

## بررسی نقش تعدیلی بیش اطمینانی مدیریت بر رابطه بین روابط اجتماعی هیئت مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری

طاهره مولوی بیستونی

کارشناس ارشد حسابداری و هنرآموز آموزش و پرورش کرمانشاه  
molavibisetontahere@gmail.com

شماره ۷۸ / بهار ۱۴۰۲ (جلد اول) / صص ۹۷-۱۱۱  
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره ششم)

### چکیده

یکی از عوامل مهم جهت حل مسائل اقتصادی کشورها، بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است، اما این امر به تنهایی کافی نیست و با توجه به محدودیت منابع مالی، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری نیز از جمله مسائل بااهمیت است. هدف این پژوهش بررسی نقش تعدیلی بیش اطمینانی مدیریت بر رابطه بین روابط اجتماعی هیئت مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری است. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه مورد مطالعه، شامل ۱۴۰ شرکت پذیرفته شده طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ است. روش پژوهش توصیفی و از نظر ارتباط بین متغیرها علی-همبستگی است و از نظر هدف کاربردی و از لحاظ رویداد، پس‌رویدادی است. برای پردازش و آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیونی و داده‌های تابلویی و همچنین مدل اثرات ثابت استفاده شده است. نتایج به دست آمده حاصل از فرضیه نشان می‌دهد که بیش اطمینانی مدیریتی بر رابطه بین روابط اجتماعی هیئت مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معناداری دارد.

**واژگان کلیدی:** کارایی سرمایه‌گذاری، بیش اطمینانی مدیریتی، روابط اجتماعی هیئت مدیره.

### مقدمه

رشد و دگرگونی سریع روابط اقتصادی، منجر به رقابت شدیدی در عرصه تجارت، صنعت و سرمایه‌گذاری شده است. لذا شرکت‌ها برای بقا و گسترش فعالیت‌های خود، نیاز به انجام سرمایه‌گذاری‌های مناسب و به موقع دارند. گزارش‌های مالی شرکت‌ها باید اطلاعاتی فراهم نماید که برای سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل، بستانکاران و سایر استفاده‌کنندگان در سرمایه‌گذاری‌های منطقی، اعطای اعتبار و تصمیم‌های مشابه سودمند باشد (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷). گزارش‌های مالی بایستی اطلاعات لازم برای ارزیابی وضعیت مالی و بنیه اقتصادی بنگاه، ارزیابی عملکرد و توان سودآوری، ارزیابی چگونگی تأمین مالی و مصرف وجوه نقد، ارزیابی چگونگی ایفای مسئولیت مباشرت مدیریت و انجام تکالیف قانونی و فراهم کردن اطلاعات مکمل برای درک بهتر اطلاعات مالی ارائه شده و پیش‌بینی وضعیت آتی را فراهم نماید. در نتیجه این گزارش‌ها اهمیت بسزایی در تحقق اهداف یاد شده دارند و افزایش کیفیت آن‌ها می‌تواند موجب کارآتر بودن سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و حفظ و توسعه منابع آن‌ها گردد. پژوهش‌های اخیر اظهار می‌دارد که، افزایش گزارشگری مالی می‌تواند پیامدهای اقتصادی مهمی نظیر افزایش کارایی سرمایه‌گذاری را به همراه داشته باشد (لامبرت<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶).

<sup>1</sup> Lambert & et al

تصمیم نهایی در مورد چگونگی واکنش شرکت، در واقع بازتابی از عکس‌العمل مدیر آن شرکت خواهد بود و نشان دهنده این است که آیا آن اشتباه دوباره تکرار خواهد شد یا نه. مدیران سخت‌کوش، اشتباهات خود، چگونگی انتقاد از شرکت و آنچه برای بهتر شدن باید انجام دهند را مورد ارزیابی قرار می‌دهند. آن‌ها اشتباه‌هایی را به‌عنوان درسی با ارزش می‌پذیرند و به راه خود ادامه می‌دهند. مدیرانی که به بازخورد توجهی ندارند، آن‌هایی که باور ندارند یک اشتباه نتیجه آن چیزی است که آنان باید تحت کنترل در می‌آوردند و آن اشتباه را پیامد نیروهای خارجی و تصادفی می‌دانند، کسانی هستند که همان اشتباه‌ها را مدام تکرار می‌کنند تا زمانی که به آن شرکت آسیب بزنند. به این‌گونه تورش رفتاری که ممکن است مدیران به آن مبتلا باشند، اعتماد بیش از حد مدیریتی گفته می‌شود (حساس‌یگانه و علوی‌طبری، ۱۳۸۲). مدیران بیش‌اطمینان، احتمال و تأثیر رویدادهای مطلوب در جریان‌های نقدی شرکت را بیش از واقع تخمین می‌زنند و احتمال تأثیر رویدادهای منفی را کمتر از واقعیت ارزیابی می‌کنند. مطالعات نشان می‌دهد با افزایش بیش‌اطمینانی مدیران، احتمال استفاده از روش‌های حسابداری محافظه‌کارانه کمتر می‌شود، احتمال اشتباه در گزارش سود به دلیل نگرش‌های خوش‌بینانه مدیریت افزایش می‌یابد، بر احتمال ارائه مجدد صورت‌های مالی و اجتناب مالیاتی افزوده می‌شود و اثربخشی کنترل‌های داخلی کاهش می‌یابد (چن و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۵).

اعضای هیئت مدیره عناصر اصلی حاکمیت شرکتی هستند که مسئول نظارت بر کیفیت، یکپارچگی گزارش‌های مالی و کنترل مدیران ارشد به‌عنوان نماینده سهامداران هستند. در این ارتباط نسبت استقلال هیئت مدیره به‌عنوان عامل مهمی بر توانایی آن‌ها بر نظارت مدیران شرکتی مؤثر است. بر طبق نظریه نمایندگی، یکی از سازوکارهای مهم که برای کاهش مسائل نمایندگی مؤثر می‌باشد، نسبت استقلال هیئت مدیره است. نسبت استقلال هیئت مدیره با ایجاد انگیزه برای عدم تبانی بین مدیران می‌تواند سود شرکت را افزایش دهد. هیأت مدیره به‌عنوان یکی از ارکان حاکمیت شرکتی مهمترین عامل در کنترل و نظارت بر مدیریت شرکت و محافظت از منافع سهامداران قلمداد می‌شود (دروبتز<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷).

