

## بررسی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیران بر رابطه تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۲/۰۷

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۳/۲۷

کد مقاله: ۵۲۸۶۳

مجید مرادی<sup>۱\*</sup>، وحید اسکوا<sup>۲</sup>، کریم دلیر<sup>۳</sup>

### چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیران بر رابطه تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد. جامعه آماری تحقیق حاضر شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند که در راستای تعیین حجم نمونه از روش نمونه‌گیری سیستماتیک (غربالگری) استفاده گردیده که بر اساس آن ۸۷ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب شده‌اند. تحقیق حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر روش پس رویدادی است. قلمرو زمانی تحقیق سال‌های ۱۳۹۱ لغایت ۱۳۹۶ بوده است. برای بررسی فرضیه‌های تحقیق از روش حداقل مربعات معمولی در قالب نرم‌افزار Eviews استفاده گردیده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که تأمین مالی داخلی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد؛ و تأمین مالی داخلی بر بیش سرمایه‌گذاری رابطه مثبت دارد اما معناداری یافت نشد. همچنین تأمین مالی داخلی بر کم سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معناداری دارد. اعتماد بیش از حد مدیران بر رابطه تأمین مالی داخلی با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معناداری ندارد.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

**واژگان کلیدی:** کارایی سرمایه‌گذاری، بیش سرمایه‌گذاری، کم سرمایه‌گذاری، تأمین مالی داخلی، اعتماد بیش از حد مدیران

۱- عضو هیئت علمی گروه حسابداری موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران (مسئول مکاتبات) [m.moradi@hnhk.ac.ir](mailto:m.moradi@hnhk.ac.ir)

۲- مدرس گروه حسابداری و مدیریت موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران

۳- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران

## ۱- مقدمه

سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران هر روز شاهد ورود جریان انبوهی از اطلاعات به بازار هستند. این اطلاعات بسیار با اهمیت است و بر قیمت سهام و سایر اوراق بهادار اثر می‌گذارد. سنجش عملکرد در فرآیند تصمیم‌گیری با توجه به توسعه و اهمیت بازار سرمایه از مهم‌ترین موضوعات حوزه مالی و اقتصادی است. استفاده‌کنندگان برای تصمیم‌گیری به اطلاعات مختلفی از جمله اطلاعات مالی درباره بنگاه‌های اقتصادی نیاز دارند. صورت‌های مالی به‌عنوان مهم‌ترین مجموعه اطلاعات مالی محسوب می‌شود (حیدرپور و توحیدلو، ۱۳۹۱). اطلاعات مالی به‌عنوان مهمترین منبع اطلاعاتی شرکت‌ها برای انتقال اطلاعات اثربخش به افراد برون سازمانی، تحت کنترل و اختیار مدیران هستند؛ بنابراین احتمالاً فرصت مناسبی برای آن‌ها فراهم می‌کند تا اطلاعات را براساس شرایط و منافع خود به طور انتخابی محدود یا کامل افشا کنند. مدیریت اطلاعات مالی از سوی مدیران ممکن است به نحوی باشد که تأثیر شگرفی بر رفتار سهام در بازار داشته باشد. به بیانی دیگر، می‌توان استدلال نمود که ویژگی‌های شخصیتی مدیران نیز جزء عوامل مهم در تصمیم‌گیری‌ها به حساب می‌آید (برتراند، ۲۰۰۳).

## ۲- بیان مسئله

یکی از قابل‌تأمل‌ترین و چالش‌برانگیزترین مسائل عصر حاضر، بحث توسعه اقتصادی است؛ به‌گونه‌ای که تحقق آن به یکی از اهداف اساسی سیاست‌گذاری‌ها و تصمیم‌گیری‌های اقتصادی کشورها تبدیل شده است. از عوامل مؤثر بر توسعه پایدار اقتصادی، سرمایه‌گذاری کارا است. بدین منظور، یک واحد اقتصادی برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های مختلف، باید حد یا میزان سرمایه‌گذاری را با توجه به محدودیت منابع، مورد توجه قرار دهد. سرمایه‌گذاری به معنای مصرف پول‌های در دسترس برای دستیابی به پول‌های بیشتر، در آینده است؛ به‌عبارت‌دیگر سرمایه‌گذاری یعنی به تعویق انداختن مصرف فعلی برای دستیابی به امکان تصرف بیشتر در آینده است (شارپ، ۲۰۰۲). انجام هر سرمایه‌گذاری به‌خودی‌خود مناسب و موجه نمی‌باشد و شرکت در انجام سرمایه‌گذاری بایستی به مفهوم کارایی سرمایه‌گذاری نیز توجه نماید. عدم کفایت سرمایه‌گذاری ریشه در نظریه‌ی نمایندگی و نظریه‌ی اقتصاد اطلاعات و مسائلی چون هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی دارد (یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸). به‌عبارتی‌دیگر، در بازار سرمایه‌ی کامل، تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری، مستقل از یکدیگر نیستند و کاستی‌های (نقایص) بازار سرمایه، از قبیل عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی، عدم کفایت سرمایه‌گذاری را به وجود می‌آورند (تقفی و همکاران، ۱۳۹۰).

شرکت‌ها برای تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود نیاز به افزایش سرمایه به میزان و مبلغ کافی دارد. عدم تأمین مالی به میزان کافی، توانایی سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای پتانسیل لازم را از مدیران سلب می‌کند. در نتیجه، شرکت‌های با عدم توانایی در تأمین مالی پروژه‌های دارای ارزش خالص مثبت را به علت هزینه‌های بالای تأمین مالی کنار می‌گذارند که این امر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد شرکت منتج می‌شود اما از سوی دیگر حتی در شرایطی که شرکت موفق به تأمین مالی به میزان کافی گردد نیز، هیچ‌گونه ضمانتی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی انجام شود، زیرا طبق نظر جنسن (۱۹۸۶) در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی و نبود مکانیزم‌های کارا جهت هم‌راستا نمودن منافع سهامداران و مدیران، مدیران ممکن است از جریان نقد آزاد استفاده نموده و پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی جهت افزایش منافع خود به‌کارگیرند؛ که این اقدام به شکل دیگری از ناکارایی سرمایه‌گذاری یعنی بیش سرمایه‌گذاری منتهی می‌شود (فتیحی و همکاران، ۱۳۹۵). در تئوری نحوه تأمین مالی، تصمیمات سرمایه‌گذاری را در شرایطی که به دلیل هزینه‌های انتقال و بازارهای نامتقارن، بازارهای ناقص وجود دارد، تحت تأثیر قرار می‌دهد. با توجه به محدودیت منابع، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از جمله مسائل بسیار مهم می‌باشد. کارایی سرمایه‌گذاری، مستلزم آن است که از یک‌سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش‌تر از حد مطلوب انجام شده است، ممانعت شود (جلوگیری از بیش سرمایه‌گذاری) و از دیگر سو، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد، هدایت گردد (جلوگیری از کم سرمایه‌گذاری) (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷؛ به نقل از فرید و همکاران، ۱۳۹۷).

