

The Effect of Financial Constraint and Managerial Overconfidence on Investment-Cash Flow Sensitivity

Ramtin Falahat¹, Fatemeh Samadi², Mostafa Hashemi Tilenoee³

¹ Master's Student, Department of Management, Tehran East Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.
ramtinfalar@gmail.com

² Assistant Professor, Department of Management, Faculty of Humanities, Tehran East Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran (**Corresponding author**). m.samadi53@gmail.com

³ Assistant Professor, Department of Management, Faculty of Humanities, Tehran East Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. mostafahashemi82@gmail.com

Abstract

Purpose: Access to cash flow is primarily important for the substantiation of corporation investment plans but in various situations, the effect of cash flow on investment may change. Accordingly, the present study has dealt with the impact of financial constraints and managerial overconfidence on investment-cash flow sensitivity.

Method: The statistical sample consisted of 153 companies accepted in Tehran Stock Exchange from 2013 to 2021. The required data were collected from audited financial statements in Coda website. 8 hypotheses were proposed in this study and then tested using regression econometrics with fixed effects and Probit regression in EViews.

Results: Cash flow has a significantly positive effect on investment and overinvestment. Moreover, financial constraint increases positive investment and overinvestment-cash flow sensitivity although managerial overconfidence has no significant impact on investment and overinvestment sensitivity to cash flow. Yet, when the correlation between financial constraint and managerial overconfidence is considered, positive investment and overinvestment-cash flow sensitivity is reinforced which indicates the important role of financial constraint on adopting investment decisions.

Conclusion: By supporting the theory of investment-cash flow sensitivity, findings of the study show that financial constraint, managerial overconfidence, and cash flow all have a vital effect on corporation investment decision making.

Keywords: Cash Flow, Overinvestment, Financial Constraint, Managerial Overconfidence.

<http://sebaa.journal.qom-iau.ac.ir/>

Received: 2023/06/26 ; Revised: 2023/07/22 ; Accepted: 2023/08/03 ; Published online: 2023/08/25

<https://doi.org/10.22034/sebaa.2023.704971>

Publisher: Qom Islamic Azad University

Article type: Research

© the authors



تأثیر محدودیت مالی و بیش‌اعتمادی مدیران بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد

رامتین فلاحت^۱، فاطمه صمدی^۲، مصطفی هاشمی تیله نوئی^۳

^۱ دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه مدیریت، واحد تهران شرق، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. ramtinfalar@gmail.com

^۲ استادیار، گروه مدیریت، دانشکده علوم انسانی، واحد تهران شرق، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول).
m.samadi53@gmail.com

^۳ استادیار، گروه مدیریت، دانشکده علوم انسانی، واحد تهران شرق، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. mostafahashemi82@gmail.com

چکیده

هدف: دسترسی به وجوه نقد برای شرکت‌ها، در تحقق برنامه‌های سرمایه‌گذاری بسیار کلیدی است، اما ممکن است در شرایط مختلف، تأثیرپذیری سرمایه‌گذاری از جریان نقد تغییر کند. بر همین اساس، مطالعه حاضر به بررسی تأثیر محدودیت مالی و بیش‌اعتمادی مدیران بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد پرداخته است.

روش: نمونه آماری مورد مطالعه شامل ۱۵۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰ است و اطلاعات مورد نیاز از صورت‌های مالی حسابرسی شده که در سایت کدال موجود است، گردآوری شده‌اند. در این مطالعه هشت فرضیه تبیین شده است که با استفاده از تکنیک‌های اقتصادسنجی رگرسیون اثرات ثابت و رگرسیون پروبیت، در نرم‌افزار ایویوز مورد آزمون قرار گرفته‌اند.

یافته‌ها: جریان نقد تأثیر مثبت و معناداری بر سرمایه‌گذاری و بیش‌اعتمادی دارد. همچنین محدودیت مالی، حساسیت مثبت سرمایه‌گذاری و بیش‌اعتمادی بر سرمایه‌گذاری به جریان نقد را افزایش می‌دهد، ولی بیش‌اعتمادی مدیران تأثیری بر حساسیت سرمایه‌گذاری و بیش‌اعتمادی بر سرمایه‌گذاری به جریان نقد ندارد. با این وجود، زمانی که تعامل محدودیت مالی و بیش‌اعتمادی مدیران، در نظر گرفته می‌شود، حساسیت مثبت سرمایه‌گذاری و بیش‌اعتمادی بر سرمایه‌گذاری به جریان نقد، تقویت می‌شود که حاکی از نقش مهم محدودیت مالی در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری است.

نتیجه‌گیری: یافته‌های این مطالعه با حمایت از تئوری حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد، نشان می‌دهد که محدودیت مالی، بیش‌اعتمادی مدیران و جریان‌های نقد، همگی نقشی حیاتی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری شرکت ایفا می‌کنند.

کلیدواژه‌ها: جریان نقد، بیش‌اعتمادی، محدودیت مالی، بیش‌اعتمادی مدیران.

استاد به این مقاله: فلاحت، رامتین؛ صمدی، فاطمه؛ هاشمی تیله نوئی، مصطفی (۱۴۰۲). تأثیر محدودیت مالی و بیش‌اعتمادی مدیران بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد. *مطالعات اخلاق و رفتار در حسابداری و حسابرسی*، ۳(۳)، ص ۵۷-۹۰.

<https://doi.org/10.22034/sebaa.2023.704971>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۴/۰۵؛ تاریخ اصلاح: ۱۴۰۲/۰۴/۳۱؛ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۵/۱۲؛ تاریخ انتشار آنلاین: ۱۴۰۲/۰۶/۰۳

© the authors

نوع مقاله: پژوهشی

ناشر: دانشگاه آزاد اسلامی واحد قم



۱. مقدمه

سرمایه‌گذاری شرکتی می‌تواند تأثیرات عمده‌ای بر حفظ توسعه شرکت و ایجاد ارزش مازاد برای سهامداران داشته باشد. تحقیقات پیشین (آسیگلو^۱ و همکاران، ۲۰۰۸؛ لولن و لولن^۲، ۲۰۱۶؛ مولیر^۳ و همکاران، ۲۰۱۶) نشان می‌دهد محدودیت تأمین مالی یک عامل حیاتی است که بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر می‌گذارد. زمانی که بازار سرمایه کارا نباشد، عدم تقارن اطلاعاتی وجود خواهد داشت که منجر به شکاف بین هزینه‌های داخلی و خارجی شرکت می‌شود و بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد. موضوعی که در ادبیات پژوهش بسیار مورد توجه قرار گرفته است، حساسیت سرمایه‌گذاری به وجوه داخلی است. هنگامی که وجوه داخلی در دسترس مدیران بیشتر می‌شود، سطح سرمایه‌گذاری شرکت گسترش می‌یابد و منجر به کاهش سرمایه‌گذاری می‌شود، اما ممکن است باعث سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد نیز شود. لولن^۴ و لولن (۲۰۱۶) سه توضیح ممکن برای این پدیده ارائه می‌دهند که چرا شرکت تمایل دارد زمانی که جریان وجوه نقد بالا است، سرمایه‌گذاری بیشتری کند؛ اول، وجوه داخلی در مقایسه با وجوه خارجی، هزینه کمتری دارند. دوم، مدیران ممکن است وجوه تولید شده داخلی را بیش‌ازحد خرج کنند. سوم، سرمایه‌گذاری ممکن است منحصراً به فرصت‌های سرمایه‌گذاری وابسته نباشد و به جریان وجوه نقد مربوط باشد؛ به ویژه در شرکت‌هایی که در معرض بازارهای سرمایه ناکارا هستند. در شرایطی که بازار سرمایه کارا نیست، شرکت‌ها دسترسی نامحدود و برابری به تأمین مالی خارجی ندارند. ارسلان^۵ و همکاران (۲۰۰۶) اشاره می‌کنند که وجوه نقد موجود به عنوان یک ابزار پوششی معتبر در برابر نوسانات جریان نقد عمل می‌کند و توانایی شرکت‌ها را برای استفاده از فرصت‌های رشد سودآور بهبود می‌بخشد. بنابراین، انتظار می‌رود شرکت‌هایی که در بازارهای سرمایه ناکارا فعالیت می‌کنند، وجوه نقد بالاتری را به‌عنوان ذخایر نقدی برای انجام سرمایه‌گذاری در زمانی که تأمین مالی خارجی بسیار پرهزینه بوده و منابع مالی داخلی ناکافی است، نگهداری کنند. شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد بیشتر، تمایل دارند ذخایر نقدی بیشتری را نگهداری کنند تا از گزینه‌های رشد در زمانی که جریان‌های نقد، کم و وجوه خارجی پرهزینه هستند، چشم‌پوشی نکنند. بنابراین، این‌طور استدلال می‌شود که در شرکت‌های با

1. Ascioğlu
2. Lewellen & Lewellen
3. Mulier
4. Lulen
5. Arslan

محدودیت‌های مالی بیشتر، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقد بیشتر است. علاوه بر این، ارسلان-آیادین^۱ و همکاران (۲۰۱۴) و یونگ^۲ و همکاران (۲۰۱۵) دریافتند که انعطاف‌پذیری مالی، توانایی سرمایه‌گذاری شرکت را افزایش می‌دهد. در نتیجه، انعطاف‌پذیری مالی (یا عدم وجود محدودیت‌های مالی) نیز بر سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر می‌گذارد.

براساس این فرض که مدیران منطقی هستند، سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تنها توسط عواملی مانند بازار سرمایه و فرصت‌های رشد تعیین می‌شود. با این حال، بحث در مورد رفتار منطقی مدیران همیشه یک موضوع داغ بوده است. مدیران ترجیح می‌دهند از تأمین مالی داخلی استفاده کنند؛ زیرا می‌توانند وجوه داخلی بیشتری را کنترل نمایند. تحقیقات قبلی نشان می‌دهد مدیرانی که از اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد برخوردار هستند، معمولاً تأمین مالی داخلی را نسبت به منابع دیگر اتخاذ می‌کنند؛ زیرا آن‌ها معتقدند که شرکت آن‌ها توسط بازار سرمایه، کمتر از حد ارزش‌گذاری شده و تأمین مالی خارجی بیش‌ازحد قیمت‌گذاری شده است (مالمندیر^۳ و همکاران، ۲۰۱۱؛ دشموک^۴ و همکاران، ۲۰۱۳). هی^۵ و همکاران (۲۰۱۹) نشان می‌دهند که اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد مدیریتی منجر به افزایش سرمایه‌های داخلی و پس از آن سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد می‌شود. علاوه بر این، مطالعات قبلی (لولن و لولن، ۲۰۱۶؛ محمد و شهاتا^۶، ۲۰۱۷) که در مورد ارتباط بین تصمیمات شرکتی و رفتار مدیریتی بحث می‌کنند، دریافتند که سوگیری‌های رفتاری مدیریتی که بازده آتی شرکت‌هایشان را بیش‌ازحد تخمین می‌زند، منجر به حساسیت بیشتر سرمایه‌گذاری به جریان نقد شده و تأثیر آن در شرکت‌های دارای محدودیت مالی تشدید می‌شود. بنابراین، تأمین مالی داخلی این فرصت را به مدیران می‌دهد تا در سطح مطلوب خود سرمایه‌گذاری کنند. با این حال، زمانی که مدیران دارای بیش‌اعتمادی، باور کنند که شرکت‌هایشان ارزش کمتری دارند و بازده پروژه‌های سرمایه‌گذاری را بیش‌ازحد ارزش‌گذاری کنند، ممکن است باعث سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد شود. بسیاری از مطالعات تجربی یک رابطه مثبت معنادار بین جریان نقد و سطح سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهند. اما در مورد دلیل وجود چنین رابطه مثبتی به نتیجه قطعی نمی‌رسند.

1. Arslan-Ayaydin
2. Yung
3. Malmendier
4. Deshmukh
5. He
6. Mohamed & Shehata

اثرات ترکیبی محدودیت‌های مالی و بیش‌اعتمادی مدیریتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری نیز نامشخص بوده و به طور کامل مورد بررسی قرار نگرفته است. بر همین اساس در این مطالعه ضمن بررسی حساسیت سرمایه‌گذاری و بیش‌سرمایه‌گذاری به جریان نقد در شرکت‌های با محدودیت مالی و شرکت‌های با مدیران دارای بیش‌اعتمادی، اثرات تعاملی محدودیت مالی و بیش‌اعتمادی مدیران بر حساسیت سرمایه‌گذاری و بیش‌سرمایه‌گذاری به جریان نقد نیز مورد بررسی قرار گرفته است.