تضاد منافع بین سهامداران و مدیران زمانی به‌وجود می‌آید که مدیران به دنبال فرصت‌هایی برای منفعت شخصی باشند (جنسن و مک‌کلینگ<sup>۳</sup>، ۱۹۷۶)، که به‌طور بالقوه منجر به تصمیمات سرمایه‌گذاری غیربهبینه یا حتی کاهش‌دهنده ارزش می‌شود. با توجه به اختیاراتی که هیئت مدیره در اختیار دارد، استقلال آن برای جلوگیری از اتخاذ چنین تصمیمات خودخواهانه مهم است. درجه هیئت مدیره استقلال اغلب به‌عنوان معیاری برای اثربخشی نظارت هیئت مدیره و نقش آن به‌عنوان ناظر در افزایش ارزش شرکت استفاده می‌شود (فاما و جنسن<sup>۴</sup>، ۱۹۸۳؛ روزنشتاین و وایات<sup>۵</sup>، ۱۹۹۰؛ یرماک<sup>۶</sup>، ۱۹۹۶؛ کور و همکاران<sup>۷</sup>، ۱۹۹۹). بسیاری از مطالعات نشان داده‌اند که مدیران خارجی نقش کلیدی در تضمین استقلال هیئت مدیره و در نهایت نظارت مؤثر دارند (جنسن، ۱۹۹۳). بیشتر آن‌ها میزان استقلال هیئت مدیره را با استفاده از نسبت مدیران خارجی اندازه‌گیری کردند. با این حال، نگرانی‌هایی در مورد استفاده از این نسبت مطرح شده است، زیرا عوامل نامعلوم می‌تواند بر استقلال واقعی مدیران خارجی تأثیر بگذارد. روابط اجتماعی بین مدیران داخلی و خارجی، استقلال هیئت مدیره را تضعیف می‌کند، که در نهایت تأثیر منفی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری به‌بینه به‌علاوه، ذی‌نفعان باید به‌طور مؤثر مدیرانی را که از نظر اجتماعی با اعضای هیئت مدیره مرتبط و دارای اعتماد بیش از حد اعتماد هستند، نظارت کنند. با توجه به موارد بیان شده، مسأله اصلی پژوهش این است که تا چه اندازه بیش‌اطمینانی مدیریتی بر رابطه

<sup>1</sup> Chen & et al

<sup>2</sup> Drobetz

<sup>3</sup> Jensen & Meckling

<sup>4</sup> Fama & Jensen,

<sup>5</sup> Rosenstein & Wyatt

<sup>6</sup> Yermack

<sup>7</sup> Core & et al

بین روابط اجتماعی اعضای هیئت مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد؟

## مبانی نظری پژوهش

### بیش اطمینانی مدیریتی

اعتماد بیش از حد (فرا اطمینانی) یک پدیده شناخته شده و مستند شده در روانشناسی است. روان‌شناسان یک فرد با ویژگی‌های رفتاری فرا اطمینانی را به‌عنوان فردی تعریف می‌کنند که اعتقاد دارد اطلاعات و دانش ایشان بسیار دقیق است (بیش از آنچه که واقعیت دارد). به نظر هاید<sup>۱</sup> متون مربوط به روانشناسی دو تعریف از اعتماد بیش از حد ارائه داده‌اند. نخست، افراد برآورد بیش از واقع از توانایی‌های خود دارند. دوم، افراد یک رویداد را معین‌تر. از آنچه که در واقع هست، می‌بینند. در هر یک از این موارد، کارگزاران اقتصادی بر این باور هستند که اطلاعاتشان دقیق‌تر از دیگران است. در حال حاضر، اقتصاددانان مالی بیش‌تر علاقمند شده‌اند تا بازتاب فرا اطمینانی را بر روی تصمیم‌های مالی و عملکرد بازارهای مالی مشاهده کنند. اعتماد بیش از حد آن‌چنان پدیده روان‌شناختی قوی است که تجربه نیز نمی‌تواند آن را حذف کند (احمد و دوئلمن<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲).

مقوله «غیرعقلایی و منطقی نبودن» مدیریت ناشی از تورش‌های رفتاری مدیران اجرایی شرکت، چالش بزرگی در ادبیات حاکمیت شرکتی است. در حالی که نقش مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در ادبیات استاندارد و سنتی حاکمیت شرکتی منتج از نظریه‌های هزینه نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی و تأثیر آن‌ها بر روی تصمیم‌های شرکتی است، با مطرح شدن مقوله خوش‌بینی و اعتماد بیش از حد مدیریتی، نقش آن‌ها بایستی هم‌راستا با کنترل چنین تورش‌های رفتاری و محدود کردن تأثیرات بالقوه رفتارهای مذکور بر روی استراتژی‌های شرکت باشد (مالمندیر و تاته<sup>۳</sup>، ۲۰۰۸). اعتماد به نفس بیش از حد، یکی از مهم‌ترین مفاهیم مالی رفتاری مدرن است که هم در تئوری‌های مالی و هم روان‌شناسی جایگاه ویژه‌ای دارد. اعتماد به نفس بیش از حد سبب می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک‌ها را کم‌تر از حد تخمین زده، احساس کند روی مسائل و رویدادها کنترل دارد، در حالی که ممکن است در واقع این‌گونه نباشد (احمد و دوئلمن، ۲۰۱۲).

بیش اطمینانی پدیده‌ای شناخته شده در روان‌شناسی است. افراد درباره توانایی‌هایی خود، از جمله قدرت پیش‌بینی، ادراک اطلاعاتی و دانش خود، اغراق می‌کنند. به بیان دیگر به توانایی‌ها و دانش خود اعتماد بیش از حد دارند، البته ممکن است این احساس درونی را اظهار نکنند یا حتی خود نیز از آن غافل باشند. یکی از ریشه‌های وقوع بیش اطمینانی و اصلاح نشدن آن در نتیجه یادگیری این است که افراد مسئولیت موفقیت‌های خود را به عهده می‌گیرند و مسئولیت شکست را به دیگران نسبت می‌دهند. به بیان دیگر، افراد تمایل دارند موفقیت‌هایشان را به عوامل درونی، از جمله استعداد و بصیرتشان نسبت دهند و شکست‌هایشان را در عوامل بیرونی از جمله بدشانسی و اوضاع بد اقتصادی جست‌وجو کنند. از سوی دیگر، افراد به موفقیت‌های خود اعتبار بیشتری می‌دهند تا به شکست‌هایشان (سعیدی و همکاران، ۱۳۹۰).

علت وجودی بیش اطمینانی آرامشی است که افراد از آن به‌دست می‌آورند. بیش اطمینانی با نسبت دادن موفقیت‌ها به خود، به مرور زمان افزایش می‌یابد. از سوی دیگر، افراد به دنبال اثبات خود به دیگران نیز هستند تا تحسین آن‌ها را برانگیزند؛ بنابراین گاهی درباره موفقیت‌های قبلی خود برای دیگران اغراق می‌کنند که از نظر درونی بر آن‌ها تأثیر

<sup>1</sup> Hvide

<sup>2</sup> Ahmed & Duellman

<sup>3</sup> Malmendier & Tate

می‌گذارد و موجب تشدید پدیده بیش‌اطمینانی می‌شود. به گفته دیگر، در بیان اغراق‌آمیز موفقیت‌ها، خود فرد بیش از دیگران تحت تأثیر سخنانش قرار می‌گیرد. مطالعات در این زمینه نشان داده است مشاغل که به قضاوت نیاز دارند، بیش از مشاغل دیگر دچار بیش‌اطمینانی می‌شوند؛ ضمن آنکه هرچه تخصص افراد بیشتر باشد، در معرض بیش‌اطمینانی بیشتری قرار می‌گیرند (سعیدی و همکاران، ۱۳۹۰).