تعیین یک ساختار بهینه و تأمین مالی در شرکت‌ها دارای اهمیت ویژه‌ای است. در هریک از رویکردها و نظریه‌های ساختار سرمایه بر روی متغیرها و عوامل درونی شرکت‌ها همچون متغیرهای حسابداری، نحوه مدیریت، ترکیب سهامداران و مسائلی از این دست است. در این رویکردها کمتر به عوامل اثرگذار بیرونی شرکت‌ها توجه شده است. از جمله مهم‌ترین این عوامل می‌توان به سوگیری‌های رفتاری مدیران در پیش‌بینی‌ها و تصمیم‌گیری‌ها اشاره کرد (بوکپین، ۲۰۰۹). با مدیران بیش اعتماد به خود، سرمایه‌گذاری شرکت باید با منابع تأمین مالی داخلی شرکت‌ها در تعامل باشد. هیتون (۲۰۰۲)، اعتماد بیش‌از حد مدیر شرکت را به تصمیم‌گیری تأمین مالی مرتبط کرد. مدیران بیش اعتماد به خود فرض می‌کنند که تصور خود آن‌ها در مدل‌های سنتی مالی

رفتاری کمتر منطقی می‌باشد. آن‌ها معتقدند که پروژه‌های شرکت تحت کنترل آن‌ها بهتر از آنچه که واقعاً هستند، می‌باشند. در این صورت، مدیران یک بازده مورد انتظار بالاتری به این پروژه‌ها از ارزش واقعی آن‌ها نسبت می‌دهند.

در مدل هیتون (۲۰۰۲)، مدیران با جهت‌گیری بیش اعتمادی، به‌عنوان متفکر توصیف می‌شوند؛ که صدور امنیت به‌طور سیستماتیک تحت سرمایه‌گذاران خارجی مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. شرکت‌ها جریان نقدی داخلی را برای تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها مورد استفاده قرار خواهند داد چرا که تأمین مالی داخلی به نظر می‌رسد که با جهت‌گیری اعتماد بیش‌ازحد مدیران کم‌هزینه‌تر می‌باشد؛ زیرا آن‌ها بر این باورند که سرمایه‌گذاران بازار ارزش شرکت خود را دست‌کم می‌گیرند و بنابراین در افزایش سرمایه از بازارهای مالی تردید دارند. مدیران ممکن است به دلیل اعتماد بیش‌ازحد مفرط، اقدام به سرمایه‌گذاری در طرح‌هایی نمایند که در واقعیت فاقد بازدهی مورد انتظار باشند. از این‌رو عدم کسب جریان‌های نقدی مورد انتظار ممکن است شرکت را در پرداخت بدهی‌ها و ایفای تعهدات با مشکل مواجه کند و شرکت دچار آشفته‌گی مالی گردد.

### ۳- اهمیت و ضرورت تحقیق

مطالعات مقدماتی که در خصوص مبانی نظری پژوهش در برخی از کشورها انجام شده، مؤید این مسئله است که سطوح متفاوت ویژگی‌های شخصیتی مدیران تأثیر بسزایی در کارایی و میزان سرمایه‌گذاری آن‌ها دارد و چون تصمیمات سرمایه‌گذاری بخش مهم و حیاتی از مدیریت شرکت هستند، تصمیماتی که منجر به سرمایه‌گذاری کارا شود، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. در نتیجه توجه به این موضوع در شرکت‌ها به‌صورت پویا، یک ضرورت روزافزون بوده و در حوزه تئوریک و مفهومی نیازمند بررسی و تجزیه و تحلیل بیشتر است. با توجه به اینکه مسئولیت اصلی انتخاب و به‌کارگیری روش‌ها و برآوردهای اساسی جهت انجام گزارشگری مالی به عهده مدیریت می‌باشد، لذا احتمال تأثیرگذاری ویژگی‌های شخصیتی مدیر بر هر یک از مراحل و عوامل سرمایه‌گذاری، استراتژی‌های سازمان و گزارشگری مالی وجود خواهد داشت (مهرگان و دلشاد، ۱۳۹۶). بابررسی پیشینه پژوهش نشان می‌دهد که تاکنون در تحقیقات تأثیر اعتماد بیش از حد مدیران بر رابطه تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها بررسی نشده است لذا انجام پژوهشی در این زمینه از ضرورت ویژه‌ای برخوردار است و یافته‌های حاصل از بررسی این موضوع می‌تواند باعث بسط و توسعه مبانی نظری پژوهش در حوزه گزارشگری مالی گردد.