این مطالعه به چندین روش به توسعه ادبیات کمک می‌کند. اول، این مطالعه با ارائه شواهدی جدید، ادبیات مربوط به حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد را توسعه می‌دهد. دوم، ادبیات مربوط به محدودیت‌های تأمین مالی و بیش‌اعتمادی مدیران با بررسی نقش این دو متغیر و همچنین اثرات تعاملی آن‌ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد گسترش می‌یابد. در ادبیات مالی و حسابداری، محدودیت‌های تأمین مالی یک عامل حیاتی برای تصمیمات شرکتی است. از طرفی در حوزه مالی رفتاری، ویژگی‌های روان‌شناختی مدیران از جمله بیش‌اعتمادی آن‌ها همیشه یک موضوع بحث‌برانگیز در زمینه تصمیمات شرکتی بوده است؛ بنابراین، مطالعه حاضر می‌تواند شواهد جدیدی در مورد پیامدهای محدودیت مالی و بیش‌اعتمادی مدیران و همچنین، اثرات تعاملی این دو ارائه دهد و دانش مربوط به این حوزه را توسعه بخشد. سوم، مطالعه حاضر علاوه بر موضوع حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد، بیش‌سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را نیز با استفاده از مدل ریچاردسون^۱ (۲۰۰۶) محاسبه کرده و با بررسی اثرات تعاملی محدودیت مالی و بیش‌اعتمادی مدیران بر حساسیت بیش‌سرمایه‌گذاری به جریان نقد، بحث ناکارایی سرمایه‌گذاری را نیز برجسته می‌کند و ادبیات مربوط به این حوزه را نیز توسعه می‌دهد. بنابراین، به طور کلی این مطالعه مشارکت بسزایی در توسعه ادبیات حوزه مالی رفتاری دارد. مطالعات گسترده‌ای در زمینه عوامل مؤثر بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد انجام شده است، ولی اثرات تعاملی محدودیت مالی و بیش‌اعتمادی مدیران بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد، مورد توجه محققان پیشین نبوده است. علاوه بر این، در ادبیات پیشین بیشتر به موضوع حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد توجه شده و حساسیت بیش‌سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از مؤلفه‌های ناکارایی سرمایه‌گذاری به جریان نقد، کمتر مورد توجه قرار گرفته است؛ لذا این مطالعه می‌تواند خلأ مطالعاتی موجود را کاهش دهد.

علاوه بر این، مطالعه حاضر فواید عملی برای سرمایه‌گذاران و مشارکت‌کنندگان در بازار سرمایه نیز به همراه دارد و می‌تواند به آن‌ها کمک کند تا با استفاده از یافته‌های مطالعه، برای تصمیمات تخصیص سرمایه خود برنامه‌ریزی کنند. همچنین مقامات نظارتی و نظام راهبری شرکتی نیز می‌توانند جهت محافظت از منافع سرمایه‌گذاران، از یافته‌های این مطالعه استفاده کنند و نظارت بهتری را بر شرکت‌هایی که با احتمال ناکارایی سرمایه‌گذاری مواجه هستند، اعمال نمایند.

۲. مبانی نظری و فرضیه‌های پژوهش

در ادامه، مختصری در مورد به مباحث تئوریک و شواهد تجربی مرتبط با موضوع پژوهش و توسعه فرضیه‌ها پرداخته شده است.

۲-۱. حساسیت سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد

حجم زیادی از ادبیات پژوهش نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری شرکتی به طور مثبت تحت تأثیر جریان نقد تولیدشده داخلی قرار می‌گیرد؛ زیرا شرکت‌ها معمولاً به جای وجوه خارجی برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری، روی وجوه داخلی حساب می‌کنند (مالمندیر و تیت^۱، ۲۰۰۵؛ لین^۲ و همکاران، ۲۰۰۵؛ کمپبل^۳ و همکاران، ۲۰۱۱؛ گل و تاستان^۴، ۲۰۲۰). با این حال، دلیل وجود این رابطه مثبت همچنان بحث‌برانگیز است.

اولین توضیح برای رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاری و جریان نقد، ناشی از مشکل نمایندگی است (جنسن^۵، ۱۹۸۶). این تفسیر مطابق با فرضیه جریان نقد آزاد است که در آن عدم انطباق منافع مدیران و سهامداران به وجود می‌آید. از آنجا که بازار سرمایه خارجی دامنه‌ای را که مدیران می‌توانند سرمایه‌گذاری با منافع شخصی را دنبال کنند، محدود می‌کند، جریان نقد ورودی، به مدیران این امکان را می‌دهد که به جای پرداخت سود سهام به سهامداران، بیشتر سرمایه‌گذاری کنند و ممکن است برای منافع خصوصی مانند ساختن امپراتوری، بیش از حد سرمایه‌گذاری کنند. به گفته هی^۶ و همکاران (۲۰۱۹)، در دسترس بودن وجوه داخلی، به شرکت‌ها اجازه می‌دهد تا سرمایه‌گذاری تجاری را گسترش دهند، و کمتر سرمایه‌گذاری را کاهش دهند، اما همچنین باعث سرمایه‌گذاری

1. Malmendier & Tate
2. Lin
3. Campbell
4. Gul & Tasthan
5. Jensen
6. Hey

بیش‌ازحد نیز می‌شوند. استدلال دیگر برای توضیح همبستگی مثبت بین سرمایه‌گذاری و جریان نقد، مبتنی بر اطلاعات نامتقارن بین خودی‌های شرکت و بازار سرمایه است (مایرز و ماجلوف^۱، ۱۹۸۴). این توضیح با فرضیه محدودیت مالی مطابقت دارد. بازارهای سرمایه ناقص منجر به هزینه بالاتر تأمین مالی خارجی می‌شود. در این شرایط، آن دسته از شرکت‌هایی که با محدودیت‌های مالی بزرگ‌تری مواجه هستند، تمایل دارند از پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ارزش خالص فعلی مثبت چشم‌پوشی کنند تا سرمایه‌های خارجی بیش‌ازحد پرهزینه را کنار بگذارند و در نتیجه سرمایه‌گذاری کمتری خواهند داشت. بنابراین، سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با افزایش سطح جریان نقد بیشتر می‌شود. فزاری^۲ و همکاران (۱۹۸۸) نشان می‌دهند که جریان نقد واقعاً بر سطوح سرمایه‌گذاری شرکت پس از کنترل فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد و نشان می‌دهند شرکت‌هایی که از محدودیت‌های مالی با نسبت پرداخت سود پایین رنج می‌برند، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد بیشتری دارند. هوشی^۳ و همکاران (۱۹۹۱) همچنین شواهدی را ارائه می‌کنند که نشان می‌دهد حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد برای شرکت‌های مستقل، قوی‌تر از شرکت‌های وابسته به گروه‌های شرکتی است؛ زیرا آن دسته از وابستگی‌های گروهی که روابط نزدیکی با بانک‌ها دارند، احتمال کمتری برای داشتن محدودیت‌های مالی دارند. به طور مشابه، آسیگلو^۴ و همکاران (۲۰۰۸) نشان می‌دهند که وقتی شرکت‌ها عدم تقارن اطلاعاتی بالاتری دارند، سرمایه‌گذاری آن‌ها تا حد زیادی به جریان نقد حساسیت بیشتری خواهند داشت. مولیر^۵ و همکاران (۲۰۱۶) نشان می‌دهند که بزرگ‌ترین حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد، در شرکت‌هایی با محدودیت‌های مالی و هزینه بالاتر بدهی است. علاوه بر این، لولن و لولن (۲۰۱۶) معیار جدیدی از جریان نقد را معرفی کرده و پیشنهاد می‌کنند که سرمایه‌گذاری پس از کنترل فرصت‌های رشد شرکت، به‌ویژه برای شرکت‌هایی که احتمالاً با اصطکاک تأمین مالی مواجه هستند، به شدت به جریان نقد وابسته است. به طور کلی، حساسیت بالاتر سرمایه‌گذاری به جریان نقد نیز می‌تواند به عنوان نشانه‌ای از محدودیت مالی بیشتر شرکت‌ها در نظر گرفته شود. از این رو، براساس ادبیات قبلی، انتظار می‌رود ارتباط مثبتی بین جریان نقد و سرمایه‌گذاری اندازه‌گیری شده توسط مخارج سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد در بین

1. Myers & Majluf
2. Fazzari
3. Hoshi
4. Asiglo
5. Moliere

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود داشته باشد. بر این اساس فرضیه‌های اول و دوم پژوهش به صورت زیر تبیین شده‌اند.

- (۱) جریان نقد تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری دارد.
- (۲) جریان نقد تأثیر معناداری بر بیش سرمایه‌گذاری دارد.

۲-۲. محدودیت مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد

به دلیل شکاف بین هزینه وجوه داخلی و خارجی ناشی از نقص بازار سرمایه، شرکت‌هایی که ذخایر نقدی بزرگ‌تری دارند، انعطاف‌پذیری بیشتری برای بهره‌برداری از فرصت‌های رشد فراهم می‌کنند، زیرا موجودی‌های نقدی، توانایی شرکت‌ها را برای مشارکت در سرمایه‌گذاری در زمانی که وجوه داخلی ناکافی و وجوه خارجی پرهزینه است، افزایش می‌دهد. ارسال آیین و همکاران (۲۰۱۴) نشان می‌دهند که انعطاف‌پذیری مالی به شرکت‌ها توانایی بیشتری برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌دهد و بسیار کمتر به در دسترس بودن منابع مالی داخلی برای سرمایه‌گذاری وابسته هستند. یونگ و همکاران (۲۰۱۵) دریافتند که انعطاف‌پذیری مالی، پرداخت حقوق صاحبان سهام را کاهش می‌دهد، ذخایر نقدی را افزایش می‌دهد، توانایی سرمایه‌گذاری را افزایش داده و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد را کاهش می‌دهد. به همین ترتیب، ارسال و همکاران (۲۰۰۶) از نگهداری وجه نقد به عنوان طبقه‌بندی برای محدودیت‌های مالی استفاده کرده و دریافتند که شرکت‌هایی با ذخایر نقدی بالا، توانایی انجام پروژه‌های سرمایه‌گذاری بیشتری را نشان می‌دهند و بنابراین، حساسیت‌های سرمایه‌گذاری را به جریان نقد کاهش می‌دهند. علاوه بر این، بهیان و هوکز^۱ (۲۰۱۹) تأیید می‌کنند که شرکت‌هایی که دارایی‌های نقدی بالاتری دارند، در سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد مشارکت می‌کنند و چنین رفتاری زمانی که در هیئت‌مدیره مشکلات بیشتری وجود دارد، تقویت می‌شود. در مجموع، این مطالعات نشان می‌دهند که محدودیت‌های مالی می‌تواند شرکت‌ها را از انجام سرمایه‌گذاری بهینه و کارا دور کند. از این نظر، محدودیت‌های مالی ممکن است حساسیت مخارج سرمایه‌گذاری به جریان نقد را افزایش دهد. در مقابل، انعطاف‌پذیری مالی ممکن است حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد را کاهش دهد. علاوه بر این، محدودیت‌های مالی و مشکلات نمایندگی ممکن است بر حساسیت ناکارایی سرمایه‌گذاری (کم یا بیش‌ازحد) به جریان نقد تأثیر بگذارد و منجر به ناکارآمدی سرمایه‌گذاری شود. بنابراین، براساس

مطالعات تجربی قبلی، انتظار می‌رود محدودیت مالی تأثیر معناداری بر حساسیت سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران داشته باشد. بر این اساس، فرضیه‌های سوم و چهارم پژوهش به صورت زیر تبیین شده‌اند.

۳) محدودیت مالی تأثیر معناداری بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد دارد.

۴) محدودیت مالی تأثیر معناداری بر حساسیت بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد دارد.

