



Management Over-Confidence, Internal Financing and Investment Efficiency

*Mojtaba Safipour Afshar**

*Leila Raeisi***

Abstract

Objective: One of the most important decisions managers should take and one of the crucial components of every business unit operation is financing. Managers have the control over choosing the resource of financing and compared with external financing, internal financing is much easier for them. Choosing the optimal financing policy by managers plays an important role in risk and wealth creation for shareholders. Manager's over confidence is an important behavioural characteristic that affect the way managers invest, finance and decide on dividend policies. Managers prefer internal financing over external financing because they have more control on internal resources and then, when this is combined with risk-taking behavior of over confident managers they can affect the investment efficiency since they may stray from the optimal level of investment. On the other hand, if managers feel that corporate governance mechanisms constraint them or they have insufficient internal resources for investing, they may be reluctant to invest. The purpose of this study is to investigate the relationship between management over-confidence, internal financing and investment efficiency.

Method: This is an applied research and it is a quasi-empirical research and its methodology is post-event research. This research investigates the real data of firms listed on Tehran Stock Exchange (TSE) and because of that its results are generalizable to the research population. In this research we have used systematic elimination method to chose the research sample. In order to test the research hypothesis, time priod of 2012 to 2018 were chosen and the multivariate regression model by combined data method was used obtain the results. Data from 188 firms were analyzed and we used Microsoft Excel and Eviews version 9 to analyze the data and extract research results.

Results: The results of testing research hypotheses show that there is a negative significant relationship between internal financing and investment efficiency. It can be said that the benefits of internal financing has decreased the efficiency of firms' investment, an example of this benefits is the availability of internal resources. This availability cause managers to violate the optimum level of investment (over-invest or under-invest in projects). Also, there is a negative relationship between internal financing and over-investment and a positive relation between internal financing and under-investment. Putting into another words, in firms with

Journal of Accounting Knowledge, Vol. 13, No. 1, pp. 185-201.

* **Corresponding Author**, Assistant Professor of Accounting, Shahid Bahonar University of Kerman, Kerman, Iran.

Email: mojtaba.safipour@uk.ac.ir

** Master of Accounting, PNU International Qeshm Center, Qeshm, Iran. **Email:** leila.raeisi65@gmail.com

Submitted: 10 April 2021 **Revised:** 8 July 2021

Accepted: 6 November 2021

Published: 14 May 2022

Publisher: Faculty of Management and Economics, Shahid Bahonar University of Kerman.

DOI: 10.22103/jak.2021.17397.3459

©The Authors.



Abstract

under-investment, the level of internal financing is higher and the amount of external resources for financing decreases. So, the internal financing is one of the reasons we have under-investment in firms. In addition, taking together the effects of management over confidence and internal financing, investment efficiency decreases. This results are consistent with research theoretical literature. In contrast to internal financing, external financing creates some limitations for managers and because of that managers are reluctant to finance through external resources. So, this is why the level of investment strays from its optimum level. This results are in line with He et al (2019), Taghizade Khanqah & Badavar Nahandi (2020) and Faraji et al (2019).

Conclusion: Internal financing is a factor that affect under-investment positively. So, based on managers control over internal resources and their concern about valuation of their firm by market, it is evident that they prefer to face minimally with control mechanisms and external regulation. In addition, it can be said that, it is not always for the best interest of firm and its shareholders to have a high degree of internal financing. Therefore stockholders should consider this in their analysis. Putting constraints on the level of internal financing (based on its effect on the level of investment by managers) by stake holders can affect the return of firm considerably. Also, the relationship between use of internal financing and the level of investment by managers and their over-confidence may be a two-way relationship. With an increase in the use of internal financing and the decrease of over-investment and increase of under-investment, the predicted income of projects and the firm in total may be decreased, that in this case the over-confidence of managers will in turn decrease again.

Keywords: *Managerial Overconfidence, Internal Financing, Investment Efficiency.*

Paper Type: *Research Paper.*

Citation: Safipour Afshar, M., Raeisi, L. (2022). Management over-confidence, internal financing and investment efficiency. *Journal of Accounting Knowledge*, 13(1), 185-201 [In Persian].



بیش اطمینانی مدیریت، تأمین مالی داخلی و بهره‌وری سرمایه‌گذاری

مجتبی صفی‌پور افشار*

لیلا رئیسی**

چکیده

هدف: یکی از مهم‌ترین تصمیم‌های پیشروی مدیران واحد تجاری و یکی از اجزای ضروری عملیات هر واحد تجاری، تصمیم‌های مربوط به تأمین مالی است. اتخاذ سیاست تأمین مالی بهینه توسط مدیران، نقش بسزایی در ریسک و ایجاد ثروت برای سهام‌داران دارد. هدف این پژوهش بررسی رابطه میان بیش اطمینانی مدیران بر تأمین مالی داخلی و بهره‌وری سرمایه‌گذاری است.

روش: این پژوهش از نظر نوع هدف کاربردی بوده و جهت آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روش حذف سیستماتیک، نمونه‌ای متشکل از ۱۸۸ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ انتخاب گردید و الگوی رگرسیونی چندمتغیره به روش داده‌های ترکیبی بکار برده شد.

یافته‌ها: نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد بیش اطمینانی مدیریت بر میزان تأمین مالی داخلی تأثیر می‌گذارد و تأمین مالی داخلی نیز با بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری مدیران در ارتباط است. همچنین، مدیران بیش اطمینان با افزایش تأمین مالی داخلی، کارایی سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهند.

نتیجه‌گیری: ممکن است همواره میزان بالای تأمین مالی از محل منابع داخلی به صلاح شرکت و سهام‌داران نباشد. اعمال محدودیت‌هایی توسط سهام‌داران بر میزان تأمین مالی داخلی می‌تواند بر بازده شرکت تأثیر قابل ملاحظه‌ای داشته باشد. همچنین، رابطه میان استفاده از منابع داخلی و سرمایه‌گذاری مدیران با بیش اطمینانی آن‌ها ممکن است دو سویه باشد. با افزایش تأمین مالی داخلی و کاهش بیش سرمایه‌گذاری و افزایش کم سرمایه‌گذاری، ممکن است سود شرکت کاهش یابد؛ در این صورت میزان بیش اطمینانی مدیران با کاهش روبرو خواهد بود.

واژه‌های کلیدی: اعتماد به نفس مدیران، تأمین مالی داخلی، بهره‌وری سرمایه‌گذاری.

نوع مقاله: پژوهشی.

استناد: صفی‌پور افشار، مجتبی؛ رئیسی، لیلا. (۱۴۰۱). بیش اطمینانی مدیریت، تأمین مالی داخلی و بهره‌وری سرمایه‌گذاری. *مجله دانش حسابداری*، ۱۳(۱)، ۲۰۱-۱۸۵.

مجله دانش حسابداری، دوره سیزدهم، ش ۱، صص. ۱۸۵-۲۰۱.

* نویسنده مسئول، استادیار گروه حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران. **رایانامه:** mojtaba.safipour@uk.ac.ir

** کارشناس ارشد گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور مرکز بین الملل قشم، قشم، ایران. **رایانامه:** leila.raeisi65@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱/۲۱ تاریخ بازنگری: ۱۴۰۰/۴/۱۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۸/۱۵ تاریخ انتشار برخط: ۱۴۰۱/۲/۲۴

ناشر: دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان.

©The Authors.