### ۴- پیشینه تحقیق

#### ۴-۱- تحقیقات خارجی

یانگ و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی اعتماد بیش از حد مدیران، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. آن‌ها نشان دادند که تأمین مالی داخلی می‌تواند فرصت‌های کسب و کار را تأمین کند و کمبود سرمایه را کاهش دهد، اما به‌ویژه در شرکت‌هایی که دارای اعتماد بیش از حد مدیریتی هستند ممکن است به دلیل سرمایه‌گذاری بیش از حد، ایجاد شود. این مشکل سرمایه‌گذاری بیش از حد به‌طور قابل توجهی به اعتماد بیش از حد مدیران در شرکت‌های دولتی نسبت به شرکت‌های غیر دولتی مرتبط است. هریبار و یانگ (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی اعتماد بیش از حد مدیران و پیش‌بینی مدیریت پرداختند. آن‌ها نشان دادند که بیش اعتمادی مدیریت منجر به افزایش خوش‌بینی در پیش‌بینی‌های مدیریت می‌شود. نان وون (۲۰۱۴) در پژوهش خود با عنوان تأمین مالی، کارایی سرمایه‌گذاری، کیفیت اطلاعات و بی‌نظمی حسابداری بیان کردند در صنایع با سود کم، سیستم حسابداری کمی پایین‌تر از استاندارد بهتر از یک سیستم حسابداری خنثی عمل می‌کند و سیستم حسابداری با عملکرد کمی پایین‌تر از استاندارد به آرامش بعد از سرمایه‌گذاری و تأمین مالی ناکارا، کمک می‌کند. درحالی‌که برای صنایع سود ده، سیستم حسابداری با عملکرد کمی بالاتر از استاندارد بهتر می‌باشد و این سیستم سرمایه‌گذاری کارا را بهبود می‌بخشد.

#### ۴-۲- تحقیقات داخلی

فرید و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر نوع تأمین مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری با تأکید بر ارزش شرکت پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که نوع تأمین مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معنی‌داری دارد. علاوه بر این نوع تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با ارزش متفاوت، تأثیر متفاوتی دارد. به استفاده کنندگان صورت‌های مالی از جمله سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود شرکت‌هایی را انتخاب کنند که دارای نسبت بدهی و اهرم مالی بالاتر و سود انباشته کمتری هستند.

دیدار و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی "تأثیر کوتاه‌بینی مدیریتی بر کارایی شرکت‌ها با نقش تعدیل‌کننده حاکمیت شرکتی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران" پرداختند نتایج آن‌ها بیانگر این است که کوتاه‌بینی مدیریتی بر کارایی شرکت تأثیر منفی و معناداری دارد و همچنین کیفیت حاکمیت شرکتی نقش تعدیل‌کننده بر تأثیر کوتاه‌بینی مدیریتی بر کارایی دارد.

مدیران کوتاه بین با کاهش هزینه‌هایی که هدف از تحمل آن‌ها به دست آوردن منافع بلندمدت است باعث کاهش ارزش شرکت می‌شوند که با بالا بودن سطح نظارت بر مدیریت می‌توان این گونه رفتارهای مدیریت را کاهش داد. محمدی و صالحی (۱۳۹۶) در تحقیقی به بررسی رابطه بین توانایی مدیریت با کارایی سرمایه‌گذاری و ریسک کاهش قیمت سهام پرداختند در این مطالعه با استفاده از داده‌های ۱۵۲ شرکت موجود در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ به بررسی این موضوع پرداخته شد. برای اندازه‌گیری توانایی مدیریت از مدل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۳) که مبتنی بر متغیرهای حسابداری است، استفاده شده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که بین توانایی مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود ندارد؛ درحالی‌که بین توانایی مدیریت و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

## ۵- اهداف اصلی

بررسی تاثیر اعتماد بیش از حد مدیران بر رابطه تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری

## ۶- روش شناسی تحقیق

در تحقیقاتی که ارتباط دو یا چند متغیر اندازه‌گیری می‌شود از تحقیق همبستگی استفاده می‌شود. پژوهش همبستگی یکی از انواع تحقیقات توصیفی است. از سوی دیگر پژوهش حاضر از نوع پس رویدادی است، از نظر هدف این پژوهش جزء پژوهش‌های کاربردی محسوب می‌شود.

## ۷- فرضیه های پژوهش

- ۱- تأمین مالی داخلی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد.
- ۱-۱- تأمین مالی داخلی بر بیش سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری دارد.
- ۱-۲- تأمین مالی داخلی بر کم سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معناداری دارد.
- ۲- اعتماد بیش از حد مدیران بر رابطه تأمین مالی داخلی با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معناداری دارد.

## ۸- الگوی مفهومی تفصیلی پژوهش

مدل رگرسیونی فرضیه تحقیق:

الگوی رگرسیونی فرضیه اول:

$$Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 Intern_{it} + \beta_2 LnSales_{it} + \beta_3 LnAge_{it} + \beta_4 Tang_{it} + \epsilon_{it}$$

الگوی رگرسیونی فرضیه فرعی اول:

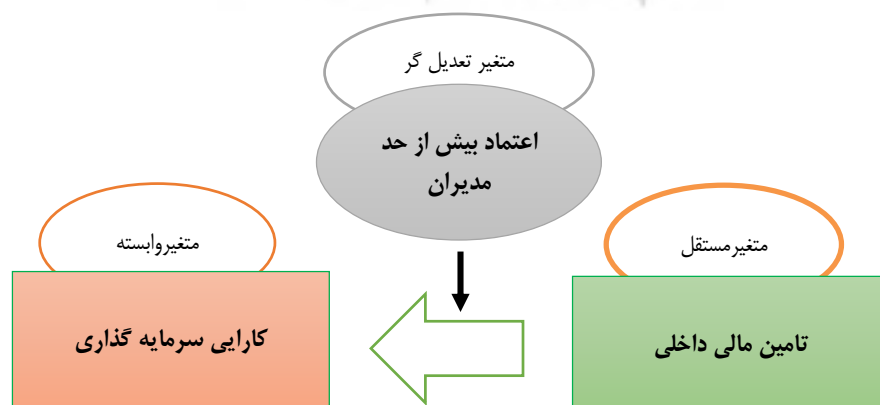
$$OverInv_{it} = \beta_0 + \beta_1 Intern_{it} + \beta_2 LnSales_{it} + \beta_3 LnAge_{it} + \beta_4 Tang_{it} + \epsilon_{it}$$

الگوی رگرسیونی فرضیه فرعی دوم:

$$UnderInv_{it} = \beta_0 + \beta_1 Intern_{it} + \beta_2 LnSales_{it} + \beta_3 LnAge_{it} + \beta_4 Tang_{it} + \epsilon_{it}$$

الگوی رگرسیونی فرضیه دوم:

$$Inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 Intern_{it} + \beta_2 OC + \beta_3 OC \times Intern + \beta_4 LnSales_{it} + \beta_5 LnAge_{it} + \beta_6 Tang_{it} + \epsilon_{it}$$