۳-۲. بیش اعتمادی مدیران و حساسیت سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد

ادبیات مالی سنتی معتقد است که مدیران عموماً منطقی رفتار می‌کنند. با این وجود، فرض رفتار منطقی مدیریتی توسط محققان مالی رفتاری مورد تردید است. مطالعات قبلی نشان می‌دهند که سوگیری‌های رفتاری در بین مدیران، مانند اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد، بر تصمیم‌گیری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. به عنوان مثال، مالمندیر^۱ و همکاران (۲۰۱۱) نشان می‌دهند که مدیران دارای اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد، سرمایه خارجی کمتری را اتخاذ کرده و به ویژه، سهام کمتری نسبت به هم‌تایان خود صادر می‌کنند. اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد مدیریتی تمایل به کنترل کمتر از سوی تأمین‌کنندگان بودجه خارجی دارد و این واقعیت آن‌ها را به سمت ذخیره وجوه نقد سوق می‌دهد. سیاست پرداخت سود کمتر توسط مدیران دارای بیش اعتمادی نیز ترجیح آن‌ها را برای نگهداری پول نقد نشان می‌دهد. مدیران، وجوه خارجی را گران می‌بینند و بنابراین با پرداخت سود سهام کمتر، پول نقد بیشتری را برای نیازهای سرمایه‌گذاری آتی حفظ می‌کنند (دشموک^۲ و همکاران، ۲۰۱۳). در همین راستا، بن دیوید^۳ و همکاران (۲۰۰۷) دریافتند که مدیران دارای اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد، سود سهام کمتری پرداخت می‌کنند و تأمین مالی داخلی را ترجیح می‌دهند. علاوه بر این، هوانگ مایر^۴ و همکاران (۲۰۱۶) اثر اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد مدیرعامل بر نگهداری وجه نقد شرکت‌ها را بررسی کردند. آن‌ها دریافتند که شرکت‌هایی با مدیران دارای اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد، پول نقد بیشتری را برای مخارج سرمایه‌ای ذخیره می‌کنند. علاوه بر این، مطالعات متعدد نشان می‌دهند که اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد ممکن است بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد. به عنوان مثال، گوئل و تاکور^۵

1. Malmandir
2. Deshmukh
3. Ben-David
4. Huang-Meier
5. Goel & Thakor

(۲۰۰۸) استدلال می‌کنند که تا حدودی، اعتماد به نفس بیش از حد می‌تواند کمبودهای سرمایه‌گذاری ایجاد شده قبلی را کاهش دهد. با این حال، مازاد جریان نقد آزاد نیز می‌تواند با ایجاد مخاطرات اخلاقی، منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد شود. چوی^۱ و همکاران (۲۰۱۸) نشان می‌دهند که بیش اعتمادی مدیرعامل باعث سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود. هی^۲ و همکاران (۲۰۱۹) همچنین دریافتند که مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد، مستعد افزایش تأمین مالی داخلی هستند که منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود. به طور مشابه، هیتون^۳ (۲۰۰۲) با استفاده از تجزیه و تحلیل نظری اشاره می‌کند که مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد، گاهی اوقات در صورتی که پروژه‌های شرکتی آن‌ها نیاز به تأمین مالی خارجی داشته باشد، سرمایه‌گذاری کمتری انجام می‌دهند. مالمندیر و تیت^۴ (۲۰۰۵) بینش هیتون را به گونه‌ای گسترش می‌دهند که بر اساس آن حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد می‌تواند تحت تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی قرار گیرد. آن‌ها تأیید می‌کنند که مخارج سرمایه‌ای مدیران عامل با اعتماد به نفس بیش از حد، نسبت به جریان نقد واکنش نشان می‌دهند، به ویژه برای شرکت‌های وابسته به سهام. به عبارت دیگر، مدیران دارای بیش اعتمادی، به طور سیستماتیک ارزش شرکت و سود پروژه‌های سرمایه‌گذاری آن را بیش از حد ارزیابی می‌کنند. اگر بنگاه‌ها وجوه داخلی کافی داشته باشند، در پروژه‌های جدید، بیش از حد سرمایه‌گذاری می‌کنند؛ با این حال، اگر وجوه داخلی فراوانی نداشته باشند، سرمایه‌گذاری را محدود می‌نمایند (و در نتیجه سرمایه‌گذاری با ارزش خالص فعلی مثبت را کنار می‌گذارند)؛ زیرا به دلیل اعتقادشان مبنی بر اینکه بازارهای مالی، ارزش سهام شرکت‌شان را کمتر می‌کنند، تمایلی به انتشار سهام جدید ندارند. در نتیجه، با توجه به مطالعات قبلی، انتظار می‌رود بیش اعتمادی مدیران، تأثیر معناداری بر حساسیت سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری، به جریان نقد در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران داشته باشد. بر این اساس فرضیه‌های پنجم و ششم پژوهش به صورت زیر تبیین شده‌اند:

۵) بیش اعتمادی مدیران تأثیر معناداری بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد دارد.

۶) بیش اعتمادی مدیران تأثیر معناداری بر حساسیت بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد دارد.

1. Choi
2. Hey
3. Heaton
4. Malmandir & Tare

۴-۲. تعامل محدودیت مالی با بیش‌اعتمادی مدیران و حساسیت سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد

لین^۱ و همکاران (۲۰۰۵) اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد مدیریتی را با پیش‌بینی سود اندازه‌گیری کردند و دریافتند که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد مدیران دارای بیش‌اعتمادی، در تأمین مالی شرکت‌های با محدودیت مالی تقویت می‌شود. محمد و شهااتا^۲ (۲۰۱۷) نشان می‌دهند که مدیران عامل با خوش‌بینی مدیریتی، از تأمین مالی سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه توسط وجوه داخلی حمایت می‌کنند و حساسیت برای شرکت‌هایی با محدودیت‌های مالی بیشتر است. به طور خلاصه، بیش‌اعتمادی مدیرعامل می‌تواند بر کارایی سرمایه‌گذاری با وجوه داخلی مازاد تأثیر بگذارد و این اثر ممکن است زمانی که شرکت‌ها از نظر مالی محدود هستند، تشدید شود. بنابراین، برای بررسی بیشتر اثرات متقابل محدودیت‌های مالی و بیش‌اعتمادی مدیران بر حساسیت سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقد، تأثیر تعاملی محدودیت مالی و بیش‌اعتمادی مدیران بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد، بررسی شده است. بر این اساس فرضیه‌های هفتم و هشتم پژوهش به صورت زیر تبیین شده‌اند:

۷) تعامل محدودیت مالی و بیش‌اعتمادی مدیران، تأثیر معناداری بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد دارد.

۸) تعامل محدودیت مالی و بیش‌اعتمادی مدیران، تأثیر معناداری بر حساسیت بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد دارد.

۳. روش پژوهش

این پژوهش برحسب هدف، یک مطالعه کاربردی و برحسب نوع داده‌ها، یک پژوهش توصیفی و از لحاظ نوع اجرا، یک مطالعه همبستگی است؛ زیرا نتایج آن می‌تواند در محیط واقعی، کاربردهای عملی داشته باشد، از یک طرف وضع موجود را بررسی می‌کند و از طرف دیگر رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون، تعیین می‌کند. علاوه بر این، در حوزه مطالعات گذشته‌نگر (استفاده از اطلاعات گذشته) قرار می‌گیرد و مبتنی بر اطلاعات واقعی، صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و سایر اطلاعات واقعی است که با روش استقرایی به کل

1. Lin

2. Muhammad & Shahata

جامعه آماری قابل تعمیم خواهد بود. روش اجرای پژوهش مبتنی بر رگرسیون چندمتغیره، با الگوی داده‌های ترکیبی به روش حداقل مربعات معمولی و رگرسیون لجستیک است. برای آزمون فرضیه‌ها و پیاده‌سازی تکنیک‌های اقتصادسنجی نیز از نرم‌افزار ایویوز^۱ نسخه ۱۲ استفاده شده است.

۱-۳. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری در این مطالعه عبارت است از کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰. برای انتخاب نمونه آماری نیز از روش غربالگری استفاده شده است. به این صورت که شرکت‌های فاقد معیارهای از پیش تعیین شده زیر از روند انتخاب نمونه آماری حذف شده‌اند. این معیارها به صورت زیر هستند:

(۱) شرکت‌ها طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰ در بورس حضور مستمر داشته باشند.

(۲) پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند باشد.

(۳) طی سال‌های مورد بررسی تغییر سال مالی نداده باشند.

(۴) جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا واسطه‌گری مالی نباشند.

با توجه به این معیارها، تعداد ۱۵۳ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند که کلیه این معیارها را دارند. پس از انتخاب نمونه آماری، با مراجعه به اسناد شرکت‌ها شامل صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی همراه و گزارش‌های عملکرد هیئت‌مدیره که در سایت کدال موجود است، به گردآوری داده‌ها اقدام شد. همچنین، برخی اطلاعات از جمله قیمت‌های تاریخی سهام، از سایت مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران به دست آمده‌اند.

۲-۳. مدل‌های رگرسیونی برای آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیونی چندمتغیره به شرح زیر استفاده شد که برگرفته از مطالعه چپو^۲ و همکاران (۲۰۲۲) است.

از مدل (۱) برای آزمون فرضیه اول استفاده شده است:

$$CAPEX_{it} = \beta_0 + \beta_1 CF_{it} + \beta_2 Q_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 BOARDSIZE_{it} + \beta_7 INDP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

در این مدل: CAPEX سرمایه‌گذاری؛ CF جریان نقد؛ Q فرصت رشد؛ SIZE اندازه شرکت؛

1. Eves

2. Chiu

ROA سودآوری؛ LEV اهرم مالی؛ BOARDSIZE اندازه هیئت‌مدیره؛ INDP استقلال هیئت‌مدیره هستند. در اینجا اگر β_1 به لحاظ آماری معنادار باشد، فرضیه اول تأیید می‌شود.

از مدل (۲) برای آزمون فرضیه دوم استفاده شده است:

$$OVERIN_{it} = \beta_0 + \beta_1 CF_{it} + \beta_2 Q_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 BOARDSIZE_{it} + \beta_7 INDP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

در این مدل: OVERIN بیش سرمایه‌گذاری است. در اینجا اگر β_1 به لحاظ آماری معنادار باشد، فرضیه دوم تأیید می‌شود.

از مدل (۳) برای آزمون فرضیه سوم استفاده شده است:

$$CAPEX_{it} = \beta_0 + \beta_1 CF_{it} + \beta_2 FC_{it} + \beta_3 CF_{it} * FC_{it} + \beta_4 Q_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 BOARDSIZE_{it} + \beta_9 INDP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

در این مدل: FC محدودیت مالی است. در اینجا اگر ضریب تعاملی β_3 به لحاظ آماری معنادار باشد، فرضیه سوم تأیید می‌شود.

از مدل (۴) برای آزمون فرضیه چهارم استفاده شده است:

$$OVERINV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CF_{it} + \beta_2 FC_{it} + \beta_3 CF_{it} * FC_{it} + \beta_4 Q_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 BOARDSIZE_{it} + \beta_9 INDP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

در اینجا اگر ضریب تعاملی β_3 به لحاظ آماری معنادار باشد، فرضیه چهارم تأیید می‌شود.

از مدل (۵) برای آزمون فرضیه پنجم استفاده شده است:

$$CAPEX_{it} = \beta_0 + \beta_1 CF_{it} + \beta_2 OC_{it} + \beta_3 CF_{it} * OC_{it} + \beta_4 Q_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 BOARDSIZE_{it} + \beta_9 INDP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

در این مدل: OC بیش‌اعتمادی مدیران است. در اینجا اگر ضریب تعاملی β_3 به لحاظ آماری معنادار باشد، فرضیه پنجم تأیید می‌شود.

از مدل (۶) برای آزمون فرضیه ششم استفاده شده است:

$$OVERINV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CF_{it} + \beta_2 OC_{it} + \beta_3 CF_{it} * OC_{it} + \beta_4 Q_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 BOARDSIZE_{it} + \beta_9 INDP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

در اینجا اگر ضریب تعاملی β_3 به لحاظ آماری معنادار باشد، فرضیه ششم تأیید می‌شود.