DOI: 10.22103/jak.2021.17397.3459



مقدمه

محدودیت‌های مالی با کاهش دسترسی به وجوه موردنیاز سرمایه‌گذاری، می‌تواند مانع اتخاذ تصمیمات بهینه در زمینه سرمایه‌گذاری شده و منجر به از بین رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری بنگاه شود. قطعاً واکنش مناسب شرکت‌ها در مواجهه شدن با محدودیت‌های مالی می‌تواند در پیشگیری از این آثار منفی مؤثر باشد. بحث محدودیت‌های مالی یکی از موضوعات مهم و اساسی پیشروی تمام شرکت‌ها است. سرمایه‌گذاری را می‌توان یکی از روش‌های توسعه شرکت و جلوگیری از عقب ماندگی در نظر گرفت. از طرف دیگر بیش اطمینانی مدیریت از جمله مهم‌ترین شاخصه‌های مدیران اجرایی است که بر نحوه سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و سیاست‌های تقسیم سود مؤثر است (مرادی و محقق، ۱۳۹۶). مدیران بیش اطمینان، به توانایی‌های خود اعتماد کاذب دارند. از این رو، تمایل بیشتری برای برآورد بیش از حد فاکتورهای تأثیرگذار بر قیمت سهام در آینده‌ای نزدیک خواهند داشت. مطالعات پیشین نشان می‌دهد که مدیران بیش اطمینان تصمیماتی می‌گیرند که منجر به بیش سرمایه‌گذاری و یا کم سرمایه‌گذاری می‌شود (هیتون^۱، ۲۰۰۵؛ بیتز^۲، ۲۰۰۵). به هر حال این مطالعات به بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر ساختار سرمایه و تأمین مالی خارجی، سررسید بدهی و سایر موضوعات مالی شرکتی پرداختند (شفرین^۳، ۲۰۰۱؛ باروس و سیلوریا^۴، ۲۰۰۷؛ مینگو و همکاران^۵، ۲۰۰۶؛ لی و همکاران^۶، ۲۰۱۴). رابطه میان بیش اطمینانی مدیریت و تأمین مالی داخلی تا به حال مورد بررسی قرار نگرفته است.

بر اساس تئوری سلسله‌مراتب، شرکت‌ها منابع تأمین مالی را بر اساس هزینه‌های آن اولویت‌بندی می‌کنند؛ بنابراین، در اولویت اول تأمین مالی داخلی است، پس از آن انتشار بدهی و در اولویت آخر انتشار سهام جدید قرار دارد. مدیران بیش اطمینان که معتقدند شرکت آن‌ها کمتر از واقع ارزش‌گذاری شده است، تأمین مالی خارجی را بیش قیمت‌گذاری شده می‌بینند و در نتیجه سلسله‌مراتب ترجیحات آن‌ها بدین صورت است که تأمین مالی داخلی را بر انتشار بدهی و انتشار بدهی را بر انتشار سهام ترجیح می‌دهند (مالمندیر و همکاران^۷، ۲۰۱۱). از دیدگاه مالی رفتاری، دلیل ترجیح تأمین مالی داخلی بر سایر روش‌ها توسط مدیران این است که آن‌ها کنترل بیشتری بر روی منابع داخلی دارند؛ بنابراین، با تأمین مالی داخلی، مدیران بیش اطمینان توانایی تأثیرگذاری بیشتری بر روی کارایی پروژه‌های سرمایه‌گذاری خواهند داشت. اگر مدیران بیش اطمینان منابع داخلی کافی برای سرمایه‌گذاری داشته باشند و به‌وسیله بازار سرمایه یا مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی نیز کنترلی بر روی آن‌ها صورت نگیرد، به‌صورت سیستماتیک بازده پروژه‌های سرمایه‌گذاری خودشان را بیش از واقع برآورد خواهند کرد. به هر حال، اگر منابع داخلی کافی نیز در اختیار نداشته باشند، نسبت به انتشار سهام نیز تمایلی ندارند زیرا فرض می‌کنند سهام شرکتشان توسط بازار کمتر از واقع قیمت‌گذاری می‌شود. در نتیجه، از سرمایه‌گذاری امتناع خواهند کرد. بیش اطمینانی مدیریت می‌تواند توضیح‌دهنده اختلالات موجود در سرمایه‌گذاری باشد (کم سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری). هدف این پژوهش بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر تأمین مالی داخلی و بهره‌وری سرمایه‌گذاری است.

1 Heaton

2 Bates

3 Shefrin

4 Barros and Silveira

5 Mingui

6 Li

7 Malmendier

مبانی نظری

سرمایه را می توان یکی از پیش نیازهای رشد دانست. سرمایه را می توان از محل جریان های نقدی حاصل از عملیات، سود انباشته، فروش دارایی، اندوخته های شرکت و سایر منابعی که داخل سازمانی هستند، تهیه نمود. روش دیگر تأمین منابع از خارج از شرکت و از طریق استقراض یا از طریق بازار سرمایه است. دولت ها نیز می توانند در این بین نقش با اهمیتی را برای شرکت ها بازی کنند. در کشورهایی مانند کشور ایران، دولت با قدرت تصمیم گیری در شرکت ها و پیاده سازی سیاست های پولی و مالی، یکی از بزرگترین سرمایه گذاران شرکت ها بوده است.

تأمین مالی را می توان یکی از مهم ترین تصمیمات مدیران دانست. تأمین مالی به منظور انجام عملیات واحد تجاری ضروری به نظر می رسد. محیطی که شرکت ها در آن فعالیت می کنند یک محیط در حال رشد و پویا است و شرکت ها نیز به منظور رشد نیازمند افزایش سرمایه و سرمایه گذاری هستند و بایستی سرمایه گذاری های جدید انجام دهند. وارد شدن به پروژه های صنعتی نیاز به وجه نقد و سرمایه دارد و بایستی منابع مالی آن تهیه گردد. منابع مالی واحد تجاری را به می توان به دو دسته تقسیم کرد: ۱- منابع مالی داخلی؛ مانند سود انباشته و اندوخته ها. و ۲- منابع مالی خارجی؛ مانند انتشار اوراق مشارکت و اوراق بهادار. مدیران واحد تجاری نسبت به اینکه از کدام یک از روش های تأمین مالی استفاده نمایند، تصمیم گیری می کنند ولی در این بین تأمین مالی از طریق منابع داخلی به مراتب آسان تر از تأمین مالی از طریق منابع خارجی بوده و در شرایط ضروری مانند تصمیم سهام داران برای تقسیم سود، یکی از راهکارهای تأمین مالی راضی نمودن سهام داران به افزایش سرمایه از طریق سود انباشته است (برتراند و شوآر، ۲۰۰۳).

روانشناسی مالی در تضاد با پارادایم رفتارهای منطقی و بازار کارا است که می توان گفت تمامی الگوهای مالی بر این اساس بنا شده اند. تالر^۲ (۲۰۱۶) مالی رفتاری را این گونه بیان می کند که همواره عوامل اقتصادی به صورت منطقی و عقلایی رفتار نمی کنند و بایستی این احتمال در نظر گرفته شود. مالی رفتاری به منظور درک رفتار سرمایه گذاران و بازار مورد استفاده قرار می گیرد. روان شناسان معتقدند که افراد قابلیت های خود در انجام دادن وظایف را بیش از اندازه برآورد می کنند و این برآورد با نسبت اهمیتی که آن وظیفه برای شخص دارد، افزایش می یابد. همچنین، وزن اطلاعات برجسته در هنگام تصمیم گیری و قضاوت اهمیت بیشتری پیدا می کند. تحقیقات به این نتیجه رسیده اند که هر چه قضاوت در کار شخص بیشتر باشد و همچنین آن شخص از تخصص بیشتر برخوردار باشد، میزان بیش اطمینانی افزایش می یابد (سعیدی، ۱۳۹۰). یکی از دلایل به وجود آمدن بیش اطمینانی مربوط به پدیده فرافکنی است و این موضوع با یادگیری نیز از میان نمی رود. افراد باتجربه شکست نیز اعتماد به نفس خود را از دست نمی دهند و دلیل شکست خود را به عواملی غیر از خودشان نسبت می دهند که این موضوع به بیش اطمینانی دامن می زند (چراند و زچمن، ۲۰۱۲).