شکل (۱) متغیرهای مورد بررسی در قالب چارچوب مفهومی پژوهش

جدول (۱) معرفی متغیرها و نحوه محاسبه آن ها

نوع متغیر	نام متغیر	نماد	تعریف عملیاتی
متغیر وابسته	کارایی سرمایه گذاری	Inv	کارایی سرمایه گذاری زمانی حاصل می شود که شرکت فقط در تمامی طرح هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه گذاری کند. البته این سناریو در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد و هیچ یک از مسایل بازار ناقص از جمله گزینش نادرست و هزینه های نمایندگی وجود نداشته باشد. مطابق تحقیق گوماریزو بلیستا (۲۰۱۴) از مدل فوق بعنوان کارایی سرمایه گذاری استفاده می شود. $Invest_{it} = \beta_0 + \beta_1 Sales Growth_{it-1} + \varepsilon_{it}$ افزایش خالص دارایی های مشهود و نامشهود SalesGrowth: نرخ تغییر در فروش شرکت i از t-2 به t-1 است. مقدار باقیمانده مدل فوق بعنوان کارایی سرمایه گذاری در نظر گرفته شده است.
متغیر وابسته	بیش سرمایه گذاری	OverInv	سرمایه گذاری بیش از حد عبارت از باقی مانده های مثبت مدل سرمایه گذاری است (یانگ و همکاران، ۲۰۱۹).
متغیر وابسته	کم سرمایه گذاری	UnderInv	کم سرمایه گذاری عبارت از باقی مانده های منفی مدل سرمایه گذاری است (یانگ و همکاران، ۲۰۱۹).
متغیر مستقل	تأمین مالی داخلی	Intern	در این پژوهش طبق پژوهش یانگ و همکاران (۲۰۱۹) برای اندازه گیری تأمین مالی داخلی از نسبت سود انباشته به کل دارایی ها استفاده شده است.
متغیر تعدیل گر	اعتماد بیش از حد مدیران	OC	از طریق محاسبه اختلاف سود فصلی پیش بینی شده هر سهم با سود واقعی آن محاسبه می شود. چنانچه در یک سال تعداد فصولی که سود پیش بینی شده در آن از سود واقعی بیشتر است، بیش از دو فصل باشد، عدد یک خواهد گرفت که در این صورت مدیر بیش اعتماد خوانده می شود و در غیر این صورت عدد صفر را به خود اختصاص خواهد داد (الی و تانگ، ۲۰۱۲؛ یانگ و همکاران، ۲۰۱۹؛ نیکبخت و همکاران، ۱۳۹۵).
کنترلی	فروش	Lnsales	از طریق لگاریتم طبیعی فروش بدست می آید. (الاود و جریویی، ۲۰۱۷)
کنترلی	سن شرکت	LnAge	لگاریتم طبیعی تفاوت بین سال تاسیس شرکت با سال جاری (الاود و جریویی، ۲۰۱۷)
کنترلی	نسبت دارایی	Tang	نسبت دارایی های ثابت به کل دارایی ها (الاود و جریویی، ۲۰۱۷)

## ۹- جامعه آماری و روش نمونه گیری

جامعه آماری در این پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۹۱ تا پایان سال ۱۳۹۶ به مدت هفت سال بوده است. برای دستیابی به نتایج قابل اتکا، شرکت هایی که پس از سال ۱۳۹۱ وارد بورس شده یا در طی دوره پژوهش از بورس خارج شده اند در جامعه آماری قرار نگرفتند. افزون بر این، برای حصول به نمونه آماری مطلوب از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. لذا، جامعه آماری با استفاده از شرایط و محدودیت های زیر تعدیل شده است:

- جز شرکت های هلدینگ و سرمایه گذاری نباشند.
  - بانک ها به سبب ماهیت خاص فعالیت شان حذف می شوند.
  - طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی و توقف عملیات نداشته باشند.
  - پایان سال مالی شرکت ها پایان اسفند و طی سال های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ تغییر نکرده باشد.
  - اطلاعات مورد نیاز آن ها برای انجام تحقیق در دسترس باشد.
- معاملات سهام شرکت به طور مداوم در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته باشد و توقف معاملاتی بیش از شش ماه در مورد سهام یاد شده اتفاق نیفتاده باشد.
- در نهایت با اعمال شرایط فوق و مطابق با نتایج جدول (۲-۳) تعداد ۸۷ شرکت حائز شرایط بوده و به عنوان نمون انتخاب گردید.

جدول (۲) روش غربالگری (منبع: سازمان بورس اوراق بهادار)

کل شرکت ها تا پایان ۱۳۹۶	۴۹۱ شرکت
شرکت های غیرفعال	۶۹ شرکت
شرکت های غیرتولیدی	۶۰ شرکت
شرکت های پذیرش شده در قلمرو زمانی تحقیق وارد بورس شده اند	۸۷ شرکت
سال مالی غیر ۱۲/۲۹ و تغییر سال مالی	۶۳ شرکت
وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه	۸۰ شرکت
عدم دسترسی به اطلاعات کامل	۴۵ شرکت
نمونه غربالگری شده	۸۷ شرکت

در نتیجه اعمال شرایط و ملاحظات در نمونه گیری حذفی سیستماتیک ۸۷ شرکت از جامعه آماری جهت انجام آزمون ها انتخاب شده اند.

### ۱۰- روش جمع آوری اطلاعات

داده های مورد نیاز تحقیق از طریق صورت های مالی ارائه شده به سازمان بورس و همچنین اطلاعات مربوط به سهام شرکت در بازار بورس اوراق بهادار، بدست آمده است. در این تحقیق برای تدوین ادبیات و پیشینه تحقیق، از روش کتابخانه ای استفاده شده است و برای آزمون فرضیه های تحقیق از اطلاعات مندرج در صورت های مالی و یادداشت های همراه شرکت ها و اطلاعات بازار از طریق نرم افزار ره آورد نوین، کتابخانه سازمان بورس و آرشیو سایت های بورس، نظیر سایت پژوهش و مطالعات اسلامی سازمان بورس و سایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران (سایت کدال) استفاده شده است. بدین ترتیب تمام اطلاعات مورد استفاده در این تحقیق از اطلاعات ثانویه می باشد، چرا که از اطلاعات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و نرم افزارهای موجود بدست آمده است. داده های اولیه در قالب فایل هایی در نرم افزار صفحه گسترده اکسل طراحی و تکمیل گردید. سپس به منظور تجزیه و تحلیل آماری اطلاعات حاصله، از نرم افزار Eviews براساس روش تحلیل پوششی داده ها استفاده شد.