از مدل (۷) برای آزمون فرضیه هفتم استفاده شده است:

$$CAPEX_{it} = \beta_0 + \beta_1 CF_{it} + \beta_2 FC_{it} + \beta_3 OC_{it} + \beta_4 CF_{it} * FC_{it} * OC_{it} + \beta_5 Q_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \beta_9 BOARDSIZE_{it} + \beta_{10} INDP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

در اینجا اگر ضریب تعاملی β_4 به لحاظ آماری معنادار باشد، فرضیه هفتم تأیید می‌شود. از مدل (۸) برای آزمون فرضیه هشتم استفاده شده است:

$$OVERINV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CF_{it} + \beta_2 FC_{it} + \beta_3 OC_{it} + \beta_4 CF_{it} * FC_{it} * OC_{it} + \beta_5 Q_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \beta_9 BOARDSIZE_{it} + \beta_{10} INDP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

در اینجا اگر ضریب تعاملی β_4 به لحاظ آماری معنادار باشد، فرضیه هشتم تأیید می‌شود.

۳-۳. نحوه اندازه‌گیری فرضیه‌ها

سرمایه‌گذاری (متغیر وابسته: CAPEX): نسبت مخارج سرمایه‌ای (دارایی ثابت پایان دوره، منهای دارایی ثابت ابتدای دوره) به کل دارایی (چیو و همکاران، ۲۰۲۲)

بیش سرمایه‌گذاری (متغیر وابسته: OVERINV): برای ارزیابی کارایی سرمایه‌گذاری یک شرکت، از مدل ریچاردسون (۲۰۰۶) پیروی می‌شود که مخارج سرمایه‌ای شرکت را به سرمایه‌گذاری مورد انتظار و غیرمنتظره تقسیم می‌کند. عوامل تعیین‌کننده مالی سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در سال جاری شامل فرصت‌های رشد، نگهداری وجه نقد، عمر شرکت، اندازه شرکت، اهرم، بازده سهام و مخارج سرمایه‌ای در سال گذشته است. سرمایه‌گذاری غیرمنتظره برابر است با مبلغ کل سرمایه‌گذاری، منهای سرمایه‌گذاری مورد انتظار. براساس مدل ریچاردسون، سرمایه‌گذاری مورد انتظار از طریق مدل (۹) اندازه‌گیری شده است:

$$CAPEX_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Q_{it-1} + \alpha_2 CASH_{it-1} + \alpha_3 AGE_{it-1} + \alpha_4 SIZE_{it-1} + \alpha_5 LEV_{it-1} + \alpha_6 RETURN_{it-1} + \alpha_7 CAPEX_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

در این مدل: CAPEX مخارج سرمایه‌ای؛ Q فرصت رشد؛ CASH نگهداشت وجه نقد؛ AGE عمر شرکت؛ SIZE اندازه شرکت؛ LEV اهرم مالی؛ RETURN بازدهی سهام هستند. برای بررسی رفتار سرمایه‌گذاری مدیریتی، از رویکرد و استدلال ریچاردسون (۲۰۰۶) پیروی می‌شود تا سرمایه‌گذاری غیرمنتظره (غیرعادی) که معیار رفتار سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد یا کمتر از حد (ناکارایی سرمایه‌گذاری) است، اندازه‌گیری شود. با تخمین سرمایه‌گذاری مورد انتظار براساس مدل (۹)، می‌توان باقیمانده‌های مثبت بین سرمایه‌گذاری واقعی و سرمایه‌گذاری مورد انتظار را به عنوان رفتار سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد (سرمایه‌گذاری غیرعادی) شناسایی کرد. ناکارایی سرمایه‌گذاری دارای دو سناریو شامل سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد (سرمایه‌گذاری بیشتر از سطح سرمایه‌گذاری بهینه) و

سرمایه‌گذاری کمتر از حد (سرمایه‌گذاری کمتر از سطح سرمایه‌گذاری بهینه) است. بیش سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری مازاد) به معنای سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد در پروژه‌هایی با ارزش خالص فعلی منفی است. برعکس، کم سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری ناکافی) به معنای قربانی کردن فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش خالص فعلی مثبت است. ناکارایی سرمایه‌گذاری به عنوان قدر مطلق باقیمانده از مدل (۹) اندازه‌گیری می‌شود که منعکس‌کننده انحراف از سطح بهینه سرمایه‌گذاری است. هرچه قدر مطلق باقیمانده‌ها بیشتر باشد، ناکارایی سرمایه‌گذاری بیشتر است. باقیمانده مثبت (منفی) نشان می‌دهد که سطح سرمایه‌گذاری واقعی، بالاتر (پایین‌تر) از سطح سرمایه‌گذاری مورد انتظار است. بنابراین، به باقیمانده‌های مثبت ارزش (۱) داده شده است (چیو و همکاران، ۲۰۲۲).

جریان نقد (متغیر مستقل: CF): نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی (چیو و همکاران، ۲۰۲۲)

محدودیت مالی (متغیر تعدیل‌گر: FC): از نسبت سود قبل از مالیات به هزینه مالی، برای مشخص کردن شرکت‌های دارای محدودیت مالی استفاده می‌شود؛ زیرا محققان فرض کرده‌اند شرکت‌هایی که هزینه‌های مالی بالاتری را در مقایسه با سود کسب‌شده پرداخت می‌کنند، احتمالاً دسترسی محدودی به بازار بدهی دارند و در معرض محدودیت‌های استقراضی قرار می‌گیرند. بنابراین، برای هر شرکت، ابتدا نسبت سود قبل از مالیات به هزینه‌های مالی، محاسبه می‌شود و سپس میانه این نسبت برای هر سال مالی در هر صنعت محاسبه شده و شرکت‌هایی را که نسبت پوشش هزینه مالی کمتر از میانه در هر صنعت دارند، به‌عنوان شرکت‌هایی که از نظر مالی محدودتر هستند، تعریف می‌شوند و ارزش (۱) به آن‌ها تعلق می‌گیرد و سایر شرکت‌ها ارزش (۰) می‌گیرند (چیو و همکاران، ۲۰۲۲).

بیش‌اعتمادی مدیران (متغیر تعدیل‌گر: OC): از آنجایی که سنجش مستقیم سوگیری روان‌شناختی دشوار است، مطالعات قبلی از انواع انتخاب‌ها و رفتارهای مدیران به‌عنوان شاخصی برای ارزیابی سطح اعتماد آن‌ها استفاده کرده‌اند، از جمله پیش‌بینی سود شرکت که گفته می‌شود مدیرانی که عملکرد آتی را بیش‌ازحد برآورد می‌کنند، دارای بیش‌اعتمادی هستند و اگر سود واقعی شرکت کمتر از سود پیش‌بینی شده توسط مدیران باشد، مدیران دارای بیش‌اعتمادی در نظر گرفته می‌شوند. همچنین یکی دیگر از معیارهایی که برای مشخص کردن مدیران دارای بیش‌اعتمادی در مطالعات پیشین استفاده شده است، ویژگی‌های شرکت از جمله سرمایه‌گذاری و تأمین مالی است. به این صورت که اگر سرمایه‌گذاری شرکت بیش از سطح متوسط صنعت باشد، یا نسبت بدهی بلندمدت به حقوق صاحبان سهام، بیش از میانگین صنعت در سال مالی باشد، مدیران دارای بیش‌اعتمادی هستند. در این مطالعه از فعالیت‌های تأمین مالی برای مشخص کردن اینکه مدیر شرکت دارای بیش‌اعتمادی است یا خیر، استفاده شده است. این معیار استنباط می‌کند که مدیران دارای بیش‌اعتمادی، در

تصمیمات مربوط به تأمین مالی، خوش‌بینانه رفتار می‌کنند و تمایل دارند از تسهیلات بلندمدت بیشتری در میان گزینه‌های تأمین مالی خارجی استفاده کنند. بنابراین، ابتدا نسبت بدهی بلندمدت برای تسهیلات مالی بلندمدت، به حقوق صاحبان سهام برای هر سال شرکت محاسبه می‌شود. اگر نسبت بدهی بلندمدت شرکت به حقوق صاحبان سهام، بیشتر از میانگین صنعت در سال مالی باشد، به این معنی است که شرکت احتمالاً مدیر بیش‌اعتماد دارد و ارزش (۱) و در غیر این صورت ارزش (۰) گرفته است (چیو و همکاران، ۲۰۲۲). نحوه اندازه‌گیری متغیرهای کنترلی و متغیرهای مورد استفاده در مدل ریچاردسون نیز به شرح زیر است:

فرصت رشد (Q): نسبت مجموع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری بدهی به کل دارایی
اندازه شرکت (SIZE): لگاریتم طبیعی کل دارایی / اهرم مالی (LEV): نسبت کل بدهی به کل دارایی
سودآوری (ROA): نسبت سود خالص به کل دارایی
اندازه هیئت‌مدیره (BOARDSIZE): لگاریتم طبیعی تعداد اعضای هیئت‌مدیره
استقلال هیئت‌مدیره (INDP): نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای هیئت‌مدیره
نگهداشت وجه نقد (CASH): نسبت مجموع موجودی نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی
عمر شرکت (AGE): لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های فعالیت شرکت از زمان تأسیس آن
بازدهی سهام (RETURN): قیمت سهام در پایان سال، منهای قیمت سهام در ابتدای سال، تقسیم بر قیمت سهام در ابتدای سال.

۴. یافته‌های پژوهش

در این بخش ابتدا به آمار توصیفی برای شناخت وضعیت جامعه آماری و سپس به آزمون همبستگی برای بررسی مشکل هم‌خطی و در نهایت با اجرای تکنیک‌های اقتصادسنجی به آزمون فرضیه‌ها پرداخته شده است.

۴-۱. آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی در جدول (۱) گزارش شده است. آمار توصیفی که شمایی کلی از وضعیت توزیع مشاهده‌ها را برای هر متغیر نشان می‌دهد، می‌تواند در تعمیم‌پذیری نتایج به سایر جوامع آماری مفید باشد. لازم به توضیح است که با توجه به وجود مشاهدات پرت و دورافتاده در متغیرهای کمتی، به منظور پیشگیری از سوگیری در نتایج، متغیرها در صدک‌های ۱ و وینزورایز ۹۹^۱ شدند. به عبارتی،

مشاهداتی که کوچک‌تر (بزرگ‌تر) از صدک اول (صدک ۹۹) هر یک از متغیرها بودند، حذف شدند و به جای آن‌ها مقدار معادل صدک اول (صدک ۹۹) هر متغیر جایگزین شد.

جدول ۱- آمار توصیفی

متغیرهای کمی (پیوسته)						
نام متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
سرمایه‌گذاری	۱۳۷۷	۰/۰۴۰	۰/۰۱۰	۰/۲۹۴	-۰/۰۳۰	۰/۰۷۹
جریان نقد	۱۳۷۷	۰/۱۲۸	۰/۱۰۹	۰/۳۹۴	-۰/۰۶۵	۰/۱۲۲
فرصت رشد	۱۳۷۷	۲/۹۰۵	۲/۳۰۴	۷/۳۱۴	۱/۱۲۹	۱/۷۵۰
اندازه شرکت	۱۳۷۷	۱۴/۹۹	۱۴/۶۸۲	۲۱/۳۲۷	۱۰/۵۳۲	۱/۷۱۲
سودآوری	۱۳۷۷	۰/۱۵۳	۰/۱۲۸	۰/۴۵۶	-۰/۰۵۹	۰/۱۴۵
اهرم مالی	۱۳۷۷	۰/۵۴۹	۰/۵۴۳	۰/۸۸۵	۰/۲۰۴	۰/۱۹۰
اندازه هیئت‌مدیره	۱۳۷۷	۱/۶۱۳	۱/۶۰۹	۱/۹۴۵	۱/۳۸۶	۰/۰۳۸
استقلال هیئت‌مدیره	۱۳۷۷	۰/۵۹۳	۰/۶	۱	۰	۰/۱۸۷
نگهداشت وجه نقد	۱۳۷۷	۰/۰۶۸	۰/۰۴۲	۰/۲۶۶	۰/۰۰۵	۰/۰۷۰
عمر شرکت	۱۳۷۷	۳/۶۱۱	۳/۷۱۳	۴/۲۹۰	۲/۱۹۷	۰/۳۸۸
بازدهی سهام	۱۳۷۷	۰/۵۵۰	۰/۱۰۳	۴/۰۴۰	-۰/۷۳۲	۱/۲۵۶
متغیرهای مجازی (کسسته)						
نام متغیر	تعداد مشاهدات	فراوانی ارزش (۱)	درصد فراوانی ارزش (۱)			
بیش سرمایه‌گذاری	۱۳۷۷	۳۸۱	۲۷/۶۷			
محدودیت مالی	۱۳۷۷	۶۵۷	۴۷/۷۱			
بیش‌اعتمادی مدیران	۱۳۷۷	۳۶۰	۲۶/۱۴			

آمار توصیفی نشان می‌دهد که شرکت‌ها به طور متوسط ۴ درصد سرمایه‌گذاری نسبت به کل دارایی‌های خود را انجام داده‌اند. بیشترین سرمایه‌گذاری، ۲۹/۴ درصد بوده و کمینه که مقداری منفی است، حاکی از عدم سرمایه‌گذاری جدید در شرکت و کاهش ارزش دارایی ثابت در سال جاری نسبت به سال گذشته است. به‌علاوه، شرکت‌ها به طور متوسط ۱۲/۸ درصد جریان نقد، نسبت به کل دارایی‌های خود داشته‌اند. بیشترین جریان نقد برابر با ۳۹/۴ درصد بوده و کمینه که مقداری منفی است، نشان می‌دهد که جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی شرکت، به دلیل بیشتر بودن هزینه‌های عملیاتی از سود عملیاتی، مقداری منفی بوده است. از طرفی، از ۱۳۷۷ مشاهده، ۲۷/۶۷ درصد آن‌ها دارای سرمایه‌گذاری بیشتر از حد بهینه بوده‌اند، ۴۷/۷۱ درصد آن‌ها دارای محدودیت مالی بوده و ۲۶/۱۴ درصد آن‌ها دارای مدیرعامل با اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد بوده‌اند.