مدیران بیش‌اطمینان 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. آن‌ها بر این باورند واحد تجاری تحت مدیریتشان در بازار سرمایه کمتر از واقع ارزش‌گذاری شده است و ترجیح می‌دهند از منابع تأمین مالی خارج از سازمان کمتر استفاده کنند. به بیانی، انتظار می‌رود سود نقدی کمتری تقسیم کنند (ایشیکاوا و تاکاهاشی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰).

مهم‌ترین مشکل بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران، اندازه‌گیری آن است. تاکنون معیارهای مختلفی برای اندازه‌گیری بیش‌اطمینانی ارائه شده است. یکی از این معیارها، تصمیم‌های مدیران در خصوص اعمال اختیار خرید سهام آن‌ها است؛ مدیران ریسک‌گریز تمایل دارند اختیار سهام خود را زودتر اعمال کنند، اما مدیرانی که به صورت داوطلبانه اختیارهای ارزشمند خود را به مدت طولانی‌تری حفظ می‌کنند، به‌طور احتمال نسبت به توانایی‌های خود و چشم‌انداز شرکت بیش‌اطمینان هستند. معیار دیگر بیش‌اطمینانی، خالص خرید سهام شرکت توسط مدیر است؛ مدیران بیش‌اطمینان نسبت به سایر مدیران، سهام شرکت خود را بیشتر می‌خرند. معیار دیگر شهرت رسانه‌ای و پاداش نسبی مدیران است. انتظار بر این است مدیرانی که ارزیابی عملکرد بالایی دارند، پاداش زیادی دریافت می‌کنند و شهرت رسانه‌ای خوبی دارند، تمایل بیشتری به بیش‌اطمینانی داشته باشند. معیارهای فوق، معیارهای غیرمستقیمی از عقیده مدیران است. معیار دیگری که شاخص مستقیم‌تری از عقیده مدیران و بیش‌اطمینانی آن‌هاست، سوگیری در پیش‌بینی سود مدیران است (لین و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵).

## روابط اجتماعی هیئت مدیره

میزان استقلال اعضای هیئت‌مدیره یکی از عواملی است که بر کارایی هیئت‌مدیره می‌افزاید. در بسیاری از تحقیق‌های حسابداری تا به حال برای کمی‌سازی این شاخص از نسبت مدیران غیرموظف به کل اعضای هیئت‌مدیره استفاده شده است. اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره از کارشناسان خبره‌اند که در کنترل و تصمیم‌گیری نیز بسیار ماهر هستند. این افراد مسئولیت اجرایی در شرکت ندارند. در بسیاری از تحقیق‌ها اثبات شده است که حضور مدیران غیر اجرایی در هیئت‌مدیره اثرات مثبتی بر عملکرد و ارزش‌آفرینی شرکت‌ها دارد (برادران حسن‌زاده و همکاران، ۱۳۹۱).

اصول حاکمیت شرکتی رایج در جهان، اغلب هیئت‌مدیره‌ای را توصیه می‌کند که از اعضای مستقل تشکیل شده باشند. مأموریت کلیدی برای اعضای مستقل هیئت مدیره کسب اطمینان از این مهم است که مشکل نمایندگی میان سهامداران و مدیریت به شیوه‌ای منصفانه حل شود که مستلزم ارزیابی مناسبی از تعادل میان ریسک و پاداش، بازده منافع کوتاه‌مدت در مقابل بازده منافع بلندمدت و تضاد منافع است. بنابراین اعضای مستقل هیئت مدیره نه تنها باید شایسته باشند بلکه باید به حد کافی آگاه باشند تا بتوانند در جهت کسب اطمینان از پایداری شرکت رأی صادر کنند. به‌علاوه این امر نباید با

<sup>1</sup> Ishikawa & Takahashi

<sup>2</sup> Lin & Hu & Chen

دخالت در وظایف مدیریت اجرایی انجام شود بلکه باید به شکلی غیرمستقیم برای اطمینان یافتن از اینکه مدیریت شرکت با داشتن این آگاهی، تصمیمات لازم را می‌گیرد و اقدامات لازم را انجام می‌دهد، صورت پذیرد (سارین، ۲۰۰۰).

هدف بنیادی حاکمیت شرکتی، انطباق و پیروی از قوانین و مقررات نیست بلکه اطمینان از اینکه شرکت به درستی هدایت و راهبری و منافع سهامداران رعایت و منافع ذی‌نفعان تا پایداری شرکت تضمین شود. بنابراین وظیفه اساسی اعضای هیئت مدیره، راهنمایی و نظارت است تا تشکیل ارزش‌های پایدار را حتمی سازد. این نه تنها مسئولیت فردی هر عضو هیئت مدیره است، بلکه مسئولیت مشترک هیئت مدیره به عنوان یک تیم نیز هست. معنای آیین‌نامه‌ای اینکه چه کسی یک عضو مستقل هیئت مدیره است؟ شامل موارد ذیل است:

اگر عضو مستقل هیئت مدیره سهامدار نیز باشد، سهامش باید با نظر به اینکه او یک عضو هیئت مدیره است اعطا گردد و نباید از مجموع ۵ درصد بالاتر رود.

عضو مستقل نباید در طول دو سال گذشته در خود شرکت و هر موسسه مربوط به آن شرکتی از زیرمجموعه‌های آن و یا هر شرکت وابسته دیگری کار کرده باشد.

عضو مستقل نباید استخدام هر شرکت دیگری باشد که به شرکت مذکور خدمات و کالاهای اساسی ارائه می‌دهد (این‌هت، ۲۰۱۲).

عضو مستقل نباید همسر یا فامیل درجه اولی داشته باشد که از سهامداران عمده شرکت است یا در خود شرکت در هر مقام مدیریتی-اجرایی فعالیت می‌کند و یا در مقامی است که می‌تواند مکانیسم‌های کنترل داخلی شرکت را تحت تأثیر قرار دهد.

اگر یکی از اعضای مستقل هیئت مدیره سهامدار نیز باشد به دلیل وظیفه‌اش به عنوان عضو هیئت مدیره، سهام، سود حاصل از این سهام و پاداشی که در ازای عضویت در هیئت مدیره به وی تعلق می‌گیرد، نباید از سقف معین شده توسط قانون بیشتر باشد.

## کارایی سرمایه‌گذاری

زمانی واحد تجاری در سرمایه‌گذاری کارا تعریف می‌شود که همه پروژه‌هایی را که خالص ارزش فعلی مثبت داشته باشند، انتخاب نماید. صرف‌نظر کردن از فرصت‌های سرمایه‌گذاری که خالص ارزش فعلی مثبت دارند، سرمایه‌گذاری کمتر از حد و همچنین انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی به معنای سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌باشد که هر دو حالت بیانگر عدم کارایی سرمایه‌گذاری است. در این پژوهش از اندازه‌گیری کیفیت ارقام تعهدی به عنوان شاخصی برای کیفیت گزارشگری مالی استفاده می‌شود. استفاده از کیفیت ارقام تعهدی بر این حقیقت استوار است که ارقام تعهدی برآوردهایی از جریان‌های نقدی و درآمدهای آتی هستند. کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به دو روش بهبود بخشد:

- ۱) کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سهامداران و سپس کاهش هزینه‌های افزایش سرمایه شرکت.
- ۲) کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران و سپس کاهش هزینه‌های سهامداران برای نظارت بر مدیران و بهبود انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری.

کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری، دو عنصر اصلی ساختار این پژوهش می‌باشد. شرکت‌هایی را به لحاظ سرمایه‌گذاری کارا می‌دانند، اگر تحت شرایط بازاری که اختلافاتی نظیر انتخاب ناسازگار و هزینه‌های کارگزاری در آن وجود ندارد، همه و تنها پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت را انتخاب نمایند. بنابراین عدم کارایی سرمایه‌گذاری شامل



صرف نظر کردن از فرصت‌های سرمایه‌گذاری است که در شرایط عدم وجود انتخاب ناسازگار، خالص ارزش فعلی مثبت دارند (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) و همچنین انتخاب پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه‌گذاری بیشتر از حد). کارایی سرمایه‌گذاری را به‌عنوان انحرافات از سرمایه‌گذاری مورد انتظار در یک مدل سرمایه‌گذاری که سرمایه‌گذاری مورد انتظار را به‌عنوان تابعی از فرصت‌های رشد، پیش‌بینی می‌کند، اندازه‌گیری می‌کنند (فروغی و ساکیانی، ۱۳۹۵). در نتیجه، هم سرمایه‌گذاری کمتر از حد (انحرافات منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) و هم سرمایه‌گذاری بیشتر از حد (انحرافات مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار)، عدم کارایی سرمایه‌گذاری در نظر گرفته می‌شود. کیفیت گزارشگری مالی، دقت و صحت گزارش‌های مالی در بیان اطلاعات مربوط به عملیات شرکت، به خصوص جریان‌های نقدی مورد انتظار، به‌منظور آگاه نمودن سرمایه‌گذاران می‌باشد. طبق بیانیه مفهومی شماره یک هیأت استانداردهای حسابداری مالی، گزارشگری مالی باید "اطلاعات سودمندی فراهم نماید که سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه را در انجام تصمیم‌گیری‌های منطقی یاری نماید". همچنین طبق بیانیه شماره ۳۷ هیأت استانداردهای حسابداری مالی، "گزارشگری مالی اطلاعاتی فراهم می‌کند که سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه را در ارزیابی مبالغ، زمان‌بندی و عدم قطعیت وجوه نقد دریافتی آتی یاری می‌نماید". لذا از اندازه‌گیری کیفیت اقلام تعهدی به‌عنوان شاخصی برای کیفیت گزارشگری مالی استفاده می‌شود. براساس این دیدگاه که اقلام تعهدی، ارزش اطلاعاتی سود را با کاهش اثر نوسانات ناپایدار در جریان‌های نقدی بهبود می‌بخشد. همچنین، اقلام تعهدی، برآوردهایی از جریان‌های نقدی و درآمدهای آتی هستند (وردی، ۲۰۰۶).

### پیشینه پژوهش

آقایی و امری اسرمی (۱۴۰۰)، در پژوهشی به بررسی تأثیر بیش اعتمادی مدیریت بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد با بازده مازاد پرداختند و نتایج نشان می‌دهد (۱) نگاه‌داشت وجه نقد بر بازده مازاد سهام تأثیر مثبت و معنادار و (۲) بیش اعتمادی مدیریت بر بازده مازاد سهام تأثیر منفی و معنادار دارد و (۳) بیش اعتمادی مدیریت بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد با بازده مازاد شرکت تأثیر منفی و معنادار دارد. با افزایش اطمینان مدیریت، درصد بازده مازاد کاهش می‌شود. مدیران بیش اعتماد، با نگهداشت وجه نقد در سطح بالاتر، موجب سرمایه‌گذاری بیش از حد شده و این موضوع منجر به کاهش بازده مازاد می‌شود.

سلیمانی و همکاران (۱۳۹۹)، در پژوهشی به بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری با تأکید بر نقش میانجی تأمین مالی داخلی پرداختند و بیش اطمینانی مدیریت رابطه مثبت و معناداری با تأمین مالی داخلی دارد و تأمین مالی داخلی رابطه مثبت و معناداری با سرمایه‌گذاری بیش از حد و رابطه منفی و معناداری با سرمایه‌گذاری کمتر از حد داشته است، اما متغیر تأمین مالی داخلی تأثیر میانجی بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری ندارد.

تقی‌زاده خانقاه و بادآور نهندی (۱۳۹۹)، در پژوهشی به بررسی ارتباط بین بیش اطمینانی مدیریت، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند و نتایج نشان داد که بین بیش اطمینانی مدیریت و تأمین مالی داخلی، ارتباط مثبت وجود دارد. همچنین بین بیش اطمینانی مدیریت با سطح سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری بیشتر از حد، ارتباط مثبت و با سرمایه‌گذاری کمتر از حد، ارتباط منفی وجود دارد. از سوی دیگر، نتایج نشان داد که بین تأمین مالی داخلی با سطح سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری بیشتر از حد ارتباط مثبت و با سرمایه‌گذاری کمتر از حد ارتباط منفی وجود دارد. در نهایت یافته‌ها حاکی از آن بود که تأمین مالی داخلی بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیریت و سطح سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت دارد

<sup>1</sup> Verdi

و تأثیر تعاملی تأمین مالی داخلی بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیریت و سرمایه‌گذاری بیشتر از حد مثبت و معنادار است، در حالیکه این رابطه برای شرکت‌های کم سرمایه‌گذار معنادار نیست.

ساعدی و دستگیر (۱۳۹۹)، در پژوهشی به بررسی تأثیر تأخیر در گزارش حسابرسی و ضعف کنترل‌های داخلی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که تأخیر در گزارش حسابرسی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری وجود ندارد. به عبارت دیگر تعداد روزهای سپری شده بین تاریخ امضای گزارش حسابرس و پایان سال مالی بر عدم کارایی سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد) تأثیری ندارد. همچنین نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که ضعف کنترل‌های داخلی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری دارد. به عبارت دیگر در صورت وجود ضعف کنترل‌های داخلی و یا افزایش تعداد ضعف کنترل‌های داخلی، عدم کارایی سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد) افزایش می‌یابد. آقایی و حسن‌زاده (۱۳۹۷)، در پژوهشی به بررسی مقایسه‌پذیری حسابداری و تأثیر آن بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند و شواهد پژوهش نشان می‌دهد رابطه مثبت و معناداری بین مقایسه‌پذیری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد. به عبارتی، مقایسه‌پذیری حسابداری، میزان دسترسی به اطلاعات باکیفیت حسابداری در مورد پروژه‌های سرمایه‌گذاری را افزایش داده و منجر به بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌شود.

حساس‌یگانه و همکاران (۱۳۹۶)، در پژوهشی به بررسی رابطه دقت پیش‌بینی سود با کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند و نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که دقت پیش‌بینی سود با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و با سرمایه‌گذاری کمتر از حد و سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه منفی دارد.

یونگ جو کانگ و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۱)، در پژوهشی به بررسی ارتباط بین روابط اجتماعی بین اعضای هیئت مدیره و کارایی سرمایه‌گذاری می‌پردازد و اینکه آیا اعتماد بیش از حد مدیریتی این ارتباط را تشدید می‌کند یا خیر. نتایج نشان داد که روابط اجتماعی بین مدیران با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه منفی دارد و اعتماد بیش از حد مدیریتی این ارتباط را تشدید می‌کند. همچنین روابط اجتماعی بین مدیران داخلی و خارجی، استقلال هیئت مدیره را تضعیف می‌کند، که در نهایت تأثیر منفی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری بهینه به‌علاوه، ذی‌نفعان باید به‌طور مؤثر مدیرانی را که از نظر اجتماعی با اعضای هیئت مدیره مرتبط هستند، بیش از حد اعتماد به نفس دارند نظارت کنند.

یانگ و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۰)، در پژوهشی به بررسی رابطه شبکه‌های اجتماعی آنلاین، نظارت بر رسانه‌ها و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند و نتایج پژوهش نشان داد شبکه‌های اجتماعی آنلاین، تأثیر منفی نظارت رسانه‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد، و همچنین باعث افزایش دانش پیرامون نظارت خارجی و حاکمیت شرکت می‌شود. ویویان و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۸)، در پژوهشی به بررسی نقش هیئت مدیره و کمیته حسابرسی در مدیریت ریسک شرکت‌ها پرداختند و نتایج تحقیق حاکی از آن بود که هیئت مدیره و به ویژه کمیته حسابرسی با مدیریت ریسک رابطه مثبت و معناداری دارد.

گارسیا لارا و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۷)، در پژوهشی به بررسی رابطه محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت پرداختند و دریافتند که بیش‌تر شرکت‌های محافظه‌کار، تمایل کم‌تری به سرمایه‌گذاری بیش از حد و کم‌تر از حد دارند.

<sup>1</sup> Yong Joo Kang & et al

<sup>2</sup> Yang & et al

<sup>3</sup> Vivian & et al

<sup>4</sup> Garsia Lara & et al

علاوه بر این، یک رابطه مثبت میان محافظه کاری و بهره‌وری یافتند و هیچ گونه شواهدی مبنی بر این که شرکت‌های محافظه کارتر، در طرح‌های کم ریسک‌تر سرمایه‌گذاری کنند، نیافتند.

### فرضیه پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش و همچنین به منظور دستیابی به اهداف پژوهش، فرضیه ذیل ارائه می‌گردد. بیش اطمینانی مدیریتی بر رابطه بین روابط اجتماعی هیئت مدیره با کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری دارد. الگوی پژوهش از نوع رگرسیون چندگانه است. بنابراین، مدل زیر برای انجام آزمون فرضیه انتخاب شده است: معادله (۱):

$$\text{Invest}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{OVER}_{it} + \beta_2 \text{TIF}_{it} + \beta_3 \text{OVER}_{it} * \text{TIF}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{LEV}_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در معادله فوق:

Invest: شاخص کارایی سرمایه‌گذاری شرکت  $i$  در سال  $t$ ;

TIF: شاخص روابط اجتماعی هیئت مدیره شرکت  $i$  در سال  $t$ ;

OVER: شاخص بیش اطمینانی مدیریتی شرکت  $i$  در سال  $t$ ;

SIZE: اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$ ;

LEV: اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$ ;

تعریف متغیرها به صورت عملیاتی به شرح زیر است:

### الف) بیش اطمینانی مدیریتی

متغیر مجازی است که اگر باقی مانده مدل اطمینان بیش از حد مدیریتی سال بررسی بزرگ‌تر از صفر باشد، برابر با یک است و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته خواهد شد. رابطه (۱):

$$\text{ASSET} * \text{GR} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sale} * \text{GR}$$

ASSET\*GR: رشد دارایی‌های شرکت در سال  $t$  است که از تفاوت میزان تغییرات دارایی‌ها نسبت به سال گذشته شرکت محاسبه می‌شود.

Sale\*GR: رشد فروش شرکت در سال  $t$  است که از تفاوت میزان تغییرات فروش نسبت به سال گذشته شرکت محاسبه می‌شود (عرب‌صالحی و هاشمی، ۱۳۹۴).

### ب) متغیر مستقل

#### روابط اجتماعی هیئت مدیره

از طریق نسبت اعضای غیرمؤلف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره اندازه‌گیری می‌شود. به عنوان مدلی برای اندازه‌گیری روابط اجتماعی مورد استفاده قرار می‌گیرد. فرض بر این است که مدیران بیرونی دارای تعاملات کمتری با هیئت مدیره هستند.



### ج) متغیر وابسته

#### کارایی سرمایه گذاری

در این پژوهش به پیروی از ادبیات مربوطه (گودمن و همکاران، ۲۰۱۴) از معیار کارایی سرمایه گذاری که از طریق مدل رگرسیون زیر محاسبه می شود، به عنوان شاخص کارایی سرمایه گذاری استفاده می شود:

رابطه (۲):

$$I = \beta_0 + \beta_1 Q_{it} + \beta_2 CFO_{it-1}/Asset_{it-1} + \beta_3 Asset Growth_{it-1} + \beta_2 I_{it-1} + \epsilon$$

I: عبارتست از خرید خالص دارایی های ثابت و دارایی های نامشهود در سال t تقسیم بر جمع دارایی ها در ابتدای سال t؛  
Q<sub>it-1</sub>: معیار Q توین برای سال t-1 است که از تقسیم ارزش بازار دارایی ها به ارزش دفتری دارایی ها بدست می آید.  
CFO<sub>it-1</sub>/Asset<sub>it-1</sub>: عبارتست از جریان نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی در سال t-1 تقسیم بر جمع دارایی ها در ابتدای سال t؛

AssetGrowth: عبارت است از درصد رشد دارایی ها در سال t-1.

I<sub>it-1</sub> سرمایه گذاری های شرکت در سال t-1 تقسیم بر جمع دارایی ها در ابتدای سال t-1.  
در صورتی که مقدار پسماند در این مدل مثبت باشد سرمایه گذاری بیش از حد و در صورت منفی بودن مقدار پسماند سرمایه گذاری کمتر از حد وجود دارد. در این رابطه کارایی سرمایه گذاری عبارت است از معکوس قدرمطلق پسماندهای به دست آمده از مدل رگرسیون شماره (۰.۱) (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۶).

### د) متغیر کنترلی

#### اندازه شرکت

از آنجایی که ارزش بازار سهام، نسبت به سایر متغیرهای این پژوهش عدد بزرگی است، جهت استفاده در تجزیه و تحلیل داده ها از لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام استفاده شده است (نمازی و همکاران، ۱۳۸۸).