جدول (۳) آمار توصیفی متغیرهای تحقیق (منبع: یافته های تحقیق)

نام متغیر	نماد	میانگین	انحراف معیار	کشدگی	چولگی	کمینه	بیشینه	تعداد مشاهدات
تأمین مالی داخلی	Intern	۰/۸۹۷	۱/۰۴۷	۳/۶۱۲	۱/۰۷۱	-۰/۶۷۲	۴/۳۴۴	۵۲۲
کارایی سرمایه گذاری	Inv	-۰/۰۰۳	۰/۰۹۴	۶/۲۴۶	۱/۲۴۷	-۰/۲۸۵	۰/۳۹۱	۵۲۲
سن شرکت	Age	۳/۵۸۴	۰/۳۷۲	۲/۲۳۰	-۰/۴۷۹	۲/۶۳۹	۴/۱۹۰	۵۲۲
اعتماد بیش از حد مدیران	OC	۰/۵۱۹	۰/۵۰۰	۱/۰۰۶	-۰/۰۷۷	۰	۱	۵۲۲
فروش	Lnsales	۱۳/۸۶۷	۱/۶۲۰	۳/۸۲۱	۰/۳۵۰	۹/۰۰۷	۱۹/۵۶۶	۵۲۲
نسبت دارایی	Tang	۰/۲۵۴	۰/۲۱۸	۵/۱۲۲	۱/۲۴۵	۰/۰۰۲	۱/۵۲۲	۵۲۲
کم سرمایه گذاری	UnderInv	-۰/۰۵۹	۰/۰۴۴	۵/۳۱۶	-۱/۳۱۲	-۰/۲۵۶	-۰/۰۰۱	۳۱۴
بیش سرمایه گذاری	OverInv	۰/۰۸۱	۰/۰۸۵	۵/۹۷۲	۱/۸۳۸	۰/۰۰۱	۰/۳۹۱	۲۰۸

Intern: برای اندازه گیری تأمین مالی داخلی از نسبت سودناشته به کل دارایی ها استفاده شده است.  
 Inv: مطابق تحقیق گوماریزو بلیستا (۲۰۱۴) مقدار باقیمانده مدل بعنوان کارایی سرمایه گذاری استفاده شده است.  
 OC: از طریق محاسبه اختلاف سود فصلی پیش بینی شده هر سه هم با سود واقعی آن محاسبه شده است.  
 چنانچه در یک سال تعداد فصولی که سود پیش بینی شده در آن از سود واقعی بیشتر است، بیش از دو فصل باشد، عدد یک دریافت کرده است که در این صورت مدیر بیش اعتماد خوانده می شود و در غیر این صورت عدد صفر را به خود اختصاص داده است.

میانگین شاخص کارایی سرمایه گذاری برابر با  $-۰/۰۰۳$  واحد است که در واقع منفی بودن این مقدار نشان می دهد به طور متوسط برای کل شرکت های حاضر در نمونه پژوهش کم سرمایه گذاری وجود دارد. در مدل کارایی مقدار باقیمانده مدل نشان دهنده میزان کارایی یا عدم کارایی سرمایه گذاری است. هرچه این مقدار به صفر نزدیکتر باشد میزان عدم کارایی در سرمایه گذاری کمتر است. میزان حداکثر آن با مقدار  $۰/۳۹۱$  متعلق به شرکت لبنیات پاک در سال ۹۴ و میزان حداقل آن با مقدار  $-۰/۲۸۵$  متعلق به شرکت داروسازی زهراوی در سال ۹۳ است. میانگین متغیر تأمین مالی داخلی با مقدار  $۰/۸۹۷$  نشان می دهد که شرکت های نمونه تمایل

زیادی به اندوخته کردن سود دارند؛ بنابراین شرکت ها می توانند از منابع داخلی سود انباشته برای تأمین مالی استفاده کنند که یکی از کم هزینه ترین منابع تأمین مالی است. میزان حداکثر آن با مقدار  $4/344$  متعلق به شرکت پارس خودرو در سال ۹۲ و میزان حداقل آن با مقدار  $0/672$  متعلق به شرکت ایران خودرو در سال ۹۱ است. میانگین متغیر اعتماد بیش از حد مدیران با مقدار  $0/519$  نشان می دهد بیش از نیمی از مدیران شرکت های نمونه حاضر دارای اعتماد بیش از حد می باشند.

### فرضیه اصلی اول: تأمین مالی داخلی بر کارایی سرمایه گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد.

H0: تأمین مالی داخلی بر کارایی سرمایه گذاری تأثیر مثبت و معناداری ندارد.  $\beta=0$

H1: تأمین مالی داخلی بر کارایی سرمایه گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد.  $\beta \neq 0$

جدول (۴) نتیجه آزمون فرضیه اصلی اول

نماد	ضرایب	آماره تی	احتمال	VIF
C	-0/428	-2/359	0/019	-
Intern	0/010	2/033	0/043	1/172
LnAge	0/110	1/819	0/070	1/027
Lnsales	-0/004	-0/444	0/657	1/011
Tang	0/398	7/061	0/000	1/154
	مقدار	آزمون	مقدار	احتمال
ضریب تعیین	0/336	هاسمن	5/771	0/000
ضریب تعیین تعدیل شده	0/334	F لیمر	2/482	0/000
دوربین واتسون	2/553	F فیشر	2/766	0/000
منبع: یافته های تحقیق		جار کوبرا	8/580	0/084

### نتیجه فرضیه:

آزمون t: نتایج نشان می دهد در سطح اطمینان ۹۵٪ مقدار t بجز متغیرهای نسبت دارایی و تأمین مالی داخلی بقیه متغیرها در ناحیه پذیرش فرض صفر قرار می گیرد؛ یعنی این متغیرها در مدل معنی دار نیستند. احتمال آماره (سطح معناداری) متغیر Intern برابر با 0/043 که کمتر از 0/05 است بنابراین فرضیه اصلی اول از پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرش می شود.