۲-۴. آزمون همبستگی

در این بخش برای بررسی وجود مسئله هم خطی چندگانه، به انجام آزمون همبستگی پرداخته شده است که نتیجه آن در جدول (۲) مشاهده می شود. اگر ضریب همبستگی بین دو متغیر مستقل بیشتر از آستانه ۰/۸۱۱ پیشنهاد شده توسط کندی^۱ (۱۹۸۵) باشد، به معنای همبستگی شدید بین دو متغیر است که به کارگیری همزمان آن‌ها در مدل رگرسیونی، ممکن است رگرسیون کاذب ایجاد کند. با استفاده از آزمون همبستگی، علاوه بر بررسی همبستگی بین متغیرهای مستقل با یکدیگر، همبستگی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته نیز ارزیابی می شود.

جدول ۲- آزمون همبستگی

متغیر	CAPEX	OVERINV	CF	FC	OC	Q	SIZE	ROA	LEV	BOARDSIZE	INDP
سرمایه گذاری	۱	---	۰/۰۸۵	-۰/۰۶۷	۰/۰۷۲	-۰/۱۰۳	۰/۲۰۶	۰/۱۶۸	-۰/۱۶۸	-۰/۰۱۲	-۰/۰۲۶
بیش سرمایه گذاری	۱	---	۰/۰۸۴	-۰/۰۶۱	۰/۱۰۴	-۰/۰۴۹	۰/۰۶۹	۰/۰۴۹	-۰/۱۴۱	-۰/۰۲۵	-۰/۰۵۶
جریان نقد	۱	---	۰/۰۹۰	-۰/۰۷۶	۰/۰۹۹	-۰/۱۳۱	۰/۴۴۰	-۰/۲۳۵	۰/۰۰۴	۰/۰۰۴	-۰/۰۲۴
محدودیت مالی	۱	---	۰/۱۵۶	-۰/۱۹۵	-۰/۰۰۹	-۰/۴۳۵	۰/۳۶۷	-۰/۰۰۶	۰/۰۰۶	-۰/۰۰۶	-۰/۰۰۹
بیش اعتمادی	۱	---	۰/۱۸۱	-۰/۱۸۱	-۰/۰۰۰	۰/۱۱۲	۰/۲۶۲	-۰/۲۳۴	۰/۰۴۲	۰/۰۴۲	-۰/۰۱۱
فرصت رشد	۱	---	۰/۰۰۵	-۰/۰۰۵	۰/۰۰۵	۰/۰۰۵	۰/۴۰۵	-۰/۳۰۵	۰/۰۰۸	-۰/۰۰۸	-۰/۰۸۷
اندازه شرکت	۱	---	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۷۰	-۰/۰۷۱	۰/۰۲۶	۰/۰۲۶	-۰/۰۶۲
سودآوری	۱	---	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۸۵	-۰/۰۱۸	۰/۰۰۴	۰/۰۰۴	-۰/۰۷۶
اهرم مالی	۱	---	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۰/۰۸۸
اندازه هیئت مدیره	۱	---	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۰/۰۵۱
هیئت مدیره	۱	---	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۰/۰۵۳
استقلال هیئت مدیره	۱	---	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱

نتایج آزمون همبستگی نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری و جریان نقد یک همبستگی مثبت و معناداری با یکدیگر دارند که نشان می‌دهد شرکت‌هایی با سطوح بیشتری از جریان نقد ممکن است مخارج سرمایه‌ای بیشتری داشته باشند. این نتیجه با حمایت از حساسیت مثبت سرمایه‌گذاری به جریان نقد، از فرضیه اول پژوهش یک حمایت اولیه می‌کند. همچنین بیش سرمایه‌گذاری و جریان نقد یک همبستگی مثبت و معناداری با یکدیگر دارند که نشان می‌دهد شرکت‌هایی با سطوح بیشتری از جریان نقد، ممکن است سرمایه‌گذاری بیشتر از حد بهینه داشته باشند. این نتیجه با حمایت از حساسیت مثبت بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد، از فرضیه دوم پژوهش یک حمایت اولیه می‌کند. سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری، هر دو یک همبستگی منفی و معناداری با محدودیت مالی دارند که نشان می‌دهد در شرکت‌هایی که از نظر تأمین منابع مالی محدودتر هستند، ممکن است هم سرمایه‌گذاری و هم بیش سرمایه‌گذاری کمتری داشته باشند. سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری هر دو یک همبستگی مثبت و معناداری با بیش اعتمادی مدیران دارند که نشان می‌دهد در شرکت‌هایی که دارای مدیرعاملی با ویژگی روان‌شناختی بیش اعتمادی هستند، ممکن است هم سرمایه‌گذاری و هم بیش سرمایه‌گذاری بیشتری داشته باشند. همچنین، بین سایر متغیرهای مستقل مورد استفاده در مدل‌های آماری، همبستگی شدید وجود ندارد و بیشترین همبستگی معنادار بین سودآوری و اهرم مالی (۰/۶۲۳-) است که از آستانه قراردادی ذکر شده (۰/۸۱۱) کمتر است؛ لذا از آنجایی که ضرایب همبستگی نسبتاً کوچک هستند، می‌توان اطمینان حاصل کرد که مدل از مشکلات هم خطی شدید رنج نمی‌برد و نتایج نهایی قابل اتکاء هستند. به عبارتی، انتظار نمی‌رود هیچ‌یک از این همبستگی‌ها، بر تحلیل نهایی تأثیر بگذارد.

۳-۴. برآورد مدل‌های رگرسیونی و آزمون فرضیه‌ها

برآورد مدل‌های رگرسیونی که متغیر وابسته آن سطح سرمایه‌گذاری است، به این ترتیب انجام شد که ابتدا با استفاده از آزمون چاو اقدام به انتخاب روش برآوری بین مدل ادغام شده (پول دیتا) و مدل دارای اثرات (پانل دیتا) گردید، و در صورت پذیرش روش پانل دیتا، با استفاده از آزمون هاسمن^۳، اقدام به انتخاب روش برآوری بین اثرات تصادفی و اثرات ثابت، شد. با توجه به این دو آزمون تشخیصی انتخاب مدل، مشخص شد که برای همه مدل‌های رگرسیونی که متغیر وابسته آن سطح

1. Poldaita
2. Paneldata
3. Hausmann

سرمایه‌گذاری است، روش اثرات ثابت مناسب است. از طرفی متغیر وابسته در برخی از مدل‌های تعریف شده به صورت یک پیامد دو ارزشی است که فقط (۰) و (۱) می‌گیرد؛ لذا برای برآورد این مدل‌ها، دیگر نمی‌توان از روش‌های مرسوم حداقل مربعات معمولی استفاده کرد و لازم است تا این مدل‌ها با رگرسیون لجستیک برآورد شوند که در اینجا از مدل پروبیت^۱ به دلیل ضرایب بهتری که ارائه می‌دهد، استفاده شده است. در این تکنیک اقتصادسنجی، دیگر آزمون‌های تشخیصی مدل اجرا نمی‌شود و مدل‌ها به طور مستقیم توسط روش پروبیت برآورد می‌شوند. با توجه به این توضیح، در ادامه هر یک از مدل‌های رگرسیونی با روش مناسب خود برآورد شده و آزمون فرضیه‌ها انجام شده است.

۱-۳-۴. برآورد مدل (۱) و آزمون فرضیه اول

فرضیه اول با استفاده از مدل (۱)، به ارزیابی تأثیر جریان نقد بر سرمایه‌گذاری می‌پردازد تا بدین ترتیب حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد مشخص شود. نتیجه برآورد مدل (۱) با روش اثرات ثابت در جدول (۳) گزارش شده است. ضریب تعیین نشان می‌دهد که قدرت توضیحی مدل برابر با ۷۲/۵ درصد است. همچنین، سطح معناداری آماره فیشر نشان می‌دهد که کل مدل برآورد شده، از لحاظ آماری معنادار است. از آنجا که سطح معناداری آماره t متغیر جریان نقد ۰/۰۱۹ و کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، می‌توان نتیجه گرفت که این متغیر در سطح خطای ۵ درصد، تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری دارد. بنابراین، فرضیه اول پژوهش با اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. از طرفی، ضریب متغیر جریان نقد برابر با ۰/۰۲۲ است که نشان می‌دهد جریان نقد تأثیر مثبتی بر سرمایه‌گذاری دارد، به طوری که با یک واحد افزایش در جریان نقد، سرمایه‌گذاری به میزان ۰/۰۲۲ واحد افزایش می‌یابد که با تئوری حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد مطابقت دارد.

جدول ۳- برآورد مدل (۱) با رگرسیون اثرات ثابت (متغیر وابسته: سرمایه‌گذاری)

متغیر توضیحی	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری آماره t
ضریب ثابت	-۰/۲۹۰	۰/۰۶۸	-۴/۲۶۳	۰/۰۰۰
جریان نقد	۰/۰۲۲	۰/۰۰۹	۲/۳۳۰	۰/۰۱۹
فرصت رشد	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۶	۰/۲۹۲	۰/۷۷۰
اندازه شرکت	۰/۰۱۸	۰/۰۰۲	۸/۱۹۴	۰/۰۰۰

متغیر توضیحی	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری آماره t
سودآوری	۰/۰۴۴	۰/۰۲۰	۲/۱۴۵	۰/۰۳۲
اهرم مالی	-۰/۰۷۲	۰/۰۲۴	-۳/۰۰۵	۰/۰۰۲
اندازه هیئت‌مدیره	۰/۰۶۵	۰/۰۳۸	۱/۶۹۴	۰/۰۹۰
استقلال هیئت‌مدیره	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۴	-۰/۶۱۶	۰/۵۳۷
آماره فیشر	۵/۶۷۲	ضریب تعیین		۰/۷۲۵
سطح معناداری آماره فیشر	۰/۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۶۵۰

سایر نتایج این مدل به این صورت است که فرصت رشد، تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری نشان نداد، اندازه شرکت و سودآوری تأثیر مثبت و معناداری بر سرمایه‌گذاری دارند، به طوری که با یک واحد افزایش در اندازه شرکت، سرمایه‌گذاری به میزان ۰/۰۱۸ واحد و با یک واحد افزایش در سودآوری، سرمایه‌گذاری به میزان ۰/۰۴۴ واحد افزایش می‌یابد. اهرم مالی، تأثیر منفی و معناداری بر سرمایه‌گذاری دارد، به طوری که با یک واحد افزایش در اهرم مالی، سرمایه‌گذاری به میزان ۰/۰۲۲ واحد کاهش می‌یابد. همچنین، اندازه و استقلال هیئت‌مدیره، به عنوان مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی، تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری نشان ندادند.