رابطه (۳):

اندازه شرکت Ln = تعداد سهام × قیمت سهام

#### اهرم مالی

در این پژوهش، برای اندازه گیری اهرم مالی شرکت از تقسیم ارزش بدهی های جاری بر کل دارایی ها استفاده می شود (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۸۹).

رابطه (۴):

$$\text{اهرم مالی} = BV/\text{Total Assets}$$

BV = ارزش بدهی های جاری.

Total Assets = ارزش کل دارایی ها.

<sup>1</sup> Goodman & et al

## روش شناسی پژوهش

با توجه به این که داده‌ها مربوط به اطلاعات شرکت‌های واقعی بوده و نتایج آن می‌تواند راه‌گشای تصمیم‌های فعالان بازار سرمایه قرار گیرد از این رو پژوهش کاربردی محسوب می‌گردد. از طرف دیگر به دلیل این که رابطه علی و معلولی بین متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش مورد بررسی قرار خواهد گرفت، لذا از لحاظ انجام، علی پس از وقوع است. از لحاظ نحوه اجرا توصیفی و از لحاظ ارتباط بین متغیرها از نوع همبستگی است. و از نوع جمع‌آوری داده‌ها از نوع پژوهش‌های کمی و از لحاظ زمان اجرا گذشته‌نگر و همچنین منطق اجرا استقرایی می‌باشد.

جامعه پژوهش حاضر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ که بالغ بر ۵۵۸ شرکت است، در نظر گرفته شده است. در این پژوهش از حذف سیستماتیک جهت انتخاب نمونه‌ها استفاده شده است.

با توجه به محدودیت‌ها ۱۴۰ شرکت به عنوان نمونه‌ی پژوهش مورد استفاده قرار گرفتند. به‌طور کلی اطلاعات و داده‌های این پژوهش با استفاده از دو روش کتابخانه‌ای و اسناد سازمانی گردآوری شده است.

## یافته‌های پژوهش

در این بخش در مورد ویژگی‌های نمونه آماری و شاخص‌های مربوط به صورت‌های مالی اعضای نمونه آماری بحث و بررسی صورت گرفته است که در ادامه به آنها در دو بخش جداگانه پرداخته شده است.

به‌طور کلی، روش‌هایی را که به‌وسیله آنها می‌توان اطلاعات جمع‌آوری شده را پردازش کرده و خلاصه نمود، آمار توصیفی می‌نامند. لازم به ذکر است که پس از حذف داده‌های پرت و مرتب‌سازی داده‌ها، تعداد شرکت-سال‌های متغیرهای پژوهش با اندکی کاهش مواجه شده است.

جدول (۲): شاخص‌های توصیفی متغیرهای مورد مطالعه

متغیرهای پژوهش	نماد	تعداد	میانگین	میان	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
بیش‌اطمینانی مدیریتی	MB	۷۰۰	۰/۵۳۷	۰/۵۱۰	۰/۰۱۴	۱/۰۰۰	۰/۰۰۵
کارایی سرمایه‌گذاری	Invest	۷۰۰	۰/۰۵۴	۰/۰۴۲	۰/۰۹۷	۰/۴۳۵	۰/۰۱۱
روابط اجتماعی هیئت مدیره	ERM	۷۰۰	۰/۵۳۹	۰/۵۰۱	۰/۲۵۹	۱/۰۲۴	۰/۲۱۵
اهرم مالی	LEV	۷۰۰	۰/۴۱۹	۰/۴۰۳	۰/۱۹۲	۰/۸۶۵	۰/۱۰۳
اندازه شرکت	SIZE	۷۰۰	۱۰/۶۵	۱۰/۳۰	۱/۱۳	۱۳/۸۴	۸/۶۰۳

در مطالعه حاضر روش برآورد مدل براساس داده‌های تابلویی است. این روش تلفیقی از اطلاعات سری زمانی (۱۳۹۵-۱۳۹۹) و داده‌های مقطعی ۱۴۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می‌باشد. تمامی ارقام محاسبه شده برای هر یک از متغیرهای مدل بر حسب میلیون ریال می‌باشد. برنامه‌ی نرم‌افزاری مورد استفاده در این پژوهش، برنامه نرم‌افزاری ایویوز ۹ می‌باشد. مدل‌های برآورد شده با توجه به فرضیه‌های ارائه شده به صورت مدل رگرسیون چندمتغیره ارائه شده‌اند.

جدول (۳): نتایج آزمون چاو، جهت تشخیص همگن یا ناهمگن بودن مقاطع

آزمون مدل	F	احتمال آماره F	نتیجه آزمون چاو
مدل پژوهش	۱۱/۶۳۲	۰/۰۰۰۰	$H_0$ رد می‌شود

همان گونه که در جدول (۳)، دیده می شود، نتیجه آزمون چاو، نشان می دهد که احتمال به دست آمده برای آماره F در مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد است، بنابراین برای آزمون این مدل ها، داده ها به صورت تابلویی مورد استفاده قرار می گیرند.

### آزمون هاسمن

در این آزمون از آماره  $\chi^2$  دو با K درجه آزادی استفاده می شود اگر چپ دو بدست آمده از مقدار جدول بیشتر بود،  $H_0$  مبنی بر تصادفی بودن رد می شود و فرضیه آثار ثابت پذیرفته می شود.

جدول (۴): نتایج آزمون هاسمن، جهت تشخیص استفاده از اثرات ثابت یا تصادفی

آزمون مدل	مقدار آماره	احتمال آماره	نتیجه آزمون
مدل پژوهش	۲۷/۱۵۹	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت

طبق نتایج حاصل از آزمون هاسمن برای مدل پژوهش، با توجه به اینکه در ازاء خطای ۵ درصد میزان آماره هاسمن برای مدل پژوهش (۲۷/۱۵۹) شده است و از طرفی میزان سطح معناداری کمتر از ۵ صدم است، لذا  $H_0$  رد می شود. رد  $H_0$  نشان می دهد که روش اثرات تصادفی ناسازگار می باشد و بایستی از روش اثرات ثابت استفاده شود.