فرضیه فرعی اول از فرضیه اصلی اول پژوهش: تأمین مالی داخلی بر بیش سرمایه گذاری رابطه مثبت و معناداری دارد.

H0: تأمین مالی داخلی بر بیش سرمایه گذاری رابطه مثبت و معناداری ندارد.  $\beta=0$

H1: تأمین مالی داخلی بر بیش سرمایه گذاری رابطه مثبت و معناداری دارد.  $\beta \neq 0$

جدول (۵) نتیجه آزمون فرضیه فرعی اول از فرضیه اصلی اول (منبع: یافته های تحقیق)

نماد	ضرایب	آماره تی	احتمال	VIF
C	0/090	1/125	0/262	-
Intern	0/000	0/550	0/583	1/039
LnAge	-0/004	-0/290	0/772	1/098
Lnsales	-0/002	-0/572	0/568	1/035
Tang	0/135	3/775	0/000	1/045
	مقدار	آزمون	مقدار	احتمال
ضریب تعیین	0/111	هاسمن	-	-
ضریب تعیین تعدیل شده	0/094	F لیمر	1/119	0/285
دوربین واتسون	1/901	F فیشر	6/364	0/000
		جار کوبرا	17/499	0/081

### نتیجه فرضیه:

آزمون t: نتایج نشان می دهد در سطح اطمینان ۹۵٪ مقدار t همه متغیرهای در ناحیه پذیرش فرض صفر قرار می گیرد؛ یعنی این متغیرها در مدل معنی دار نیستند. احتمال آماره (سطح معناداری) متغیر Intern برابر با ۰/۵۸۳ که بیشتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرضیه فرعی اول از فرضیه اصلی اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می شود..

فرضیه فرعی دوم از فرضیه اصلی اول پژوهش: تأمین مالی داخلی بر کم سرمایه گذاری رابطه منفی و معناداری دارد.

$H_0$ : تأمین مالی داخلی بر کم سرمایه گذاری رابطه منفی و معناداری ندارد.  $\beta = 0$

$H_1$ : تأمین مالی داخلی بر کم سرمایه گذاری رابطه منفی و معناداری دارد.  $\beta \neq 0$

جدول (۶) نتیجه آزمون فرضیه فرعی دوم از فرضیه اصلی اول (منبع: یافته های تحقیق)

نماد	ضرایب	آماره تی	احتمال	VIF
C	-۰/۰۳۰	-۰/۱۷۳	۰/۸۶۳	-
Intern	-۰/۰۰۱	-۲/۵۹۳	۰/۰۱۰	۱/۰۵۸
LnAge	-۰/۰۶۴	-۱/۱۶۵	۰/۲۴۵	۱/۰۱۵
Lnsales	۰/۰۱۴	۱/۶۵۲	۰/۱۰۰	۱/۰۰۹
Tang	۰/۰۲۷	۱/۲۷۹	۰/۲۰۲	۱/۰۴۹
-----				
ضریب تعیین	۰/۳۶۵	آزمون هاسمن	مقدار ۹/۰۶۷	احتمال ۰/۰۵۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۱۲	F لیمر	مقدار ۱/۳۹۷	احتمال ۰/۰۲۷
دوربین واتسون	۲/۴۲۱	F فیشر	مقدار ۲/۴۴۶	احتمال ۰/۰۱۶
		چار کوبرا	مقدار ۲۴/۷۶۱	احتمال ۰/۰۶۲

### نتیجه فرضیه:

آزمون t: نتایج نشان می دهد در سطح اطمینان ۹۵٪ مقدار t بجز متغیر تأمین مالی داخلی بقیه متغیرها در ناحیه پذیرش فرض صفر قرار می گیرد؛ یعنی این متغیرها در مدل معنی دار نیستند. احتمال آماره (سطح معناداری) متغیر Intern برابر با ۰/۰۱۰ که کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرضیه فرعی دوم از فرضیه اصلی اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرش می شود.

فرضیه دوم: اعتماد بیش از حد مدیران بر رابطه تأمین مالی داخلی با کارایی سرمایه گذاری رابطه منفی و معناداری دارد.

$H_0$ : اعتماد بیش از حد مدیران بر رابطه تأمین مالی داخلی با کارایی سرمایه گذاری رابطه منفی و معناداری دارد.  $\beta = 0$

$H_1$ : اعتماد بیش از حد مدیران بر رابطه تأمین مالی داخلی با کارایی سرمایه گذاری رابطه منفی و معناداری دارد.  $\beta \neq 0$

جدول (۷) نتیجه آزمون فرضیه دوم (منبع: یافته های تحقیق)

نماد	ضرایب	آماره تی	احتمال	VIF
C	-۰/۴۲۴	-۲/۴۶۸	۰/۰۱۴	-
INTERN	-۰/۰۱۲	-۲/۵۹۳	۰/۰۱۰	۱/۲۳۲
OC	-۰/۰۰۸	-۱/۲۸۹	۰/۱۹۸	۱/۰۷۹
INTERN×OC	۰/۰۰۰	۰/۶۸۴	۰/۴۹۴	۱/۰۱۴
LNAGE	۰/۱۱۶	۲/۰۴۷	۰/۰۴۱	۱/۰۳۲
LNSALES	-۰/۰۰۲	-۰/۲۶۵	۰/۷۹۱	۱/۰۱۴
TANG	۰/۲۰۲	۵/۷۲۷	۰/۰۰۰	۱/۱۵۸
-----				
ضریب تعیین	۰/۳۵۰	آزمون هاسمن	مقدار ۲۱/۶۵۲	احتمال ۰/۰۰۱
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۱۰	F لیمر	مقدار ۲/۳۸۳	احتمال ۰/۰۰۰
دوربین واتسون	۲/۵۵۲	F فیشر	مقدار ۲/۵۰۹	احتمال ۰/۰۰۰
		چار کوبرا	مقدار ۱۳/۶۵۶	احتمال ۰/۰۸۱



## نتیجه فرضیه:

آزمون t: نتایج نشان می دهد در سطح اطمینان ۹۵٪ مقدار t متغیرها بجز نسبت دارایی و تامین مالی داخلی بقیه در ناحیه پذیرش فرض صفر قرار می گیرد؛ یعنی این متغیرها در مدل معنی دار نیستند. احتمال آماره (سطح معناداری) متغیر  $OC \times Intern$  برابر با ۰/۴۹۴ که بیشتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می شود.