۲-۳-۴. برآورد مدل (۲) و آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم با استفاده از مدل (۲) به ارزیابی تأثیر جریان نقد بر بیش سرمایه‌گذاری می‌پردازد تا بدین ترتیب حساسیت بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد مشخص شود. نتیجه برآورد مدل (۲) با روش پروبیت در جدول (۴) گزارش شده است. ضریب تعیین مک فادن نشان می‌دهد که قدرت این مدل برای توضیح تغییرات متغیر بیش سرمایه‌گذاری ۵۳/۳ درصد است. همچنین، سطح معناداری نسبت درست‌نمایی نشان می‌دهد که کل مدل برآوردشده، از لحاظ آماری معنادار است.

جدول ۴- برآورد مدل (۲) با رگرسیون پروبیت (متغیر وابسته: بیش سرمایه‌گذاری)

متغیر توضیحی	اثرات نهایی	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری آماره z
ضریب ثابت	۰/۵۱۵	۱/۶۲۲	۰/۹۶۰	۰/۳۳۶
جریان نقد	۰/۲۸۰	۰/۳۴۷	۲/۴۳۶	۰/۰۱۴
فرصت رشد	-۰/۰۱۹	۰/۰۲۳	-۲/۵۶۰	۰/۰۱۰
اندازه شرکت	۰/۰۱۹	۰/۰۲۲	۲/۶۰۷	۰/۰۰۹
سودآوری	۰/۳۴۵	۰/۳۸۸	۲/۶۹۰	۰/۰۰۷
اهرم مالی	-۰/۴۷۵	۰/۲۵۰	-۵/۷۲۷	۰/۰۰۰
اندازه هیئت‌مدیره	-۰/۴۵۲	۰/۹۸۲	-۱/۳۹۴	۰/۱۶۳

متغیر توضیحی	اثرات نهایی	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری آماره z
استقلال هیئت مدیره	۰/۱۰۵	۰/۱۹۵	۱/۶۳۰	۰/۱۰۳
نسبت درست‌نمایی	۵۵/۱۳۳	ضریب تعیین مک فادن		۰/۵۲۳
سطح معناداری نسبت درست‌نمایی	۰/۰۰۰	شاخص انحراف		۱۱/۱۷۰

در روش‌های لجستیک، ضریبی که برآورد می‌شود، فقط علائم تأثیر متغیرهای توضیحی را روی احتمال پذیرش متغیر وابسته نشان می‌دهند، ولی به لحاظ مقداری تفسیر نمی‌شوند. در این حالت از اثر نهایی استفاده می‌شود که اصلی‌ترین بخش برآورد این مدل‌ها است و در جدول (۴) در قسمت ضریب، اثرات نهایی گزارش شده است.

از آنجایی که سطح معناداری آماره z متغیر جریان نقد ۰/۰۱۴ و کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، می‌توان نتیجه گرفت که این متغیر در سطح خطای ۵ درصد، تأثیر معناداری بر بیش سرمایه‌گذاری دارد. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش با اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. از طرفی، ضریب متغیر جریان نقد در برآورد اثرات نهایی برابر با ۰/۲۸۰ است که نشان می‌دهد جریان نقد، تأثیر مثبتی بر بیش سرمایه‌گذاری دارد، به طوری که با یک واحد افزایش در جریان نقد، بیش سرمایه‌گذاری به میزان ۰/۲۸۰ واحد افزایش می‌یابد که با تئوری حساسیت بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد مطابقت دارد.

سایر نتایج به این صورت است که اندازه شرکت و سودآوری، تأثیر مثبت و معناداری بر بیش سرمایه‌گذاری دارند، به طوری که با یک واحد افزایش در اندازه شرکت، بیش سرمایه‌گذاری به میزان ۰/۰۱۹ واحد و با یک واحد افزایش در سودآوری، بیش سرمایه‌گذاری به میزان ۰/۳۴۵ واحد افزایش می‌یابد. فرصت رشد و اهرم مالی تأثیر منفی و معناداری بر سرمایه‌گذاری دارند، به طوری که با یک واحد افزایش در فرصت رشد، بیش سرمایه‌گذاری به میزان ۰/۰۱۹ واحد و با یک واحد افزایش در اهرم مالی، بیش سرمایه‌گذاری به میزان ۰/۴۷۵ واحد کاهش می‌یابد. این نتایج قابل انتظار و مطابق با تئوری هستند. همچنین، اندازه و استقلال هیئت مدیره به عنوان مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی، تأثیر معناداری بر بیش سرمایه‌گذاری نشان ندادند.

۳-۳-۴. برآورد مدل (۳) و آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم با استفاده از مدل (۳) به ارزیابی تأثیر محدودیت مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد می‌پردازد. نتیجه برآورد مدل (۳) با روش اثرات ثابت در جدول (۵) گزارش شده است. ضریب تعیین نشان می‌دهد که قدرت توضیحی مدل برابر با ۷۳ درصد است. همچنین، سطح معناداری آماره فیشر نشان‌دهنده معناداری کل مدل برآورد شده است.

جدول ۵- برآورد مدل (۳) با رگرسیون اثرات ثابت (متغیر وابسته: سرمایه‌گذاری)

متغیر توضیحی	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری آماره t
ضریب ثابت	-۰/۲۸۰	۰/۰۶۷	-۴/۱۳۰	۰/۰۰۰
جریان نقد	-۰/۰۲۳	۰/۰۱۰	۲/۲۵۲	۰/۰۲۴
محدودیت مالی	-۰/۰۰۵	۰/۰۰۱	-۲/۸۵۰	۰/۰۰۴
تعامل محدودیت مالی و جریان نقد	۰/۰۵۰	۰/۰۲۲	۲/۲۷۷	۰/۰۲۲
فرصت رشد	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۵	۰/۳۲۸	۰/۷۴۲
اندازه شرکت	-۰/۰۱۸	۰/۰۰۲	۸/۵۷۷	۰/۰۰۰
سودآوری	-۰/۱۲۰	۰/۰۵۱	۲/۳۴۴	۰/۰۱۹
اهرم مالی	-۰/۰۶۷	۰/۰۲۲	-۲/۹۴۲	۰/۰۰۳
اندازه هیئت‌مدیره	-۰/۰۵۳	۰/۰۳۷	۱/۴۴۰	۰/۱۴۹
استقلال هیئت‌مدیره	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۵	-۰/۶۱۰	۰/۵۴۱
آماره فیشر	۵/۷۱۴	ضریب تعیین		۰/۷۳۰
سطح معناداری آماره فیشر	۰/۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۶۵۵

از آنجا که سطح معناداری آماره t متغیر تعاملی محدودیت مالی و جریان نقد ۰/۰۲۲ و کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، می‌توان نتیجه گرفت که این متغیر تعاملی در سطح خطای ۵ درصد، تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری دارد. بنابراین، فرضیه سوم پژوهش با اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. از طرفی ضریب تعاملی برابر با ۰/۰۵۰ است که نشان می‌دهد محدودیت مالی تأثیر مثبتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد دارد، به این معنا که در شرکت‌های با محدودیت مالی، تأثیر جریان نقد بر سرمایه‌گذاری قوی‌تر می‌شود و یا به عبارتی، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد افزایش می‌یابد. به علاوه، سطح معناداری آماره t محدودیت مالی ۰/۰۰۴ و کوچک‌تر از ۰/۰۱ است. بنابراین، محدودیت مالی در سطح خطای ۱ درصد، تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری دارد، به طوری که براساس ضریب آن (۰/۰۰۵-) مشخص می‌شود که با یک واحد افزایش در محدودیت مالی، سرمایه‌گذاری به میزان ۰/۰۰۵ واحد کاهش می‌یابد. نتایج تأثیرگذاری متغیرهای کنترلی همانند یافته‌های قبلی این مطالعه است که از ذکر مجدد آن خودداری می‌شود.

۴-۳-۴. برآورد مدل (۴) و آزمون فرضیه چهارم

فرضیه چهارم با استفاده از مدل (۴) به ارزیابی تأثیر محدودیت مالی بر حساسیت بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد، می‌پردازد. نتیجه برآورد مدل (۴) با روش پروبیت در جدول (۶) گزارش شده است. ضریب تعیین مک فادن نشان می‌دهد که قدرت این مدل برای توضیح تغییرات

متغیر بیش سرمایه‌گذاری ۵۳/۵ درصد است. همچنین، سطح معناداری نسبت درست‌نمایی نشان می‌دهد که کل مدل برآوردشده، به لحاظ آماری معنادار است.

جدول ۶- برآورد مدل (۴) با رگرسیون پروبیت
(متغیر وابسته: بیش سرمایه‌گذاری)

متغیر توضیحی	اثرات نهایی	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری آماره z
ضریب ثابت	۰/۴۷۷	۱/۶۲۴	۰/۸۹۰	۰/۳۷۳
جریان نقد	۰/۳۹۹	۰/۴۴۱	۲/۷۳۹	۰/۰۰۶
محدودیت مالی	-۰/۰۰۲	۰/۱۲۶	-۲/۶۳۶	۰/۰۰۸
تعامل محدودیت مالی و جریان نقد	۰/۲۷۳	۰/۰۰۳	۴/۳۳۴	۰/۰۰۰
فرصت رشد	-۰/۰۱۹	۰/۰۲۳	-۲/۵۰۴	۰/۰۱۲
اندازه شرکت	۰/۰۲۰	۰/۰۲۲	۲/۷۵۹	۰/۰۰۲
سودآوری	۰/۳۹۴	۰/۴۰۰	۲/۹۷۷	۰/۰۰۲
اهرم مالی	-۰/۴۶۴	۰/۲۵۴	-۵/۵۲۶	۰/۰۰۰
اندازه هیئت‌مدیره	-۰/۴۴۲	۰/۹۸۲	-۱/۳۶۳	۰/۱۷۲
استقلال هیئت‌مدیره	۰/۱۰۶	۰/۱۹۵	۱/۶۴۱	۰/۱۰۰
نسبت درست‌نمایی	۵۸/۳۴۳	ضریب تعیین مک فادن		۰/۵۳۵
سطح معناداری نسبت درست‌نمایی	۰/۰۰۰	شاخص انحراف		۱۱/۹۸۵

از آنجایی که سطح معناداری آماره z متغیر تعاملی محدودیت مالی و جریان نقد ۰/۰۰۰ و کوچک‌تر از ۰/۰۱ است، می‌توان نتیجه گرفت که این متغیر تعاملی در سطح خطای ۱ درصد تأثیر معناداری بر بیش سرمایه‌گذاری دارد. بنابراین، فرضیه چهارم پژوهش با اطمینان ۹۹ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. از طرفی، ضریب تعاملی برابر با ۰/۲۷۳ است که نشان می‌دهد محدودیت مالی تأثیر مثبتی بر حساسیت بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد دارد، به این معنا که در شرکت‌های با محدودیت مالی، تأثیر جریان نقد بر بیش سرمایه‌گذاری قوی‌تر می‌شود و یا به عبارتی، حساسیت بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد افزایش می‌یابد. به علاوه، سطح معناداری آماره z محدودیت مالی ۰/۰۰۸ و کوچک‌تر از ۰/۰۱ است. بنابراین، محدودیت مالی در سطح خطای ۱ درصد، تأثیر معناداری بر بیش سرمایه‌گذاری دارد، به طوری که براساس ضریب آن (۰/۰۰۲-) مشخص می‌شود که با یک واحد افزایش در محدودیت مالی، بیش سرمایه‌گذاری به میزان ۰/۰۰۲ واحد کاهش می‌یابد. نتایج تأثیرگذاری متغیرهای کنترلی همانند یافته‌های قبلی این مطالعه است که از ذکر مجدد آن خودداری می‌شود.

۴-۳-۵. برآورد مدل (۵) و آزمون فرضیه پنجم

فرضیه پنجم با استفاده از مدل (۵) به ارزیابی تأثیر بیش‌اعتمادی مدیران بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد می‌پردازد. نتیجه برآورد مدل (۵) با روش اثرات ثابت در جدول (۷) گزارش شده است. ضریب تعیین نشان می‌دهد که قدرت توضیحی مدل برابر با ۷۲/۱ درصد است. همچنین، سطح معناداری آماره فیشر نشان‌دهنده معناداری کل مدل برآورد شده است.