جدول (۵): نتایج آزمون فرضیه

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	Prob.
مقدار ثابت	C	۰/۶۵۸	۰/۲۵۰	۲/۶۳۴	۰/۰۰۰۰
بیش اطمینانی مدیریتی	$\beta_1$ (OVER)	-۰/۶۲۸	۰/۲۷۷	-۲/۲۶۴	۰/۰۰۱۵
روابط اجتماعی هیئت مدیره	$\beta_2$ (TIF)	۰/۴۰۲	۰/۱۷۶	۲/۲۸۰	۰/۰۰۱۴
بیش اطمینانی* روابط اجتماعی هیئت مدیره	$\beta_3$ (OVER*TIF)	-۰/۵۹۲	۰/۲۶۷	-۲/۲۱۳	۰/۰۰۲۰
اندازه شرکت	$\beta_4$ (SIZE)	۰/۱۶۳	۰/۰۷۰	۲/۳۱۹	۰/۰۰۴۷
اهرم مالی	$\beta_5$ (LEV)	-۰/۲۷۵	۰/۰۹۰	-۳/۰۴۸	۰/۰۰۰۲
آماره F		۱۳/۶۳۲			
سطح معناداری (Prob.)		(۰/۰۰۰)			
آماره دوربین واتسون		۱/۹۲۵			
ضریب تعیین ( $R^2$ )		۰/۵۳۰			
ضریب تعیین تعدیل شده ( $AdjR^2$ )		۰/۵۱۰			

با توجه به نتایج آزمون مدل پژوهش، سطح معنای داری آماره F (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطا بوده و کل مدل رگرسیونی معنادار است. آماره دوربین واتسون (۱/۹۲۵) در فاصله بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد بنابراین همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. با توجه به پایین بودن سطح اطمینان آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب  $\beta_3$  نتایج آزمون نشان می دهد بیش اطمینانی مدیریتی بر رابطه بین روابط اجتماعی هیئت مدیره و کارایی سرمایه گذاری تأثیر منفی و معناداری دارد، بنابراین  $H_0$  پژوهش را می توان در سطح خطای ۵ درصد رد کرد. همچنین سطح معناداری آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب  $\beta_4$  نتایج آزمون نشان می دهد متغیر کنترلی اندازه شرکت با کارایی سرمایه گذاری رابطه مثبت و معناداری دارد و سطح معناداری آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب  $\beta_5$  نتایج آزمون نشان می دهد متغیر کنترلی اهرم مالی با کارایی سرمایه گذاری رابطه منفی و معناداری دارد. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می دهد که متغیرهای وارد شده در رگرسیون توانسته اند ۵۱ درصد از تغییرهای متغیر وابسته را توضیح دهند.

## نتیجه گیری کلی

هدف پژوهش حاضر بررسی نقش تعدیلی بیش اطمینانی مدیریت بر رابطه بین روابط اجتماعی هیئت مدیره و کارایی سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس در بازه زمانی ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ انجام گرفته است. تأثیر متغیرها با استفاده از داده های تابلویی و روش اثرات ثابت در شرکت ها بررسی شده است. نتایج به دست آمده حاصل از فرضیه نشان می دهد که بیش اطمینانی مدیریتی بر رابطه بین روابط اجتماعی هیئت مدیره و کارایی سرمایه گذاری تأثیر منفی و معناداری دارد. در تبیین این نتیجه می توان بیان نمود بیش اطمینانی از مهمترین ویژگی های شخصیتی مدیران است که بر ریسک پذیری تأثیر دارد. مدیران بیش اطمینان به دلیل اعتماد به نفس کاذب، بازده های آتی پروژه های واحد تجاری را بیشتر برآورد می کنند. از این رو، ممکن است احتمال وقوع و تأثیر شوک های مثبت جریان های نقدی آتی حاصل از این پروژه ها را بیشتر برآورد کنند و در مقابل برآورد کمتری از شوک های منفی داشته باشند. مدیران در مورد بهای سرمایه گذاری بیش از اندازه خوش بین هستند، بنابراین، آن ها گاهی اوقات بها را کمتر از ارزش نشان می دهند اما بهای واقعی بیش از دو برابر می باشد. مدیران زیان را با تأخیر شناسایی و به طور معمول از حسابداری محافظه کارانه ای کمتری استفاده می نمایند. گذشته از این نظارت برون سازمانی کمک می کند اثرات آن را کاهش دهد که نتیجه این مسائل تأثیر معکوس بیش اطمینانی بر رابطه بین روابط اجتماعی هیئت مدیره و کارایی سرمایه گذاری است.

## منابع

- ✓ آزاد، محمد، (۱۳۸۶)، ریسک در گزارشگری مالی، روزنامه سرمایه، شماره ۶۲۰.
- ✓ آقابابایی، محمدحسین، خوشکار، فرزین، خانمحمدی، محمدحامد، (۱۳۹۹)، بررسی تأثیر مدیریت ریسک بر رابطه بین ویژگی های کمیته حسابرسی و عملکرد شرکت، مجله پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی، سال ۴، دوره ۴، صص ۱۹-۳۲.
- ✓ آقای، محمدعلی، حسن زاده، بهروز، (۱۳۹۷)، مقایسه پذیری حسابداری و تأثیر آن بر کارایی سرمایه گذاری، مجله دانش حسابداری، دوره نهم، شماره دوم، صص ۱-۱۴.
- ✓ ابراهیمی کردلر، علی، (۱۳۸۶)، نظام راهبری شرکت و نقش سرمایه گذاران نهادی در آن، دانش و پژوهش حسابداری، شماره هشتم، صص ۱-۱۸.
- ✓ احمدپور، احمد، (۱۳۹۰)، رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۳، شماره ۴۶، صص ۱-۱۶.
- ✓ اشرف زاده، سیدحمیدرضا، مهرگان، نادر، (۱۳۸۷)، اقتصادسنجی پانل دیتا، انتشارات دانشگاه تهران.
- ✓ الهایی سحر، مهدی، اسکندر، هدی، (۱۳۹۶)، بررسی اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر انواع عدم کارایی سرمایه گذاری، فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره نهم، شماره ۳۵، صص ۱-۱۵.
- ✓ بابایی، محمدعلی، وزیرزنجانی، حمیدرضا، (۱۳۸۵)، مدیریت ریسک، رویکردی نوین برای ارتقای اثربخشی سازمان ها، مجله تدبیر شماره ۱۷۰، صص ۲۹-۴۲.
- ✓ بادآورنهندي، یونس، تقی زاده خانقاه، وحید، (۱۳۹۲)، ارتباط بین برخی مکانیزم های حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری در مراحل چرخه عمر، دانش حسابداری، دوره پنجم، شماره ۱۸، صص ۵۶-۶۹.
- ✓ بهرام فر، نقی، (۱۳۹۱)، رابطه بین سود هر سهم، تقسیم سود و سرمایه گذاری، بررسی های حسابداری و حسابرسی.