بیش اعتمادی (خوش بینی) باعث می شود مدیران بازده آتی شرکت را بیش از حد ارزیابی کنند (هیتون، ۲۰۰۵؛ مالمندیر و همکاران، ۲۰۰۸). اعتماد بیش از حد می تواند در میزان سرمایه گذاری مدیران، تأمین مالی آن ها و انتخاب سیاست تقسیم سود تاثیر بگذارد (مالمندیر و همکاران، ۲۰۰۸). بیش اعتمادی عاری از منافع نیست (گرویس و همکاران،

¹ Bertrand and Schoar

² Thaler

³ Schrand and Zechman

⁴ Gervais

(۲۰۱۱)، در مبانی نظری، مدیرانی که اطمینان بیش از حد دارند بازدهی آتی شرکت خود را بیش از حد و یا به طور کلی احتمال رویدادهای مطلوب را بیش از واقع و احتمال رویدادهای منفی بر جریان های نقدی را کمتر از واقع برآورد می کنند. **هیتون (۲۰۰۵)** بیان می کند که مدیران بیش اطمینان پروژه های با ارزش خالص منفی را به عنوان پروژه های با ارزش خالص مثبت در نظر می گیرند. **دشماخ و همکاران^۱ (۲۰۱۳)** بیان می کنند که میزان پرداخت سود توسط مدیران بیش اطمینان کمتر از سایر مدیران است. همچنین، **مالمندیر و همکاران (۲۰۱۱)** استدلال کردند که یکی از نتایج بیش اطمینانی تحریف سیاست های مالی شرکت است. تاثیر بیش اعتمادی بر پیش بینی سود و گزارش اشتباه یا تقلب نیز مورد بررسی قرار گرفته است (**کیم و همکاران^۲، (۲۰۱۶)**). **چراند و زچمن (۲۰۱۲)** امکان بروز تقلب را در گزارشات مدیران بیش اعتماد مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که رابطه مثبت بین آن ها وجود دارد. این پژوهش به این نتیجه رسید که مکانیسم های حاکمیت شرکتی و نظارت درون سازمانی و برون سازمانی قادر به کاهش این اثر نیست. تمایل افراد عادی به بیش اعتمادی نیز در بسیاری از مطالعات روان شناختی مورد بحث قرار گرفته است (**دارابی و همکاران، (۱۳۹۶)**).

تئوری نحوه تأمین مالی بیان می کند که تصمیمات سرمایه گذاری تحت تاثیر بازارهای ناکامل، هزینه های انتقال و بازارهای نامتقارن قرار می گیرد. در هر اقتصادی محدودیت در منابع وجود دارد، علاوه بر این که بایستی به مسئله توسعه سرمایه گذاری دقت شود، کارایی سرمایه گذاری نیز با اهمیت می باشد. کارایی سرمایه گذاری بدین معنی است که از بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری ممانعت شود. به عبارتی، از سرمایه گذاری بیش از حد مطلوب جلوگیری شده و منابع به سمت فعالیت هایی هدایت گردد که نیاز بیشتری به سرمایه گذاری دارند (**مدرس و حصارزاده، (۱۳۸۷)**). تأمین مالی پروژه های سودآور که منجر به رشد شرکت می شوند از اهمیت بسزایی برخوردار هستند. شرکت ها از شیوه های مختلف تأمین مالی استفاده می کنند؛ از جمله تأمین مالی درون سازمانی و تأمین مالی برون سازمانی (**سلیمانی و فرشی، (۱۳۹۱)**). از جهات مختلفی می توان عملکرد یک مدیر فرا اطمینان را بررسی نمود، زیرا این ویژگی بر تصمیمات و سیاست های او تاثیر می گذارد. تحقیقات پیشین بیان می کنند که بیش اطمینانی مدیریت بر میزان سرمایه گذاری او، تأمین مالی و سیاست های تقسیم سود انتخاب شده توسط مدیریت تاثیر می گذارند. بیش اطمینانی می تواند مزایایی نیز داشته باشد، برای مثال، مدیران بیش اطمینان نسبت به سایر مدیران ریسک پذیرتر هستند و ایجاد این انگیزه در آن ها آسان تر می باشد. به هر حال، بیش اطمینانی ممکن است باعث شود مدیریت بیش از واقع ریسک پذیر باشد و تصمیماتی اتخاذ نماید که تاثیر منفی بر ارزش شرکت بگذارند و تأمین مالی را برای شرکت پر هزینه تر نمایند (**مالمندیر و همکاران، (۲۰۰۸)**؛ **بن دیوید و همکاران^۳، (۲۰۰۷)**؛ و **احمد و دوئلمن^۴، (۲۰۱۳)**). با توجه به مبانی نظری مطرح شده در بالا، فرضیه های پژوهش را می توان به شرح زیر بیان نمود:

فرضیه اول: تأمین مالی داخلی با کارایی سرمایه گذاری رابطه معنادار دارد.

فرضیه دوم: تأمین مالی داخلی با بیش سرمایه گذاری رابطه معنادار دارد.

فرضیه سوم: تأمین مالی داخلی با کم سرمایه گذاری رابطه معنادار دارد.

¹ Deshmukh

² Kim

³ Ben- David

⁴ Ahmed and Duellman

فرضیه چهارم: مدیران بیش اطمینان، با افزایش تأمین مالی داخلی، کارایی سرمایه گذاری را افزایش می دهند.

پیشینه پژوهش

صالحی و قرمزی (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری، تأمین مالی و سرمایه گذاری پرداختند. بدین منظور داده‌های موردنیاز از ۵۸ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران، در طی دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ جمع‌آوری گردید. نتایج تحقیق نشان داد بین ارزش وثیقه‌ها و کیفیت گزارشگری رابطه معناداری وجود دارد. همچنین، تغییر در ارزش وثیقه‌های شرکت‌ها، اثرات کمتری بر تصمیم‌های تأمین مالی شرکت‌های با کیفیت گزارشگری بالاتر نسبت به شرکت‌های با کیفیت گزارشگری پایین‌تر دارد. بعلاوه، تغییر در ارزش وثیقه‌های شرکت‌ها، اثرات کمتری بر تصمیم‌های سرمایه گذاری شرکت‌های با کیفیت گزارشگری بالاتر نسبت به شرکت‌های با کیفیت گزارشگری پایین‌تر دارد.

نیک‌بخت و همکاران (۱۳۹۵) در مطالعه خود ارتباط میان بیش اطمینانی و حق الزحمه حسابرسی را بررسی نمودند. در این مطالعه بیش اعتمادی مدیران با استفاده از سه معیار سنجیده شده است. نمونه پژوهش شامل ۱۴۷ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۸ لغایت ۱۳۹۳ بود. نتایج پژوهش نشان داد که هر سه معیار بیش اعتمادی مدیران بر حق الزحمه حسابرسی تأثیر مثبت دارند. پیامد و اثر ریسک گزارشگری مالی که به دلیل بیش اطمینانی مدیران پدید می‌آید، سبب ایجاد ارتباط مثبت بین بیش اطمینانی مدیریت و حق الزحمه حسابرسی می‌شود. **چاوشی و همکاران (۱۳۹۴)**، در مطالعه‌ای انتخاب سیاست‌های تأمین مالی را به ویژگی اطمینان بیش از حد مدیران ارتباط دادند. دوره مورد مطالعه آن‌ها از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ بود و از رگرسیون و با استفاده از داده‌های ترکیبی ۱۵۷ شرکت استفاده نمودند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که بین سیاست‌های تأمین مالی و اطمینان بیش از حد مدیران ارتباط معناداری وجود ندارد و همچنین، فرصت‌های رشد، ریسک درماندگی و اندازه شرکت و سودآوری با تصمیم مالی در ارتباط معنادار هستند.

برادران حسن‌زاده و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی تأثیر محدودیت‌های مالی و هزینه‌های نمایندگی بر کارایی سرمایه گذاری را مورد بررسی قرار دادند، این پژوهش با استفاده از داده‌های ۹۵ شرکت پذیرفته شده در بورس تهران، بر اساس اطلاعات مندرج در گزارش‌های مالی شرکت‌ها در فاصله سال‌های ۱۳۸۱ الی ۱۳۹۰ انجام شد. نتایج پژوهش نشان داد که محدودیت مالی با الگوی وایت تأثیری بر کارایی سرمایه گذاری ندارد و محدودیت مالی با الگوی کاپلان تأثیری معنادار و مثبت بر کارایی سرمایه گذاری دارد و هزینه‌های نمایندگی تأثیری منفی و معنادار بر کارایی سرمایه گذاری دارد. **هاشمی و همکاران (۱۳۹۲)** به بررسی اثرپذیری کارایی سرمایه گذاری از کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی پرداختند. این محققین ۱۰۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در طی دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ مورد بررسی قرار دادند. نتایج آن‌ها نشان داد که کارایی سرمایه گذاری با افزایش کیفیت گزارشگری مالی و کوتاه شدن سررسید بدهی افزایش می‌یابد. این یافته‌ها سازگار با مبانی نظری پژوهش بود. بعلاوه، در شرکت‌هایی که سررسید بدهی کوتاه‌تری داشتند، تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی کمتر بود. به عبارت دیگر، تأثیر گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه گذاری را می‌توان تا حدودی جایگزین یکدیگر دانست.