جدول ۷- برآورد مدل (۵) با رگرسیون اثرات ثابت
(متغیر وابسته: سرمایه‌گذاری)

متغیر توضیحی	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری آماره t
ضریب ثابت	-۰/۲۷۹	۰/۰۶۸	-۴/۰۷۳	۰/۰۰۰
جریان نقد	۰/۱۳۰	۰/۰۶۳	۲/۰۵۷	۰/۰۳۹
بیش‌اعتمادی مدیران	۰/۰۲۵	۰/۰۱۰	۲/۵۱۶	۰/۰۱۲
تعامل بیش‌اعتمادی و جریان نقد	۰/۰۴۲	۰/۰۲۵	۱/۶۱۶	۰/۱۰۶
فرصت رشد	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۱	۰/۹۰۱	۰/۳۶۷
اندازه شرکت	۰/۰۱۸	۰/۰۰۲	۸/۶۶۳	۰/۰۰۰
سودآوری	۰/۰۴۱	۰/۰۱۹	۲/۱۰۸	۰/۰۳۵
اهرم مالی	-۰/۰۷۷	۰/۰۲۳	-۳/۲۴۵	۰/۰۰۱
اندازه هیئت‌مدیره	۰/۰۵۲	۰/۰۳۸	۱/۳۴۶	۰/۱۷۸
استقلال هیئت‌مدیره	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۵	-۰/۴۰۴	۰/۶۸۵
آماره فیشر	۵/۵۰۹	ضریب تعیین		۰/۷۲۱
سطح معناداری آماره فیشر	۰/۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۶۴۵

از آنجا که سطح معناداری آماره t متغیر تعاملی بیش‌اعتمادی مدیران و جریان نقد ۰/۱۰۶ و بزرگ‌تر از ۰/۰۵ است، می‌توان نتیجه گرفت که این متغیر تعاملی، تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری ندارد. بنابراین، فرضیه پنجم پژوهش مورد تأیید قرار نمی‌گیرد، به این معنا که بیش‌اعتمادی مدیران تأثیر معناداری بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد ندارد. با این حال، سطح معناداری آماره t بیش‌اعتمادی مدیران ۰/۰۱۲ و کوچک‌تر از ۰/۰۵ است. بنابراین، بیش‌اعتمادی مدیران در سطح خطای ۵ درصد، تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری دارد، به طوری که براساس ضریب آن (۰/۰۲۵) مشخص می‌شود که با یک واحد افزایش در بیش‌اعتمادی مدیران، سرمایه‌گذاری به میزان ۰/۰۲۵ واحد افزایش می‌یابد. نتایج تأثیرگذاری متغیرهای کنترلی همانند یافته‌های قبلی این مطالعه است که از ذکر مجدد آن خودداری می‌شود.

۶-۳-۴. برآورد مدل (۶) و آزمون فرضیه ششم

فرضیه ششم با استفاده از مدل (۶) به ارزیابی تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر حساسیت بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد می‌پردازد. نتیجه برآورد مدل (۶) با روش پروبیت در جدول (۸) گزارش شده است. ضریب تعیین مک فادن نشان می‌دهد که قدرت این مدل برای توضیح تغییرات متغیر بیش سرمایه‌گذاری ۵۵/۱ درصد بوده که مطلوب است. همچنین، سطح معناداری نسبت درست‌نمایی نشان می‌دهد که کل الگوی برآوردی، از لحاظ آماری معنادار است.

از آنجا که سطح معناداری آماره Z متغیر تعاملی بیش اعتمادی مدیران و جریان نقد ۰/۰۷۱ و بزرگ‌تر از ۰/۰۵ است، بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که این متغیر تعاملی، تأثیر معناداری بر بیش سرمایه‌گذاری ندارد. لذا، فرضیه ششم پژوهش مورد تأیید قرار نمی‌گیرد، به این معنا که بیش اعتمادی مدیران، تأثیر معناداری بر حساسیت بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد ندارد. با این حال، سطح معناداری آماره Z بیش اعتمادی مدیران ۰/۰۲۹ و کوچک‌تر از ۰/۰۵ است. بنابراین، بیش اعتمادی مدیران در سطح خطای ۵ درصد، تأثیر معناداری بر بیش سرمایه‌گذاری دارد، به طوری که براساس ضریب آن (۰/۰۸۷) مشخص می‌شود که با یک واحد افزایش در بیش اعتمادی مدیران، بیش سرمایه‌گذاری به میزان ۰/۰۸۷ واحد افزایش می‌یابد. نتایج تأثیرگذاری متغیرهای کنترلی همانند یافته‌های قبلی این مطالعه است که از ذکر مجدد آن خودداری می‌شود.

جدول ۸- برآورد مدل (۶) با رگرسیون پروبیت (متغیر وابسته: بیش سرمایه‌گذاری)

متغیر توضیحی	اثرات نهایی	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری آماره z
ضریب ثابت	۰/۹۲۵	۱/۶۶۱	۱/۴۲۸	۰/۱۵۳
جریان نقد	۰/۲۲۴	۰/۳۶۸	۲/۲۴۶	۰/۰۲۴
بیش اعتمادی مدیران	۰/۰۸۷	۰/۱۲۴	۲/۱۷۸	۰/۰۲۹
تعامل بیش اعتمادی و جریان نقد	۰/۵۶۳	۰/۷۱۸	۱/۸۰۱	۰/۰۷۱
فرصت رشد	-۰/۰۱۹	۰/۰۲۳	-۲/۳۲۰	۰/۰۲۰
اندازه شرکت	۰/۰۱۶	۰/۰۲۲	۲/۲۲۵	۰/۰۲۶
سودآوری	۰/۳۳۹	۰/۳۹۲	۲/۳۴۸	۰/۰۱۸
اهرم مالی	-۰/۶۱۰	۰/۲۵۷	-۶/۴۷۷	۰/۰۰۰
اندازه هیئت‌مدیره	-۰/۵۸۸	۱/۰۰۴	-۱/۷۸۰	۰/۰۷۵
استقلال هیئت‌مدیره	۰/۰۹۸	۰/۱۹۶	۱/۵۶۳	۰/۱۱۷
نسبت درست‌نمایی	۸۲/۹۹۶	ضریب تعیین مک فادن		۰/۵۵۱
سطح معناداری نسبت درست‌نمایی	۰/۰۰۰	شاخص انحراف		۱۰/۳۰۵

۷-۳-۴. برآورد مدل (۷) و آزمون فرضیه هفتم

فرضیه هفتم با استفاده از مدل (۷) به ارزیابی تأثیر تعامل محدودیت مالی و بیش‌اعتمادی مدیران بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد می‌پردازد. نتیجه برآورد مدل (۷) با روش اثرات ثابت در جدول (۹) گزارش شده است. ضریب تعیین مدل آماری برآوردشده (۷) نشان می‌دهد که قدرت توضیحی مدل برابر با $72/9$ درصد است. همچنین، آماره فیشر و سطح معناداری آن نشان‌دهنده معناداری کل مدل برآوردشده است.

جدول ۹- برآورد مدل (۷) با رگرسیون اثرات ثابت (متغیر وابسته: سرمایه‌گذاری)

متغیر توضیحی	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری آماره t
ضریب ثابت	-۰/۲۷۹	۰/۰۶۹	-۳/۹۹۵	۰/۰۰۰
جریان نقد	۰/۰۲۳	۰/۰۰۸	۲/۶۲۲	۰/۰۰۸
محدودیت مالی	-۰/۰۰۴	۰/۰۰۱	-۲/۸۲۳	۰/۰۰۴
بیش‌اعتمادی مدیران	۰/۰۰۸	۰/۰۰۲	۳/۵۵۶	۰/۰۰۰
تعامل محدودیت مالی و بیش‌اعتمادی و جریان نقد	۰/۰۱۰	۰/۰۰۳	۳/۱۲۹	۰/۰۰۱
فرصت رشد	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۵	۰/۲۲۷	۰/۸۲۰
اندازه شرکت	۰/۰۱۹	۰/۰۰۲	۹/۲۱۸	۰/۰۰۰
سودآوری	۰/۰۴۵	۰/۰۲۳	۱/۹۷۹	۰/۰۴۸
اهرم مالی	-۰/۰۷۱	۰/۰۲۲	-۳/۱۸۷	۰/۰۰۱
اندازه هیئت‌مدیره	۰/۰۴۵	۰/۰۳۸	۱/۱۷۹	۰/۲۳۸
استقلال هیئت‌مدیره	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۵	-۰/۳۶۷	۰/۷۱۳
آماره فیشر	۵/۶۳۴	ضریب تعیین		۰/۷۲۹
سطح معناداری آماره فیشر	۰/۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۶۵۳

از آنجا که سطح معناداری آماره t متغیر تعاملی محدودیت مالی و بیش‌اعتمادی مدیران و جریان نقد $0/001$ و کوچک‌تر از $0/01$ است، می‌توان نتیجه گرفت که این متغیر تعاملی در سطح خطای ۱ درصد تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری دارد. بنابراین، فرضیه هفتم پژوهش با اطمینان ۹۹ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. از طرفی، ضریب تعاملی برابر با $0/010$ است که نشان می‌دهد در شرکت‌هایی که مدیرعامل آن‌ها دارای بیش‌اعتمادی است، محدودیت مالی تأثیر مثبتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد دارد و تأثیر جریان نقد بر سرمایه‌گذاری قوی‌تر می‌شود و یا به عبارتی، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد در شرکت‌های با مدیرعامل دارای بیش‌اعتمادی که با محدودیت مالی مواجه هستند، افزایش می‌یابد. سایر نتایج همانند یافته‌های قبلی این مطالعه است.

۸-۳-۴. برآورد مدل (۸) و آزمون فرضیه هشتم

فرضیه هشتم با استفاده از مدل (۸) به ارزیابی تأثیر تعامل محدودیت مالی و بیش‌اعتمادی مدیران بر حساسیت بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد می‌پردازد. نتیجه برآورد مدل (۸) با روش پروبیت در جدول (۱۰) گزارش شده است. ضریب تعیین مک فادن نشان می‌دهد که قدرت این مدل برای توضیح تغییرات متغیر بیش سرمایه‌گذاری ۵۵ درصد بوده که مطلوب است. همچنین، سطح معناداری نسبت درست‌نمایی نشان می‌دهد که کل الگوی برآوردی، معنادار است.

جدول ۱۰- برآورد مدل (۸) با رگرسیون پروبیت (متغیر وابسته: بیش سرمایه‌گذاری)

متغیر توضیحی	اثرات نهایی	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری آماره z
ضریب ثابت	-۰/۷۲۰	۱/۶۵۸	۱/۳۲۳	-۰/۱۸۵
جریان نقد	-۰/۲۴۲	-۰/۳۶۷	۲/۰۰۹	-۰/۰۴۴
محدودیت مالی	-۰/۰۴۴	-۰/۰۸۰	-۲/۶۱۳	-۰/۰۰۹
بیش‌اعتمادی مدیران	-۰/۱۳۱	-۰/۰۹۷	۴/۰۹۶	-۰/۰۰۰
تعامل محدودیت مالی و بیش‌اعتمادی و جریان نقد	-۰/۲۲۵	-۰/۰۲۱	۲/۲۲۳	-۰/۰۲۵
فرصت رشد	-۰/۰۱۷	-۰/۰۲۳	-۲/۲۶۵	-۰/۰۲۳
اندازه شرکت	-۰/۰۱۷	-۰/۰۲۲	۲/۳۳۱	-۰/۰۱۹
سودآوری	-۰/۳۳۲	-۰/۴۰۲	۲/۵۱۴	-۰/۰۱۱
اهرم مالی	-۰/۵۳۱	-۰/۲۶۰	-۶/۲۰۸	-۰/۰۰۰
اندازه هیئت‌مدیره	-۰/۵۵۵	۱/۰۰۳	-۱/۶۸۷	-۰/۰۹۱
استقلال هیئت‌مدیره	-۰/۱۰۱	-۰/۱۹۶	۱/۵۷۴	-۰/۱۱۵
نسبت درست‌نمایی	۸۲/۴۰۱	ضریب تعیین مک فادن		-۰/۵۵۰
سطح معناداری نسبت درست‌نمایی	-۰/۰۰۰	شاخص انحراف		۱۱/۹۰۸

از آنجا که سطح معناداری آماره z متغیر تعاملی محدودیت مالی و بیش‌اعتمادی مدیران و جریان نقد ۰/۰۲۵ بوده و کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، می‌توان نتیجه گرفت که این متغیر تعاملی در سطح خطای ۵ درصد تأثیر معناداری بر بیش سرمایه‌گذاری دارد. بنابراین، فرضیه هشتم پژوهش با اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. از طرفی، ضریب تعاملی برابر با ۰/۲۲۵ است که نشان می‌دهد در شرکت‌هایی که مدیرعامل آن‌ها دارای بیش‌اعتمادی است، محدودیت مالی تأثیر مثبتی بر حساسیت بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد دارد و تأثیر جریان نقد بر بیش سرمایه‌گذاری قوی‌تر می‌شود و یا به عبارتی، حساسیت بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد، در شرکت‌های با مدیرعامل دارای بیش‌اعتمادی که با محدودیت مالی مواجه هستند، افزایش می‌یابد. سایر نتایج همانند یافته‌های

قبلی این مطالعه است.