## ۱۱- جمع بندی و تفسیر

کارایی، یکی از مهم ترین معیارهای ارزیابی عملکرد است که سرمایه گذاران برای پیدا کردن فرصت های مناسب سرمایه گذاری به دنبال عوامل تاثیرگذار بر آن هستند. گزارش های مالی به عنوان مهم ترین منبع اطلاعاتی شرکت ها برای انتقال اطلاعات اثر بخش به افراد برون سازمانی، تحت کنترل و اختیار مدیران هستند. مدیران توانایی ها و فرصت های بیشتری برای افشا نکردن در اخبار بدو تسریع اخبار خوب برخوردار هستند که موجب می شود تصویر واحد تجاری، بهتر از وضعیت واقعی به نظر برسد و انگیزه افراد برون سازمانی برای سرمایه گذاری در واحد تجاری افزایش یابد. ویژگی های شخصیتی مدیران (اعتماد بیش از حد) جزء عوامل مهم در تصمیم گیری ها به حساب می آید، که از مهمترین تصمیم های پیش روی مدیران واحد تجاری تصمیم های مربوط به تأمین مالی است.

نتایج حاصل از فرضیه اصلی اول پژوهش نشان داد که تأمین مالی داخلی بر کارایی سرمایه گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد. بدین معنی که با افزایش تأمین مالی داخلی از طریق سود انباشته تصمیمات سرمایه گذاری بهینه تر گرفته می شود و همچنین فرضیه فرعی دوم از اصلی اول پژوهش تأمین مالی داخلی بر کم سرمایه گذاری رابطه منفی و معناداری دارد بدین معنی که شرکت با افزایش تأمین مالی داخلی، کم سرمایه گذاری کاهش می یابد و به سرمایه گذاری بهینه و کارا نزدیک می شود و نتایج فرضیه فرعی اول نشان داد که تأمین مالی داخلی بر بیش سرمایه گذاری رابطه مثبت و معناداری ندارد. می توان عنوان نمود که مدیران با حساسیت و دقت بیشتری سرمایه گذاری نموده و حداکثر توان و تلاش خود را به کار گرفته اند تا به بهترین شکل موجود سرمایه های در اختیارشان را به بهترین نحو تخصیص دهند. نتایج این پژوهش به نوعی با پژوهش فرید و همکاران (۱۳۹۷) بیان کردند که سود انباشته کارایی سرمایه گذاری را کاهش می دهد و با نتایج ایس دورفر و همکاران (۲۰۱۳) که بیان کردند اهرم مالی بیشتر، موجب افزایش کارایی سرمایه گذاری می شود مغایر می باشد.

فرضیه اصلی دوم نشان داد که اعتماد بیش از حد مدیران بر رابطه تأمین مالی داخلی با کارایی سرمایه گذاری رابطه منفی و معناداری ندارد. بر اساس نتایج این پژوهش اعتماد بیش از حد مدیران تأثیری در تأمین مالی و کارایی شرکت ها ندارد و تصمیم های تأمین مالی به دور از تمایلات جانب دارانه و به صورت نسبتاً منطقی اتخاذ شده اند. نتایج این پژوهش به نوعی با پژوهش چاوشی و همکاران (۱۳۹۴) یانگ و همکاران (۲۰۱۹) همسو نیست.

## ۱۲- پیشنهاد برای تحقیقات آتی

- ۱- در این تحقیق برای محاسبه کارایی سرمایه گذاری (بیش و کم سرمایه گذاری) از مدل فرصت های رشد شرکت استفاده شد. به پژوهشگران آتی پیشنهاد می شود از متغیر مخارج سرمایه استفاده شود.
- ۲- پیشنهاد می گردد در حوزه مالی رفتاری به خصوص سوگیری های رفتاری مدیران برای اندازه گیری میزان خوش بینی مدیران از مدل های منطبق فازی استفاده گردد.
- ۳- در این پژوهش یکی از مولفه های سوگیری های رفتاری بر تصمیمات تأمین مالی و کارایی مورد ارزیابی قرار گرفت. پیشنهاد می گردد سایر اجزاء آن از جمله زیان گریزی، کوتاه بینی و ... بر تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری مورد بررسی قرار گیرد.
- ۴- در این پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده اند؛ بنابراین، پیشنهاد می شود تا در پژوهش های آتی، این موضوع در شرکت های فرابورس نیز بررسی گردد.

## ۱-۱۲- پیشنهاد های حاصل از نتایج تحقیق

- باتوجه به نتایج تحقیق، در مورد تأمین مالی شرکت ها پیشنهاد می شود؛ شرکت های بزرگ با سرمایه ی بالا برای تأمین مالی نقدینگی مورد نیاز خود راروش سود انباشته استفاده کنند.
- به استفاده کنندگان صورت های مالی از جمله سرمایه گذاران پیشنهاد می شود، قبل از هرگونه تصمیمی مبنی بر اینکه در چه شرکتی سرمایه گذاری کنند، فرصت های سرمایه گذاری شرکت را در سال های گذشته، از طریق

نسبت معرفی شده در این پژوهش مورد تجزیه و تحلیل قرار دهند و شرکت‌هایی را انتخاب کنند که دارای نسبت بدهی و اهرم مالی پایین تر و سود انباشته بالاتری هستند.