چن و همکاران^۱ (۲۰۱۱) در پژوهشی به بررسی مدیریت سود و فرضیه سرمایه‌گذاری مازاد پرداختند که فرض بر آن دارد که مدیریت سود افزایش سود سبب افزایش هزینه‌های سرمایه‌گذاری می‌شود. در این مقاله، دو نوع شاخص از مدیریت سود و دو نوع شاخص سرمایه‌گذاری برای اطمینان از صحت نتایج محاسبه شد. نتایج پژوهش نشان داد که مدیریت سود سبب افزایش هزینه‌های سرمایه‌گذاری می‌شود. بومن^۲ (۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی بیش اطمینانی مدیریت و هموارسازی سود پرداخت. نمونه آماری پژوهش متشکل از ۲۱۰ شرکت و ۳۷۴ مدیر اجرایی است که در طی دوره زمانی ۱۹۸۹ لغایت ۱۹۹۹ از بین شرکت‌های بریتانیایی انتخاب شده و آزمون فرضیه‌ها نیز با استفاده از روش رگرسیون ترکیبی، انجام شده است. او در مطالعه خود معیارهای بیش اطمینانی را تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران و اعمال اختیار خرید سهام قرار دارد. نتایج پژوهش نشان داد که بیش اطمینانی مدیریت با هموارسازی سود به صورت مثبت در ارتباط است. به بیان دیگر، بیش اطمینانی مدیریت باعث افزایش هموارسازی سود می‌شود.

روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی است. علاوه بر این از آنجایی که در این مطالعه رابطه همبستگی بین متغیرها بررسی می‌شود، پژوهش حاضر از نوع پژوهش‌های شبه تجربی و روش‌شناسی آن از نوع پس رویدادی است. همچنین از آنجایی که مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است با روش استقرایی به کل جامعه آماری قابل تعمیم است.

در این پژوهش از اطلاعات بورس اوراق بهادار تهران به دلیل دسترسی به این اطلاعات، شفافیت آنها و تنوع در شرکت‌های مورد بررسی استفاده شده است و روش نمونه‌برداری مبتنی بر حذف سیستماتیک است، همچنین به منظور آزمون فرضیه‌های موردنظر دوره زمانی ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۷ پژوهش است. کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار که واجد شرایط زیر باشند به عنوان نمونه آماری انتخاب شده‌اند:

- ۱) قبل از شروع پژوهش و تا پایان پژوهش در بورس اوراق بهادار تهران فعال باشند.
- ۲) شرکت‌ها در دوره موردنظر، تغییر سال مالی نداشته باشند.
- ۳) شرکت‌ها در دوره موردنظر، توقف فعالیت نداشته باشند.
- ۴) به دلیل ماهیت متفاوت جزء صنایع واسطه‌گری مالی و پولی، شرکت‌های بیمه، بانک‌ها، مؤسسات اعتباری و صندوق‌های سرمایه‌گذاری نباشند.

با توجه به شرایط فوق، در نهایت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۸۸ شرکت انتخاب شدند.

برای تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش حاضر از آمار استنباطی استفاده گردیده است. برای تحلیل و آزمون فرضیه‌های پژوهش در جهت تعیین نوع داده‌های ترکیبی از آزمون‌های F لیمر و هاسمن و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش رگرسیون خطی چندگانه و رگرسیون لاجستیک استفاده شد. همچنین از آماره‌های دوربین واتسون، ضریب تعیین و آماره

¹ Chen

² Bouwman

t و آماره F جهت تحلیل نتایج برازش الگوهای تحقیق استفاده شد. لازم به ذکر است با توجه به اینکه متغیر وابسته الگوی دوم و سوم به صورت مجازی صفر و یک است، می‌بایست از روش رگرسیونی لاجیت استفاده شود.

الگوهای پژوهش

الگوهای استفاده شده به منظور آزمون فرضیه های پژوهش در قسمت زیر آورده شده است. این الگوها از پژوهش هی و همکاران^۱ (۲۰۱۹) اقتباس شده‌اند.

آزمون فرضیه اول پژوهش

به منظور بررسی فرضیه اول از الگوی (۱) استفاده می‌شود:

$$Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 Intern_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Tobin_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Roa_{i,t} + \beta_6 EPS_{i,t} + \beta_7 CF_{i,t} + \beta_8 top10_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

برای بررسی فرضیه دوم از الگوی (۲) استفاده می‌شود:

$$overInv_{it} = \beta_0 + \beta_1 Intern_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Tobin_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Roa_{i,t} + \beta_6 EPS_{i,t} + \beta_7 CF_{i,t} + \beta_8 top10_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

برای بررسی فرضیه سوم از الگوی (۳) استفاده می‌شود:

$$underInv_{it} = \beta_0 + \beta_1 Intern_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Tobin_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Roa_{i,t} + \beta_6 EPS_{i,t} + \beta_7 CF_{i,t} + \beta_8 top10_{i,t} + \varepsilon \quad (3)$$

برای بررسی فرضیه چهارم از الگوی (۴) استفاده می‌شود:

$$Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 Intern_{i,t} + \beta_2 Oc_{it} + \beta_3 Intern \times Oc_{it} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Tobin_{i,t} + \beta_6 Lev_{i,t} + \beta_7 Roa_{i,t} + \beta_8 EPS_{i,t} + \beta_9 CF_{i,t} + \beta_{10} top10_{i,t} + \varepsilon \quad (4)$$

در این الگوها؛ Inv، کارایی سرمایه گذاری؛ overINV، سرمایه گذاری بیشتر از حد؛ underINV، سرمایه گذاری کمتر از حد؛ Intern، تأمین مالی داخلی؛ OC، بیش اطمینانی مدیران؛ Size، اندازه شرکت؛ TobinQ، کیو توین؛ Lev، اهرم مالی؛ ROA، سودآوری؛ EPS، سود هر سهم؛ CF، جریان نقد عملیاتی؛ و TOP10، ترکیب مالکیت می باشد.

متغیرهای پژوهش

متغیرهای وابسته

کارایی سرمایه گذاری (Inv)

کارایی سرمایه گذاری با استفاده از باقی مانده الگوی ریچاردسون^۲ (۲۰۰۶) به شرح الگوی زیر سنجیده خواهد شد:

$$Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 Inv_{i,t-1} + \beta_2 Growth_{i,t-1} + \beta_3 Lev_{i,t-1} + \beta_4 Cash_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 Ret_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \varepsilon \quad (5)$$

که در آن:

Growth: رشد شرکت که از تغییرات فروش نسبت به دوره قبل به دست می‌آید.

CASH: جریان نقد فعالیت‌های عملیاتی در پایان سال t تقسیم بر جمع دارایی‌ها در ابتدای سال t

RET: بازده بازار سهام.

AGE: لگاریتم طبیعی عمر شرکت

¹ He

² Richardson

ع: میزان خطای باقی مانده الگو. اگر رقم به دست آمده بالاتر از صفر باشد نشان دهنده بیش سرمایه‌گذاری و اگر رقم به دست آمده کمتر از صفر باشد نشان دهنده کم سرمایه‌گذاری است.

سرمایه‌گذاری بیشتر از حد (overINV): اگر رقم به دست آمده در الگوی ریچاردسون، بالاتر از صفر باشد عدد یک گرفته و در غیر این صورت عدد صفر به این متغیر تعلق می‌گیرد.

سرمایه‌گذاری کمتر از حد (underINV): اگر رقم به دست آمده کمتر از صفر باشد عدد یک گرفته و در غیر این صورت صفر می‌گیرد.

متغیرهای مستقل

Intern: تأمین مالی داخلی که برابر است با نسبت سود انباشته به کل دارایی‌ها

بیش اطمینانی مدیران (OC): اطمینان بیش از حد مدیران از طریق اندازه‌گیری پیش‌بینی جانب‌دارانه مدیران محاسبه می‌شود. علامت مثبت یا منفی پیش‌بینی جانب‌دارانه مدیران نشان می‌دهد که مدیران جانب‌داری خوش‌بینانه یا بدبینانه داشته‌اند. این متغیر از تفاوت بین سود پیش‌بینی شده هر سهم و سود واقعی هر سهم به دست می‌آید. چنانچه سود پیش‌بینی شده از سود واقعی بیشتر باشد، عدد یک به این متغیر اختصاص خواهد گرفت که در این صورت مدیر بیش اطمینان خوانده می‌شود؛ و در غیر این صورت عدد صفر را به خود اختصاص خواهد داد، که در این صورت مدیر فاقد بیش اطمینانی محسوب می‌گردد.