۵. نتیجه‌گیری

در این مطالعه با استفاده از اطلاعات ۱۵۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰، تأثیر محدودیت‌های مالی و بیش‌اعتمادی مدیران بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد، بررسی شده است. نظریه کیوتوبین (۱۹۶۹) دلالت بر این دارد که صرفاً این فرصت‌های سرمایه‌گذاری است که میزان سرمایه‌گذاری را تعیین می‌کند و میزان سرمایه‌گذاری با جریان نقد بی‌ربط است. با این حال، شواهد تجربی مطالعه حاضر این نظریه را رد می‌کند و نشان می‌دهد که در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، جریان نقد پس از کنترل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت، به شدت بر سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری تأثیر دارد و به عبارتی حساسیت سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد، مثبت و معنادار است. بنابراین، نظریه کیوتوبین سنتی، که در آن فرصت رشد، به تنهایی سرمایه‌گذاری را هدایت می‌کند، توسط تحلیل‌های این مطالعه پشتیبانی نمی‌شود و به نظر می‌رسد شرکت‌ها در صورت وجود وجوه داخلی، تمایل به سرمایه‌گذاری بیشتری در مخارج سرمایه‌ای دارند و افزایش جریان نقد، سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در مخارج سرمایه‌ای را گسترش می‌دهد و در نتیجه منجر به ناکارآمدی سرمایه‌گذاری از طریق بیش سرمایه‌گذاری می‌شود. به عبارتی، شرکت‌هایی که دارای سرمایه داخلی بیشتری هستند، به راحتی بیش‌ازحد سرمایه‌گذاری می‌کنند. این نتیجه هم‌راستا با یافته‌های چپو و همکاران (۲۰۲۲) و هی و همکاران (۲۰۱۹) است.

همچنین مشخص شد اثرات محدودیت مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد، به صورت مثبت و معنادار است، در نتیجه، جریان نقد برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با محدودیت‌های مالی الزام‌آورتر است و محدودیت مالی حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد را افزایش می‌دهد. به عبارتی، مخارج سرمایه‌ای شرکت‌های دارای محدودیت مالی، بیشتر به در دسترس بودن وجوه داخلی پاسخ می‌دهد. از طرفی، مشخص شد که اثرات محدودیت مالی بر حساسیت بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد به صورت مثبت و معنادار است که نشان می‌دهد شرکت‌های با محدودیت مالی، زمانی که جریان نقد آن‌ها کافی باشد، تمایل به سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد دارند. در واقع، وجوه مالی داخلی می‌تواند بنگاه‌ها را به سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد تشویق کند و اثر آن وقتی که شرکت‌ها از محدودیت‌های مالی رنج می‌برند، بارزتر است. سرمایه‌گذاری بزرگ‌تر مربوط به جریان نقد برای شرکت‌های دارای محدودیت مالی نشان می‌دهد که محدودیت در تأمین مالی تأثیر قابل توجهی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد و شرکت‌هایی که دارای محدودیت

مالی فراوان هستند با افزایش جریان نقدی، بیشتر سرمایه‌گذاری می‌کنند. این نتیجه هم‌راستا با یافته‌های لین (۲۰۰۵) و چیو همکاران (۲۰۲۲) است.

نتایج پژوهش از فرضیه‌های پنجم و ششم پشتیبانی نکرد و مشخص شد که جریان نقد در شرکت‌های با مدیران دارای بیش اعتمادی، تأثیر متفاوتی بر سرمایه‌گذاری یا بیش سرمایه‌گذاری ندارد و حساسیت سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد در شرکت‌های با مدیران دارای بیش اعتمادی تغییر نمی‌کند که در تضاد با یافته‌های مالمندیر و تیت^۱ (۲۰۰۵) و چیو و همکاران (۲۰۲۲) است.

در نهایت با در نظر گرفتن اثرات تعاملی محدودیت مالی و بیش اعتمادی مدیران، اثر جریان نقد بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تحلیل شده و هم‌راستا با مطالعه چیو و همکاران (۲۰۲۲) شواهدی برای تأثیر مثبت و معنادار محدودیت مالی و بیش اعتمادی مدیران بر حساسیت سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد بدست آمد. به این ترتیب مشخص شد که بیش اعتمادی مدیران، زمانی که شرکت‌ها محدودیت مالی را تحمل می‌کنند، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد قوی‌تری، ایجاد می‌کند. در واقع، شرکت‌ها زمانی که در مواجهه با محدودیت مالی و مدیران دارای بیش اعتمادی هستند، با مخارج سرمایه‌ای بیشتر به جریان‌های نقد پاسخ می‌دهند. این نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری و جریان نقد رابطه مثبتی با هم دارند، و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، زمانی که شرکت‌ها با محدودیت‌های مالی مواجه هستند و توسط مدیران دارای بیش اعتمادی هدایت می‌شوند، تقویت می‌شود. از طرفی، بیش اعتمادی مدیران، زمانی که جریان نقد کافی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی داشته باشند، تمایل به بیش سرمایه‌گذاری بیشتری ایجاد می‌کند، و هنگامی که محدودیت مالی و بیش اعتمادی مدیران به طور همزمان وجود داشته باشد، حساسیت بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد، قوی‌تر است. بیش اعتمادی مدیران، حساسیت سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد را برای شرکت‌هایی که از نظر مالی محدود هستند، افزایش می‌دهد تا شرکت‌هایی که محدودیت مالی ندارند و تعامل محدودیت مالی و بیش اعتمادی مدیران باعث می‌شود که شرکت‌ها نسبت به جریان نقد واکنش بیشتری نشان دهند. به طور کلی، نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با مدیران دارای بیش اعتمادی، در صورت مواجهه با محدودیت مالی که ناشی از تأمین مالی خارجی پرهزینه است، احتمال بیشتری برای مشارکت در سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد دارند. این نتیجه ضمن اینکه نشان می‌دهد محدودیت مالی نقش مهمی در اتخاذ تصمیمات

سرمایه‌گذاری دارد، تأیید می‌کند که بیش‌اعتمادی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی، بیشتر اهمیت دارد. این نتایج واضح‌ترین شواهد را از مشکلات نمایندگی نشان می‌دهد.

این مطالعه به چند روش به توسعه ادبیات پژوهش کمک می‌کند. اول، نتایج روشنگرانه‌ای در مورد اثرات تعاملی محدودیت مالی و بیش‌اعتمادی مدیران، بر مخارج سرمایه‌ای و سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد شرکت، ارائه شده است. دوم، برای گسترش مطالعات قبلی، این مطالعه مدل‌ها را به طور متفاوت و به طور خاص با ترکیب متغیرهای کنترلی بیشتر (مانند ویژگی‌های شرکت و مکانیسم‌های حاکمیتی) طراحی کرده است. در نهایت، این مطالعه نه تنها از مخارج سرمایه‌ای به عنوان متغیر وابسته استفاده کرده، بلکه ناکارآمدی سرمایه‌گذاری از طریق بیش سرمایه‌گذاری را به عنوان متغیر وابسته جایگزین نیز برآورد کرده است. یافته‌های این مطالعه بینش‌هایی را در مورد درک تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ارائه می‌دهد. به طور کلی، نتایج این مطالعه تأیید می‌کند که محدودیت مالی، بیش‌اعتمادی مدیران و مشکل جریان نقدی آزاد، بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. بنابراین، اصلاح حاکمیت شرکتی و اعمال محدودیت در استفاده از وجوه داخلی، برای دستیابی به سطوح بهینه سرمایه‌گذاری حیاتی است، که توصیه می‌شود مدیران و تنظیم‌کننده‌های استاندارد، به آن توجه داشته باشند.

به پژوهشگران آتی نیز پیشنهاد می‌شود که در مطالعات بعدی، تأثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر رابطه محدودیت مالی و بیش‌اعتمادی مدیران با حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد، مورد بررسی قرار گیرد؛ زیرا به نظر می‌رسد نظارت قوی بتواند پیامدهای نامطلوب محدودیت مالی و بیش‌اعتمادی مدیران را در این زمینه کاهش دهد.

References

- Arslan, O., Florackis, C. & Ozkan, A. (2006). The role of cash holdings in reducing investment cash flow sensitivity: Evidence from a financial crisis period in an emerging market. *Emerging Markets Review*, 7(4), p.320–338.
- Arslan-Ayaydin, O., Florackis, C. & Ozkan, A. (2014). Financial flexibility, corporate investment and performance: Evidence from financial crises. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 42(2), p.211–250.
- Ascioglu, A., Hegde, S.P. & McDermott, J.B. (2008). Information asymmetry and investment–cash flow sensitivity. *Journal of Banking & Finance*, 32(6), p.1036–1048.
- Ben-David, I., Graham, J.R. & Harvey, C.R. (2007). *Managerial overconfidence and corporate policies*. National Bureau of Economic Research.
- Bhuiyan, M.B.U. & Hooks, J. (2019). Cash holding and over-investment behavior in firms with problem directors. *International Review of Economics & Finance*, 61, p.35–51.
- Campbell, T., Gallmeyer, M., Johnson, S., Rutherford, J. & Stanley, B. (2011). CEO optimism and forced turnover. *Journal of Financial Economics*, 101(3), p.695–712.
- Chiu, C.J., Ho, A. Y-F. & Tsai, L-F. (2022). Effects of financial constraints and managerial overconfidence on investment-cash flow sensitivity. *International Review of Economics and Finance*, 82(2022), p.135–155.
- Choi, P.M.S., Chung, C.Y. & Liu, C. (2018). Self-attribution of overconfident CEOs and asymmetric investment-cash flow sensitivity. *The North American Journal of Economics and Finance*, 46, p.1–14.
- Deshmukh, S., Goel, A. & Howe, K. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), p.440–463.
- Fazzari, S., Hubbard, R., Petersen, B., Blinder, A. & Poterba, J. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, No.141.
- Goel, A.M. & Thakor, A.V. (2008). Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. *The Journal of Finance*, 63(6), p.2737–2784.
- Gul, S. & Tastan, H. (2020). The impact of monetary policy stance, financial conditions, and the GFC on investment-cash flow sensitivity. *International Review of Economics & Finance*, 69, p.692–707.
- He, Y., Chen, C. & Hu, Y. (2019). Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 47, p.501–510.
- Heaton, J. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 31(2), p.33–45.
- Hoshi, T., Kashyap, A. & Scharfstein, D. (1991). Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups. *Quarterly Journal of Economics*, 106(1), p.33–60.
- Huang-Meier, W., Lambertides, N. & Steeley, J.M. (2016). Motives for corporate cash holdings: The CEO optimism effect. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47(3), p.699–732.
- Jensen, M.C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), p.323–329.
- Lewellen, J. & Lewellen, K. (2016). Investment and cash flow: New evidence. *Journal of Financial*

- and *Quantitative Analysis*, 51(4), p.1135–1164.
- Lin, Y.H., Hu, S.Y. & Chen, M.S. (2005). Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(5), p.523–546.
- Malmendier, U. & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*, 60(6), p.2661–2700.
- Malmendier, U., Tate, G. & Yan, J. (2011). Overconfidence and early-life experiences: The effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of Finance*, 66(5), p.1687–1733.
- Mohamed, E.B. & Shehata, M.A. (2017). R&D investment–cash flow sensitivity under managerial optimism. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 14, p.1–4.
- Mulier, K., Schoors, K. & Merlevede, B. (2016). Investment-cash flow sensitivity and financial constraints: Evidence from unquoted European SMEs. *Journal of Banking & Finance*, 73, p.182–197.
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have (No. w1396)*. National Bureau of Economic Research.
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11(2-3), p.159–189.
- Yung, K., Li, D.D. & Jian, Y. (2015). The value of corporate financial flexibility in emerging countries. *Journal of Multinational Financial Management*, 32, p.25–41.