## منابع

- ۱- ثقفی، علی؛ بولو، قاسم؛ محمدیان، محمد. (۱۳۹۰) کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد. مجله ی پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز. دوره ی سوم. شماره ی دوم. پیاپی ۶۱/۳. صص ۳۷-۶۳.
- ۲- چاوشی، کاظم، رستگار، محمد و محسن میرزایی، (۱۳۹۴). " بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست های تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ". فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال هشتم، شماره بیست و پنجم. صص ۴۱-۲۹.
- ۳- خانی، عبدالله؛ افشاری، حمیده و حسینی، میرهادی (۱۳۹۲). آزمون تصمیمات تأمین مالی، زمانبندی بازار و سرمایه‌گذاری واقعی در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تأمین مالی. صص ۱۰۹-۱۲۲.
- ۴- دموری، داریوش و قدک فروشان، مریم. (۱۳۹۷). سیاست های تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. راهبرد مدیریت مالی. سال ششم. شماره بیست و سوم. صص ۱۷۵-۱۵۷.
- ۵- دیدار، حمزه؛ حیدری، مهدی و پوراسد، سعید. (۱۳۹۷). تأثیر کوتاه بینی مدیریتی بر کارایی شرکت ها با نقش تعدیل کننده کیفیت حاکمیت شرکتی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران. دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شهید باهنر کرمان. دانش حسابداری. دوره نهم. شماره ۱. پیاپی ۳۲. صص ۱۴۷-۱۶۹.
- ۶- دستگیر، محسن، میرکی، فواد و سپیده کاظمی نوری، (۱۳۹۳) " تأثیر اعتماد بنفس بیش از حد مدیران ارشد بر آشفتگی مالی " بررسی های حسابداری، دوره اول، شماره ۲، صص ۵۱-۳۷.
- ۷- عابد، محبوبه و رضایی، فرزین (۱۳۹۲). رابطه خوش بینی مدیریت با کارایی سرمایه‌گذاری و تأثیر آن بر ارزش شرکت. پایان نامه کارشناسی ارشد. موسسه آموزش عالی کار.
- ۸- فرید، داریوش؛ قدک فروشان، مریم. (۱۳۹۷). بررسی تاثیر نوع تأمین مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری باتاکید بر ارزش شرکت. فصلنامه علمی و پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری. سال هفتم. شماره بیست و هشتم. صص ۱۰۳-۱۲۶.
- ۹- فتحی، سعید؛ عربصالحی، مهدی؛ مقدس، فرنوش؛ شهرکی، کاوه؛ عجم، علیرضا. (۱۳۹۵). تحلیل تأثیر محدودیت های مالی بر کارایی سبد سرمایه‌گذاری شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های بازرگانی. دوره ۱۴. شماره ۷۷. صص ۷۸-۶۸.
- ۱۰- کریمی، کیانا فریدون رهنمای رودپشتی (۱۳۹۴). تورش های رفتاری و انگیزه های مدیریت سود. فصلنامه ی دانش حسابداری و حسابداری مدیریت، ۴(۱۴)، ۱۵-۳۱.
- ۱۱- لشکری، محمد؛ مرتاضی، هما. (۱۳۹۰). "نظریه مالیرفتاری و تأثیر آن بر حجم سرمایه‌گذاری افراد در بورس اوراق بهادار تهران." مرکز تحقیقات کامپیوتری علوم اسلامی.
- ۱۲- مدرسی، سنور و محمد نظری پور (۱۳۹۲) "شخصیت های مدیران اجرایی و مدیران مالی بر کیفیت گزارشگری مالی" اولین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت، شهریورماه، شیراز، ایران صص ۱۵-۱.
- 13- Eisdorfer, A., Giaccotto, C., White, R., (2013), capital structure, executive compensation and investment efficiency, Journal of Banking & finance, 1(37):549-562.
- 14- Chen, I., Lin, S., Managerial Optimism, Investment Efficiency, and Firm Valuation. Multinational Finance Journal 2013. Procedia Economics and Finance ( 2012 ) 73 – 80 24.
- 15- Chen, I., Lin, S., 2nd Annual International Conference on Accounting and Finance (AF 2012) Will managerial optimism affect the investment efficiency of a firm?
- 16- Cassell, C., Huang, S., Sanchez, J.M., Stuart, M.D., (2012). Seeking safety: the relation between CEO inside debt holdings and the riskiness of firm investment and financial policies. Journal of Financial Economics 103, 588–610.
- 17- Campbell, T., Gallmeyer, M., Johnson S., Rutherford, J., Stanley, B. CEO (2011) Optimism and Forced Turnover. Forthcoming the Journal of Financial Economics.
- 18- Deshmukh S. Goel A. and K. Howe. "CEO overconfidence and dividend policy". Journal of Finance Intermediation Vol. 22 No. 3, (2013): 440-463.
- 19- Gomariz F.C & Ballesta J. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency, Contents lists.

- 20- Nan, L. & Wen, X., (2014), "Financing and Investment Efficiency, Information Quality, and Accounting Biases". UIC College of Business Administration Research, Paper No. 10-14. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1703530>.
- 21- Hribar, P., & Yang, H. (2016). CEO overconfidence and management forecasting, *Contemporary Accounting Research*, 33 (1), 204–227.
- 22- Ishikawa, M., & Takahashi, H. (2010). "Overconfident Managers and External Financing Choice", *Review of Behavioral Finance*, 2, 37–58.
- 23- Myers S.C. & Majluf, N. (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 13:187-221.
- 24- Modigliani, F and M. Miller. (1958). The cost OF capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review*, No.53, pp.97-261.
- 25- Schrand, C. M., & Zechman, S. L. C. (2012). Executive overconfidence and the slippery slope to ifinancial misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, 53(□□2), 311□329.
- 26- Ying He, Cindy Chen,, Yue Hu. (2019). Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*. 47(2019)501-510.



# A survey the impact of Managerial overconfidence the Relationship between internal financing and investment efficiency

## Abstract

The purpose of this study is to examine the effect of Managerial overconfidence the Relationship between internal financing and investment efficiency. The statistical population of the study is Tehran Stock Exchange companies. Sampling method was used for systematic sampling (screening), according to which 87 companies were selected as sample. The present research is an applied and post-event method. The realm of research has been from 2012 to 2017. To investigate the hypotheses of the research, ordinary least squares method has been used in the form of Eviews software. Research findings show that internal financing has a positive and fair effect on investment efficiency. And internal financing does not have a positive relationship with investment. Also, internal financing has a negative and equitable relationship with low investment. The Managerial overconfidence on the relationship between internal financing and investment efficiency is not the same.

**Keywords:** investment efficiency, Managerial overconfidence, internal financing