اندازه شرکت (Size): لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها در پایان دوره مالی یا سال مالی.

کیو توبین (TobinQ): این متغیر از طریق رابطه زیر اندازه‌گیری می‌شود:

(ارزش بازار حقوق صاحبان سهام + ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام - ارزش دفتری کل دارایی) تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها

اهرم مالی (Lev): برابر با نسبت کل بدهی‌ها به جمع کل حقوق صاحبان سهام در پایان سال.

سودآوری (ROA): نسبت سود خالص به متوسط کل دارایی‌ها

سود هر سهم (EPS): سود عملیاتی شرکت به ازای هر سهم

جریان نقد عملیاتی (CF): برابر با نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها

ترکیب مالکیت (TOP10): برابر با مجموع درصد مالکیت سهام، سهام‌داران بیش از ۱۰ درصد. به عبارت دیگر، با مراجعه به صورت‌های مالی و یادداشت سرمایه، تعداد سهام‌اعضایی که بیش از ۱۰ درصد سهام را دارا هستند را با هم جمع زده و بر تعداد کل سهام منتشره تقسیم می‌گردد.

یافته‌های پژوهش

در جدول شماره (۱) آمار توصیفی مربوط به تمامی متغیرهای پژوهش آورده شده است. این آمارها شامل میانگین، میانه، کمینه، بیشینه، و همچنین اطلاعات شاخص‌های پراکندگی مانند انحراف معیار و ضریب چولگی نیز آورده شده است. همانطور که مشاهده می‌شود میانگین متغیر تأمین مالی داخلی ۰/۸ است که حاکی از آن است که به طور متوسط ۸٪ منابع شرکت از طریق سود انباشته تأمین مالی شده است. حداکثر این متغیر ۰/۷۳ می‌باشد و حداقل آن ۰/۱۸۹- می‌باشد که

بیانگر آن است که برخی از شرکتهای نمونه دارای زیان انباشته بوده اند. همچنین، کمترین میزان کارایی سرمایه گذاری ۳۰ درصد است که نشان از عدم کارایی سرمایه گذاری های انجام شده توسط مدیران دارد. میانگین این متغیر برابر با صفر می باشد که جای بهبود دارد. در رابطه با متغیر بیش اطمینانی مدیران می توان گفت که اکثر آنها (میانگین ۸۹ درصدی) بیش اطمینان هستند و سود پیش بینی شده آن ها بیش از سود واقعی کسب شده توسط شرکت می باشد. بررسی سایر متغیرها نیز حاکی از توزیع مناسب متغیرها می باشد.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیر الگوهای پژوهش

عنوان متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	ضریب چولگی
تأمین مالی داخلی	INTERN	۰/۰۸	۰/۱۲	۰/۷۳	-۱/۸۹	۰/۳۲	-۱/۲۴
کارایی سرمایه گذاری	INV	۰/۰۰	-۰/۰۳	۰/۵۷	-۰/۳۰	۰/۱۰	۱/۱۷
سرمایه گذاری بیش از حد	OVERINV	۰/۳۳	۰/۰۰	۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۴۷	۰/۷۳
سرمایه گذاری کمتر از حد	UNDERINV	۰/۶۷	۱/۰۰	۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۴۷	-۰/۷۳
بیش اطمینانی مدیریت	OC	۰/۸۹	۱/۰۰	۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۳۲	-۱/۴۵
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۴۲	۱۴/۲۵	۱۹/۷۷	۱۱/۰۸	۱/۵۴	۰/۸۳
کیو توبین	TOBINQ	۱/۷۰	۱/۵۱	۵/۵۳	۰/۶۳	۰/۶۹	۱/۸۸
اهرم مالی	LEV	۰/۶۳	۰/۶۰	۰/۹۸	۰/۰۱	۰/۳۲	۱/۳۵
بازده دارایی ها	ROA	۰/۰۸	۰/۰۷	۰/۶۰	-۰/۷۰	۰/۱۵	-۰/۴۹
سود هر سهم	EPS	۰/۰۲	۰/۰۳	۱/۳۰	-۱/۵۹	۰/۱۸	-۱/۱۹
جریان نقدی عملیاتی	CF	۰/۱۰	۰/۰۹	۰/۵۵	-۰/۶۱	۰/۱۳	۰/۲۰
تمرکز مالکیت	TOP10	۰/۶۷	۰/۷۳	۰/۹۸	۰/۱۰	۰/۲۲	-۰/۷۱

نتایج آزمون فرضیه اول

در فرضیه اول بیان شد که «تأمین مالی داخلی با کارایی سرمایه گذاری رابطه معنادار دارد». کارایی سرمایه گذاری در این فرضیه به عنوان متغیر وابسته است. در جدول ۲ نتایج برازش الگوی رگرسیونی مربوط به فرضیه اول آمده است. نتایج آزمون ها نشان داد که سطح معنی داری آماره F که بیان کننده قدرت توضیح دهنده الگو است، در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار بوده و الگو دارای اعتبار است. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۹۵ بوده و بیان کننده این موضوع است که بین اجزاء اخلاص خود همبستگی وجود ندارد، زیرا این مقدار در فاصله ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برای این الگو برابر با ۴۲ درصد است که نشان می دهد ۴۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می شود.

با توجه به معناداری آماره t می توان بیان نمود که فرضیه اول را نمی توان رد کرد. به عبارتی، در سطح اطمینان ۹۹ درصد، تأمین مالی داخلی با کارایی سرمایه گذاری رابطه معنادار دارد و با افزایش تأمین مالی داخلی، کارایی سرمایه گذاری کاهش می یابد و بالعکس. سایر متغیرهای الگو مانند اندازه شرکت و تمرکز مالکیت با کارایی

سرمایه‌گذاری دارای رابطه مثبت و معنادار و متغیرهای کیوتوبین، اهرم مالی و بازده دارایی‌ها دارای رابطه منفی و معنادار با کارایی سرمایه‌گذاری هستند.

جدول ۲. نتایج مربوط به تخمین الگوی اول پژوهش

$$Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 Intern_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Tobin_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Roa_{i,t} + \beta_6 EPS_{i,t} + \beta_7 CF_{i,t} + \beta_8 top10_{i,t} + \varepsilon$$

سطح معناداری	آماره t	ضریب برآوردی	نماد متغیر	نام متغیر
۰/۰۰۱	-۳/۲۸۵	-۰/۰۷۲	INTERN	تأمین مالی داخلی
۰/۰۰۰	۶/۷۳۴	۰/۰۰۸	SIZE	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	-۱۳/۶۳۹	-۰/۰۱۱	TOBINQ	کیو توبین
۰/۰۰۰	-۵/۸۵۳	-۰/۰۷۵	LEV	اهرم مالی
۰/۰۰۰	۳/۷۳۷	-۰/۰۴۹	ROA	بازده دارایی‌ها
۰/۰۶۶	-۱/۸۴۰	-۰/۰۱۶	EPS	سود هر سهم
۰/۵۴۰	۰/۶۱۲	۰/۰۰۷	CF	جریان نقدی عملیاتی
۰/۰۰۰	۴/۱۴۵	۰/۰۱۱	TOP10	تمرکز مالکیت
۰/۰۰۰	-۴/۵۶۵	-۰/۰۷۷	C	عرض از مبدأ
	۱۷/۵۶			F آماره
	۰/۰۰۰۰			F معناداری آماره
	۰/۴۳			ضریب تعیین
	۰/۴۲			ضریب تعیین تعدیل شده
	۱/۹۵			آماره دوربین واتسون

نتایج آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم به این گونه بیان می‌شود که «تأمین مالی داخلی با بیش سرمایه‌گذاری رابطه معنادار دارد». متغیر وابسته این فرضیه که عبارت است از «بیش سرمایه‌گذاری» از نوع متغیر دودویی است و زمانی که متغیر وابسته از نوع دوجویی باشد از رگرسیون لاجستیک بهره گرفته می‌شود. در جدول (۳) نتایج برازش الگوی رگرسیونی مربوط به فرضیه دوم آمده است. همانطور که در جدول ۳ مشاهده می‌شود سطح معنادار بودن نسبت درست‌نمایی (LR) برابر با ۰/۰۰۰ بوده و این بدان معنا است که الگوی مقید و غیر مقید، تفاوت معناداری دارند و لذا متغیرهای توضیحی، قدرت توضیح‌دهندگی معناداری دارند. در واقع می‌توان گفت که در سطح اطمینان ۹۵ درصد این الگو معنادار بوده و دارای اعتبار است. بر اساس نتایج همین فرضیه مقدار ضریب مک فادن برابر با ۰/۲۲ است که نشان داده است ۲۲ درصد تغییرات متغیر وابسته از طریق الگوی رگرسیون توضیح داده شده است.