- ✓ تاری وردی، یداله، دامچی جلودار، زهرا، (۱۳۹۱)، رابطه مدیریت ریسک و عملکرد شرکت، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره چهارم، شماره ۱۵، صص ۷۵-۸۹.
- ✓ تهرانی، رضا، نوربخش، عسکر، (۱۳۹۰)، مدیریت سرمایه‌گذاری، تهران، انتشارات نگاه دانش.
- ✓ ثقفی، علی، عرب‌مازاز یزدی، محمد، (۱۳۸۹)، کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره دوم، شماره چهارم، صص ۸۹-۱۰۳.
- ✓ جبلة، رمضان علی، (۱۳۹۳)، تاثیر فشارهای مالی و مدیریت ریسک بر عملکرد مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌ها، مجله تدبیر.
- ✓ جهانخانی، علی، پارسائیان، علی، (۱۳۸۹)، مدیریت مالی، انتشارات سمت.
- ✓ حافظ‌نیا، محمدرضا، (۱۳۸۴)، مقدمه‌ای بر روش تحقیق در علوم انسانی، انتشارات سمت.
- ✓ حساس‌یگانه، یحیی، مرفوع، محمد، نقدی، معصومه، (۱۳۹۶)، رابطه دقت پیشبینی سود با کارایی سرمایه‌گذاری، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۱۴، شماره ۵۴، صص ۲۶-۴۱.
- ✓ حسینی، سیدعلی، خوئینی، میهن، (۱۳۹۹)، مبانی نظری خوش‌بینی مدیران و اندازه‌گیری آن، فصلنامه مطالعات حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۳، صص ۵-۲۴.
- ✓ حیدرانی، جمیله، خوشکار، فرزین، گرجی زاده، داوود، (۱۴۰۰)، بررسی رابطه اظهار نظر حسابرس و مدیریت ریسک با رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۴، شماره ۴۶، صص ۹۴-۱۰۸.
- ✓ خاکی، منصور، (۱۳۸۷)، روش تحقیق با رویکردی به پایان نامه نویسی، انتشارات بازتاب، تهران.
- ✓ خدایی، محمد و یحیایی، منیره، (۱۳۸۹)، بررسی رابطه بین مدیریت سود، کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، مجله حسابداری مدیریت.
- ✓ دستگیر، محسن، گوگردچیان، احمد، آدمیت، ستاره، (۱۳۹۵)، رابطه بیک کیفیت سود (پراکندگی سود) و بازده سهام، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال هفتم، شماره ۲۶، صص ۱۹-۳۲.
- ✓ دلاور، علی، (۱۳۸۶)، روش تحقیق در روان‌شناسی و علوم تربیتی، انتشارات ویرایش، تهران.
- ✓ زمانی، محمد، نوری فرد، یداله، حمیدیان، محسن، جعفری، سیده محبوبه، (۱۴۰۰)، رویکرد معادلات ساختاری در تحلیل ارتباط وضعیت مالی شرکت و ارزش در معرض خطر با تأکید بر نقش مدیریت ریسک، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، دوره ۱، شماره ۴۶، صص ۷۶-۹۷.
- ✓ ساعدی، رحمان، دستگیر، محسن، (۱۳۹۹)، تأثیر تأخیر در گزارش حسابرسی و ضعف کنترل‌های داخلی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۱۰، شماره ۱، صص ۲۳-۵۱.
- ✓ ستایش، محمدحسین، فعال قیومی، علی، (۱۳۹۲)، دوره تصدی حسابرس، چرخه عمر و کارایی سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات حسابداری و حسابرسی سال دوم.
- ✓ سرمد، زهره، بازرگان، عباس، حجازی، الهه، (۱۳۸۴)، روش‌های تحقیق در علوم رفتاری، انتشارات آگه، تهران.
- ✓ Barberz. M. & Aidin, S. (2001). Random Walk Test In USA Stock Markets. Journal of Financial Decision.
- ✓ Bouwman, C. H. S. (2009). Managerial optimism and the market's reaction to dividend changes. Retrived from mit.edu.



- ✓ Busse, A., Goyal, M & Wahal, S (2010). Performance and Persistence in Institutional Investment Management" *The Journal of Finance* ,Vol. LXV, NO.2
- ✓ Chen, F.; Hope, O. K.; Li, Q. and Wang, X. (2014). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86 (4): 1255-1288.
- ✓ Duellman, S., Hurwitz, H., & Sun, Y., (2015). Managerial overconfidence and audit fees. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 2 )11(: 148- 165.
- ✓ Eisdorfer A, Giaccotto C. & White, R. (2016). Capital Structure, Executive Compensation, and Investment Efficiency. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 37, pp. 549–562.
- ✓ Francis, J. (2012). Are examination of the persistence of accruals and cash flows. *Journal of Accounting and Economics*; 43: 416-451.
- ✓ Fromelt, R. (2001). Return and Volatility Spillovers Between Large and Small Stocks in the UK.
- ✓ Garsia Lara J. M, Garsia Osma B. & Penalva, F. (2017). Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1383642](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1383642).
- ✓ Gomariz M. F. C, & Ballesta J. P. S. (2016). Financial Reporting Quality, Debt Maturity and Investment Efficiency. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 40, pp. 494–506.
- ✓ Heli Wang, (2010). The Interfaces of Strategy and Finance Investment through Risk Management. Long Range.
- ✓ Hubbard R. Gul, F. A. (2009). Discretionary Accounting Accruals, Managers Incentives, and Audit Fees. *Contemporary Accounting Research*, 20 (3): 441-464.
- ✓ Lambert, R. (2006). Contracting theory and accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32 (1-3): 3-87.
- ✓ Lawrence A. Gordon, A. Martin P. Loeb, A. & Chih-Yang Tseng (2015). Enterprise risk management and firm performance: A
- ✓ Lismond, Dan. (2007). Does auditor tenure affect accounting conservatism? Further evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*. 29(3), 226-241.
- ✓ Malmendier, U. & Tate, G. (2008). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *Journal of Finance*, 60 (6): 661–700.
- ✓ Minnis, M. (2019). The value of financial statement verification in debt financing: evidence from private u.s. firms, Forthcoming in *Journal of Accounting Research*.
- ✓ Nevins, G. (2004). From WallStreet to the Great Wall: Investment Opportunities in China, Presented at CFA Institute Annual Conference, Vancouver, British Columbia, Canada.
- ✓ Ojo, Marianne (2010). International Framework for Liquidity Risk
- ✓ Pagach, D, & Warr. R. (2010). An Empirical Investigation of the Characteristics of Firms Adopting Enterprise Risk Management," North Carolina State University Working Paper.
- ✓ Pompian, M. M. (2010). Behavioral finance and asset management knowledge. Ahmad Badri. Tehran: Keyhan.
- ✓ Rusmin, R. & Evans, J. (2019). Audit Quality And Audit Report Lag: Case Of Indonesian Listed Companies«, *Asian Review of Accounting*, 25 (2), 191-210.
- ✓ Seetharaman, A., Vikas Kumar Sahu A. S. Saravanan John Rudolph Raj and Indu Niranjana (2017). The Impact of Risk Management in Credit Rating Agencies, *Risks* 2017, 5, 52; doi:10.3390/risks5040052.
- ✓ Shafrin, R.J. (2005). From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance, *Journal of Economic Perspectives*.
- ✓ Taller, S. & Barberz. M. (2001). Random Walk Test In USA Stock Markets. *Journal of Financial Decision*, No9

- ✓ Verdi R. (2006). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency. Unpublished PhD Dissertation, Faculties of the University of Pennsylvania in Partial Fulfillment, OR Working paper. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=930922](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=930922).
- ✓ Vivian, T (2018). The Role of the Board and the Audit Committee in Corporate Risk Management, The North American Journal of Economics and Finance 54 DOI:10.1016/j.najef.2018.11.008.
- ✓ Y,X. Dongmei Cao, Panagiotis Andrikopoulos, Zonghan Yang, Tina Bass. (2020). Online social networks, media supervision and investment efficiency: An empirical examination of Chinese listed firms, Technological Forecasting and Social Change Volume 154 May 2020 Article 119969.

