in Tehran Stock Exchange during the period 2013 to 1396 with a sample of 112 companies selected from the target population. In this study, panel data method was used to estimate the model. Descriptive and inferential methods are used to analyze the obtained data. In this study Eviews statistical software was used to test the hypotheses. The results of using ordinary least squares regression showed that management's confidence in investment efficiency had a positive and significant effect on investment efficiency and internal financing.

Key words:

Overconfidence of management, investment efficiency, internal financing

1. Graduate Student, Accounting Department, Payam Noor University, Tehran, Iran