با توجه به نتایج جدول (۳) می‌توان بیان کرد فرضیه دوم پژوهش را نیز نمی‌توان رد نمود. به عبارتی دیگر، تأمین مالی داخلی با بیش سرمایه‌گذاری رابطه معنادار دارد و با افزایش تأمین مالی داخلی بیش سرمایه‌گذاری مدیران کاهش می‌یابد.

بنابراین، تامین مالی داخلی را می توان یکی از عوامل کاهشدهنده بیش سرمایه گذاری دانست. از میان متغیرهای کنترلی اندازه شرکت رابطه مثبت و معنادار با بیش سرمایه گذاری و متغیر اهرم مالی رابطه منفی و معنادار با بیش سرمایه گذاری دارند.

جدول ۳. نتایج مربوط به تخمین الگوی دوم پژوهش

$$overInv_{it} = \beta_0 + \beta_1 Intern_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Tobin_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Roa_{i,t} + \beta_6 EPS_{i,t} + \beta_7 CF_{i,t} + \beta_8 top10_{i,t} + \varepsilon$$

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب برآوردی	آماره t	سطح معناداری
تامین مالی داخلی	INTERN	-۱/۱۲۷	-۲/۱۰۰	۰/۰۳۵
اندازه شرکت	SIZE	۰/۲۳۸	۴/۸۵۳	۰/۰۰۰
کیو توین	TOBINQ	-۰/۰۲۰	-۰/۱۷۳	۰/۸۶۲
اهرم مالی	LEV	-۱/۴۳۷	-۳/۵۳۳	۰/۰۰۰
بازده دارایی ها	ROA	۰/۳۳۰	۰/۳۴۷	۰/۷۲۸
سود هر سهم	EPS	۰/۰۹۲	۰/۱۵۸	۰/۸۷۴
جریان نقدی عملیاتی	CF	-۰/۰۷۷	-۰/۱۱۸	۰/۹۰۵
تمرکز مالکیت	TOP10	۰/۳۳۰	۰/۹۹۸	۰/۳۱۸
عرض از مبدأ	C	-۳/۴۰۵	-۴/۲۸۸	۰/۰۰۰
LR آماره			۳۵/۵۶	
معناداری آماره LR			۰/۰۰۰۰	
ضریب مک فادان			۰/۲۲	

نتایج آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم به این گونه بیان می شود «تامین مالی داخلی با کم سرمایه گذاری رابطه معنادار دارد». متغیر وابسته این فرضیه عبارت است از «کم سرمایه گذاری» از نوع متغیر دودویی است مانند فرضیه دوم، جهت تجزیه و تحلیل فرضیه سوم از رگرسیون لاجستیک بهره گرفته می شود. در جدول (۴) نتایج برازش الگوی رگرسیونی مربوط به فرضیه سوم آورده شده است. همانطور که در جدول (۴) مشاهده می شود سطح معنادار بودن نسبت درست نمایی (LR) برابر با ۰/۰۰۰۰ بوده و این بدان معنا است که الگوی مقید و غیر مقید، تفاوت معناداری دارند و لذا، متغیرهای توضیحی، قدرت توضیح دهندگی معناداری دارند. در واقع می توان گفت که در سطح اطمینان ۹۵ درصد این الگو معنادار بوده و دارای اعتبار است. بر اساس نتایج همین فرضیه مقدار ضریب مک فادان برابر با ۰/۲۲ است که نشان داده است ۲۲ درصد تغییرات متغیر وابسته از طریق الگوی رگرسیون توضیح داده شده است.

سطح معناداری آماره t متغیر تامین مالی داخلی در جدول (۴) نشان می دهد که تامین مالی داخلی با کم سرمایه گذاری مدیران رابطه معنادار دارد و بنابراین، فرضیه سوم پژوهش را نیز نمی توان رد نمود. به عبارت دیگر، با توجه به رابطه مثبت میان متغیرهای تامین مالی داخلی و کم سرمایه گذاری می توان گفت که با کاهش تامین مالی داخلی میزان کم سرمایه گذاری نیز کاهش می یابد و بالعکس. نتایج مربوط به متغیرهای کنترلی نشان می دهد که متغیرهای اندازه شرکت و اهرم مالی به ترتیب رابطه منفی و مثبت و معنادار با متغیر کم سرمایه گذاری دارند.

جدول ۴. نتایج مربوط به تخمین الگو سوم پژوهش

$$underInv_{it} = \beta_0 + \beta_1 Intern_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Tobin_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Roa_{i,t} + \beta_6 EPS_{i,t} + \beta_7 CF_{i,t} + \beta_8 top10_{i,t} + \varepsilon$$

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب برآوردی	آماره t	سطح معناداری
تأمین مالی داخلی	INTERN	۱/۱۲۷	۲/۱۰۰	۰/۰۳۵
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۲۳۸	-۴/۸۵۳	۰/۰۰۰
کیو توین	TOBINQ	۰/۰۲۰	۰/۱۷۳	۰/۸۶۲
اهرم مالی	LEV	۱/۴۳۷	۳/۵۳۳	۰/۰۰۰
بازده دارایی‌ها	ROA	-۰/۳۳۰	-۰/۳۴۷	۰/۷۲۸
سود هر سهم	EPS	-۰/۰۹۲	-۰/۱۵۸	۰/۸۷۴
جریان نقدی عملیاتی	CF	۰/۰۷۷	۰/۱۱۸	۰/۹۰۵
تمرکز مالکیت	TOP10	-۰/۳۳۰	-۰/۹۹۸	۰/۳۱۸
عرض از مبدأ	C	۳/۴۰۵	۴/۲۸۸	۰/۰۰۰
LR آماره			۳۵/۵۶	
معناداری آماره LR			۰/۰۰۰۰	
ضریب مک فادان			۰/۲۲	

نتایج آزمون فرضیه چهارم

فرضیه چهارم به این صورت بیان شده است «مدیران بیش اطمینان، با افزایش تأمین مالی داخلی، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهند». بنابراین، جهت بررسی این فرضیه الگو به صورت رگرسیون داده‌های پانل، اثرات مقطعی تخمین زده شد، نتایج حاصل از تخمین این الگو در جدول (۵) ارائه شده است. همانطور که در جدول (۵) مشاهده می‌شود مقدار آماره F الگو که بیان‌کننده قدرت توضیح‌دهندگی الگو است، در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار بوده و بنابراین، الگو دارای اعتبار است. علاوه بر این، مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۲/۰۲ است، بدین معنی که بین اجزاء اخلاص خود همبستگی وجود ندارد، زیرا این مقدار در فاصله ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برای این الگو برابر با ۰/۲۸ است که بیانگر این است که ۲۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. سطح معناداری متغیر اثر تعاملی بیش اطمینانی و تأمین مالی داخلی نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان فرضیه چهارم پژوهش را پذیرفت. به عبارتی می‌توان با در نظر گرفتن توام اثرات بیش اطمینانی مدیریت و تأمین مالی داخلی، کارایی سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد و این اثر معنادار می‌باشد. بنابراین می‌توان گفت مدیران بیش اطمینان، با افزایش تأمین مالی داخلی، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهند. از میان متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و تمرکز مالکیت در سطح اطمینان ۹۵ درصد، رابطه منفی و معنادار با کارایی سرمایه‌گذاری دارند.

جدول ۵. نتایج مربوط به تخمین الگوی چهارم پژوهش

$$Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 Intern_{i,t} + \beta_2 Oc_{it} + \beta_3 Intern \times Oc_{it} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Tobin_{i,t} + \beta_6 Lev_{i,t} + \beta_7 Roa_{i,t} + \beta_8 EPS_{i,t} + \beta_9 CF_{i,t} + \beta_{10} top10_{i,t} + \varepsilon$$

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب برآوردی	آماره t	سطح معناداری
بیش اطمینانی مدیریت	OC	۰/۰۱۷	۱/۲۷۲	۰/۲۰۳
تأمین مالی داخلی	INTERN	-۰/۰۰۲	-۰/۰۵۷	۰/۹۵۴
اثر تعاملی بیش اطمینانی مدیریت و تأمین مالی داخلی	OC×INTERN	-۰/۰۳۱	-۱/۹۸۳	۰/۰۴۷
اثر تعاملی محدودیت مالی و تجدید ارائه صورت‌های مالی	SIZE	۰/۰۳۴	۳/۱۵۶	۰/۰۰۱
اندازه شرکت	TOBINQ	-۰/۰۳۴	-۵/۶۲۰	۰/۰۰۰
بازده دارایی‌ها	LEV	-۰/۰۵۲	-۰/۹۶۴	۰/۳۳۵
رشد شرکت	ROA	-۰/۰۱۳	-۰/۱۸۲	۰/۸۵۵
اهرم مالی	EPS	-۰/۰۰۳	-۰/۰۷۰	۰/۹۴۳
سهام‌داران نهادی	CF	۰/۰۱۰	۰/۲۷۵	۰/۷۸۲
تمرکز مالکیت	TOP10	-۰/۰۸۷	-۳/۲۴۰	۰/۰۰۱
عرض از مبدأ	C	-۰/۳۵۹	-۲/۰۰۷	۰/۰۴۵
آماره F			۱/۴۷	
معناداری آماره F			۰/۰۰۰۱	
ضریب تعیین			۰/۲۸	
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۰۹	
آماره دوربین واتسون			۲/۰۲	

نتایج و پیشنهادها

این پژوهش با هدف بررسی تأثیر اعتماد به نفس مدیران بر تأمین مالی داخلی و بهره‌وری سرمایه‌گذاری صورت گرفت که در جهت دستیابی به آن چهار فرضیه تدوین گردید. در ادامه با توجه به تخمین و تحلیل‌های صورت گرفته مرتبط با هر فرضیه، نتایج مربوطه ارائه می‌گردد. نتایج پژوهش نشان داد میان تأمین مالی داخلی و بیش اطمینانی مدیریت رابطه مثبت و معنادار وجود دارد، به نحوی که هر چه بیش اطمینانی مدیریت افزایش یابد، تأمین مالی داخلی افزایش می‌یابد و کاهش بیش اطمینانی باعث کاهش میزان تأمین مالی داخلی می‌گردد. در نتیجه می‌توان گفت که با افزایش بیش اطمینانی مدیریت سطح ریسک‌پذیری آن افزایش یافته و از طرفی پاسخگویی مدیریت در قبال استفاده از منابع داخلی در مقابل منابع خارجی کمتر است. به همین دلیل میزان تأمین مالی داخلی افزایش می‌یابد. از طرف دیگر می‌توان این گونه استدلال نمود که به لحاظ زمانی، منابع داخلی زودتر از منابع خارجی در دسترس قرار می‌گیرد و در نتیجه، سطح اطمینان مدیریتی بابت سرمایه‌گذاری بیشتر می‌شود. با افزایش میزان سرمایه‌گذاری پیش‌بینی شده، سود پیش‌بینی شده نیز افزایش یافته و بیشتر از سود واقعی می‌گردد و به عبارتی بخشی از سود پیش‌بینی شده در این زمینه محقق نمی‌گردد.

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد بین تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه منفی وجود دارد. می‌توان گفت هر چه تأمین مالی داخلی افزایش یابد، کارایی سرمایه‌گذاری کمتر شده و کاهش این عامل سبب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شده است. به عبارت دیگر، نتایج به دست آمده بیانگر آن است که هر چه شرکت‌های نمونه از تأمین مالی داخلی بیشتری استفاده کنند، کارایی سرمایه‌گذاری صورت گرفته کاهش می‌یابد. بنابراین، می‌توان گفت که مزایای منابع داخلی سطح کارایی سرمایه‌گذاری‌های شرکت را تنزیل داده است و از جمله این مزایا می‌توان به در دسترس بودن آن اشاره نمود. با توجه به دسترسی آسان‌تر منابع داخلی به منظور سرمایه‌گذاری توسط مدیران، زمانی که تأمین مالی داخلی افزایش می‌یابد، مدیران ممکن است از سطح کارایی سرمایه‌گذاری تخطی نمایند و در پروژه‌های در دسترس، بیشتر (کمتر) از واقع سرمایه‌گذاری کنند.

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان داد میان تأمین مالی داخلی و بیش سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معناداری وجود دارد؛ بنابراین، می‌توان گفت هر چه میزان منابع مالی داخلی افزایش یابد، بیش سرمایه‌گذاری کاهش یافته و کاهش آن نیز نتیجه عکس را به همراه دارد. به عبارت دیگر، نتایج به دست آمده با نتایج فرضیه دوم همخوانی داشته و بیانگر آن است که در شرکت‌های دارای بیش سرمایه‌گذاری، سطح تأمین منابع مالی داخلی در حد پایینی قرار دارد به گونه‌ای که در این گونه شرکت‌ها بیشتر از منابع خارجی در جهت تأمین مالی استفاده شده است؛ لذا، می‌توان گفت منابع مالی داخلی از عوامل کاهشدهنده بیش سرمایه‌گذاری است.

نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش نشان داد میان تأمین مالی داخلی و کم سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به عبارتی می‌توان گفت هر چه میزان منابع مالی داخلی افزایش یابد، کم سرمایه‌گذاری افزایش یافته و کاهش آن نیز نتیجه مستقیم را به همراه دارد. به عبارت دیگر، نتایج به دست آمده با نتایج فرضیه اول و دوم همخوانی داشته و بیانگر آن است که در شرکت‌های دارای کم سرمایه‌گذاری، سطح تأمین منابع مالی داخلی در حد بالایی قرار دارد، به گونه‌ای که در این گونه شرکت‌ها کمتر از منابع خارجی در جهت تأمین مالی استفاده شده است؛ لذا، می‌توان گفت منابع مالی داخلی از عوامل ارتقای کم سرمایه‌گذاری است. مدیران با کنترلی که بر روی منابع داخلی دارند و همچنین با وجود نگرانی آن‌ها در رابطه با ارزش‌گذاری سهامشان توسط بازار ترجیح می‌دهند کمتر در معرض مکانیزم‌های کنترلی و مقرراتی برون سازمانی قرار گیرند.

نتایج آزمون فرضیه چهارم پژوهش نشان داد با توأم شدن اثرات بیش اطمینانی مدیران و افزایش منابع داخلی به منظور تأمین مالی، کارایی سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. این نتایج مطابق با مبانی نظری پژوهش است. اولویت اول مدیران بیش اطمینان تأمین مالی از محل منابع داخلی است، کنترل مدیران بر روی این منابع بیشتر از منابع خارجی بوده و نحوه گزارش نتایج این تأمین مالی نیز بر عهده آن‌ها است. از طرف دیگر، این مدیران به دلیل مکانیزم‌های کنترلی اعمال شده از طرف بازار تمایلی به تأمین مالی خارجی ندارند و همین باعث می‌شود میزان سرمایه‌گذاری از میزان کارایی آن فاصله بگیرد.

نتایج به دست آمده از بررسی فرضیه‌های تحقیق با نتایج به دست آمده از مطالعات هی و همکاران (۲۰۱۹)، تقی‌زاده خانقاه و بادآور نهندی (۱۳۹۹) و فرجی و همکاران (۱۳۹۸) مطابقت دارد. با توجه به نتایج فرضیه‌های ذکر شده در بالا می‌توان گفت که ممکن است همواره میزان بالای تأمین مالی از محل منابع داخلی به صلاح شرکت و سهامداران آن نباشد

و سهامداران باید به این موضوع توجه ویژه‌ای داشته باشند. اعمال محدودیت‌هایی توسط سهامداران بر میزان تأمین مالی داخلی (با توجه به اثراتی که بر روی میزان سرمایه‌گذاری مدیران دارد) می‌تواند بر بازده آن تأثیر قابل ملاحظه‌ای داشته باشد. همچنین، رابطه میان استفاده از منابع داخلی و میزان سرمایه‌گذاری مدیران با بیش‌اطمینانی آن‌ها ممکن است دو سویه باشد. با افزایش استفاده مدیران از منابع داخلی و کاهش بیش سرمایه‌گذاری و افزایش کم سرمایه‌گذاری، ممکن است سود پیش‌بینی شده پروژه‌ها و شرکت کاهش یابد که در این صورت میزان بیش‌اطمینانی مدیران با کاهش روبرو خواهد بود.

تقدیر و تشکر

از داوران محترم که زحمت داوری این مقاله را کشیدند و با رهنمودهای خود باعث ارتقاء این مقاله شدند، صمیمانه قدردانی می‌شود.

منابع

- برادران حسن زاده، رسول؛ بادآور نهندی، یونس؛ نگهبان، لیلیا (۱۳۹۳). تأثیر محدودیت‌های مالی و هزینه‌های نمایندگی بر کارایی سرمایه‌گذاری. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۶(۱)، ۸۹-۱۰۶.
- تقی‌زاده خانقاه، وحید؛ بادآور نهندی، یونس (۱۳۹۹). ارتباط بین بیش‌اطمینانی مدیریت، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری. مجله دانش حسابداری، ۲۰۹-۲۳۸، ۲(۲)، ۱۱.
- چاوشی، کاظم؛ رستگار، محمد؛ 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، ۲۵(۴)، ۴۱-۲۹.
- دارابی، رؤیا؛ زارعی، علی (۱۳۹۶). تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت بر ریسک سقوط قیمت سهام: با تأکید بر نقش تعدیل‌کننده محافظه‌کاری حسابداری. دانش حسابداری مالی، ۷(۴)، ۱۳۹-۱۲۱.
- سعیدی، علی؛ فرهانیان، سید محمدجواد (۱۳۹۰). مبانی اقتصاد و مالی رفتاری. بورس (وابسته به شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس)، تهران، ایران.
- سلیمانی امیری، غلامرضا؛ فرشی، زهرا (۱۳۹۱). بررسی تأثیر تأمین مالی از بانک‌ها و اهداف مالیاتی بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش حسابداری، ۳(۱۱)، ۸۳-۵۷.
- صالحی، فهیمه؛ قرمزی، آیدا. (۱۳۹۷). رابطه بین کیفیت گزارشگری، تأمین مالی و سرمایه‌گذاری: شواهد از تغییر در ظرفیت‌های تأمین مالی (مطالعه موردی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران). اولین همایش سراسری علم و فناوری هزار سوم اقتصاد، مدیریت و حسابداری ایران.
- فرجی، امید؛ عبدالحسینی، حسام؛ یونسی مطیع، فاطمه. (۱۳۹۸). تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری: نقش تعدیلگر بیش‌اطمینانی مدیران. هفدهمین همایش ملی حسابداری ایران، قم، ایران.
- مدرس، احمد؛ حصارزاده، رضا (۱۳۸۷). کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱(۲)، ۸۵-۱۱۶.
- مرادی، محمد؛ محقق، فاطمه (۱۳۹۶). رقابت بازار محصول و حق الزحمه حسابرسی: با تأکید بر نقش حاکمیت شرکتی. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۷(۴)، ۳۳-۵۲.
- نیک‌بخت، محمدرضا؛ شعبان‌زاده، مهدی؛ کلهر، کوروش (۱۳۹۵). بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت بر حق الزحمه حسابرسی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، ۲(۱)، ۱۸۹-۱۷۱.
- هاشمی، سیدعباس؛ صمدی، سعید؛ هادیان، ریحانه. (۱۳۹۲). اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۱(۴۴)، ۱۴۳-۱۱۴.

References

- Ahmed, A.S., Duellman, S. (2013). Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 51(1), 1-30.
- Bates, T.W. (2005). Asset sales, investment opportunities, and the use of proceeds. *The Journal of Finance*, 60(1), 105-135.

- Baradaran Hassanzadeh, R., Badavar Nahandi, Y., Negahban, L. (2014). The impact of financial constraints and agency costs of investment efficiency. *Journal of Financial Accounting Research*, 6(1), 89-106 [In Persian].
- Barros, L.A.B.D.C., Da Silveira, A.D.M. (2008). Overconfidence, managerial optimism, and the determinants of capital structure. *Brazilian Review of Finance*, 6(3), 293-335.
- Ben-David, I., Graham, J.R., Harvey, C.R. (2007). Managerial overconfidence and corporate policies (No. w13711). National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, <http://www.nber.org/papers/w13711>.
- Bertrand, M., Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169-1208.
- Bouwman, C.H. (2014). Managerial optimism and earnings smoothing. *Journal of Banking & Finance*, 41, 283-303.
- Chavoshi, K., Rastegar, M., Mirzaee, M. (2015). Examination of the relation between managerial overconfidence and financing policies in Tehran Stock Exchange. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 25(4), 29-41 [In Persian].
- Chen, F., Hope, O.K., Li, Q., Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86(4), 1255-1288.
- Darabi, R., Zareie, A. (2017). Impact of overconfidence management on the crash risk of stock price: Emphasizing on the mediating role of accounting conservatism. *Journal of Financial Accounting Knowledge*, 4(1), 121-139 [In Persian].
- Deshmukh, S., Goel, A.M., Howe, K.M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440-463.
- Gervais, S., Heaton, J.B., Odean, T. (2011). Overconfidence, compensation contracts, and capital budgeting. *The Journal of Finance*, 66(5), 1735-1777.
- Faraji, M., Abdolhosseini, H., Motei, F. (2019). Internal financing and investment efficiency: The modification effect of management over-confidence. *17th National Conference of Accounting*, Qom, Iran. [In Persian].
- Hashemi, S., Samadi, S., Hadian, R. (2015). The effect of financial reporting quality and debt maturity on investment efficiency. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 11(44), 117-143 [In Persian].
- Heaton, J. B. (2005). *Managerial optimism and corporate finance*. In *Advances in Behavioral Finance*, Volume II (pp. 667-684). Princeton University Press.
- 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.
- Khalil Nezhad, A., Haghghi, A., Zirak, p. (2019). Investigating the relationship between managers overconfidence and auditing costs. *The Second Conference on Management, Industrial Engineering and Accounting*, Iran. [In Persian].
- Kim, J.B., Wang, Z., Zhang, L. (2016). CEO overconfidence and stock price crash risk. *Contemporary Accounting Research*, 33(4), 1720-1749.
- Li, W.L., Xie, G.L., Hao, J.Y. (2014). The empirical study on the influence of managerial overconfidence on overinvest behavior. *Journal of Shanxi University of Finance and Economics*, 10, 76-86.
- Malmendier, U., Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20-43.
- Malmendier, U., Tate, G., Yan, J. (2011). Overconfidence and early-life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies. *Journal of Finance*, 66(5), 1687-1733.
- Mingui, Y., Xinping, X., Zhensong, Z. (2006). The relationship between managers' overconfidence and enterprises' radical behavior in incurring debts. *Management World*, 8, 358-379.
- Modares, A., Hassar Zadeh, R. (2008). Financial reporting quality and investment efficiency. *Quarterly Journal of Securities Exchange Commission*, 1(2), 85-116 [In Persian].
- Moradi, M., Mohaghegh, F. (2018). Corporate governance and the relation between product market competition and audit fees. *Empirical Research in Accounting*, 7(4), 33-52 [In Persian].

- Nikbakht, M., Shaban Zadeh, M., Kalhor, K. (2016). Investigating the effect of management over confidence on auditing fees in firms listed on Tehran Stock Exchange. *Journal of Management Studies and Accounting*, 2(1), 171-189 [In Persian].
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11(2-3), 159-189.
- Saeedy, A., Farhanian, S.M.J. (2011). *The elements of economics and behavioral finance*. Iranian Stock exchange news agency in cooperation with economics science university, Iran [In Persian].
- Salehi, F., Ghermezi, A. (2018). Investigating the relationship between reporting quality, financing and investment. *The first conference on science and technology about economics, management and accounting*, Tehran, Iran [In Persian].
- Schrand, C.M., Zechman, S.L. (2012). Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and economics*, 53(1-2), 311-329.
- Shefrin, H. (2001). Behavioral corporate finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 113-126.
- Soleimany Amiri, G., Farshi, Z. (2013). The effect of bank financing and tax objectives on relationship between financial reporting quality and investment efficiency in companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Knowledge*, 3(11), 57-83 [In Persian].
- Taghizadeh Khanqah, V., Badavar Nahandi, Y. (2020). Relationships between Managerial Overconfidence, Internal Financing and Investment Efficiency. *Journal of Accounting Knowledge*, 11(2), 209-238 [In Persian].
- Thaler, R.H. (2016). Behavioral economics: Past, present, and future. *American Economic Review*, 106(7), 1577-1600.