

## Effects of Management Behavior on Investment Efficiency and Firm Value

Morteza Bayat<sup>1</sup>, Mohammad Noroozi<sup>2</sup>, Zahra Mirashrafi<sup>3</sup>,  
Aliakbar Pourmoussa<sup>4</sup>

Received: 2017/10/06

Approved: 2018/01/27

### Abstract

By now, effects of factors such as the quality of financial reporting, financial constraints and investment opportunities on the investment efficiency have been studied. This study examines the relation of optimistic behavior of management to investment efficiency and firm value. For this purpose, data from 181 firms selected as a sample among all firms listed in Tehran Stock Exchange are tested using multivariate regression, data panel and generalized least squares methods and in the period from 2010 to 2015. The results show that among firms with under-investment (over-investment), management optimism (pessimism) does not have a significant effect on the firm's investment. Also the results show that among firms with under-investment (over-investment), management optimism (pessimism) reduces the firm value. According to the results, management optimism (pessimism) has no effects on investment efficiency, but it reduces firm value at the event of inefficiencies.

**Keywords:** optimism, investment efficiency, firm value

**JEL classification:** G34

DOI: 10.22051/jera.2018.17493.1806

<sup>1</sup> PhD Student in Accounting, School of Management and Economics, Tarbiat Modares University, Tehran, Iran, corresponding author, (shahenbayat@yahoo.com)

<sup>2</sup> Msc of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Shahid Chamran University, Ahvaz, Iran, (norouzi.mohammad65@yahoo.com)

<sup>3</sup> Instructor of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran, (z\_mirashrafi@pnu.ac.i)

<sup>4</sup> Instructor of Accounting, Islamic Azad University, Mahmoud Abad, Iran, (alipourmoussa@ut.ac.ir)

## بررسی تأثیر عوامل رفتاری مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت

مرتضی بیات\*، محمد نوروزی\*\*، زهرا میر اشرفی\*\*\*، علی اکبر پور موسی\*\*\*\*

تاریخ دریافت: ۱۴/۰۷/۹۶

تاریخ پذیرش: ۰۷/۱۱/۹۶

### چکیده

تاکنون تأثیر عواملی مانند کیفیت گزار شگری مالی، محدودیت مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر کارایی سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار گرفته است؛ اما بررسی تأثیر عوامل رفتاری مدیریت مانند خوش بینی یا بدبینی مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت‌ها مورد بررسی قرار نگرفته است. هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر خوش بینی مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت‌ها می‌باشد. برای این منظور از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ۱۸۱ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۴ انتخاب نموده و با استفاده از رگرسیون چند متغیره با روش برآورد حداقل مربعات تعمیم یافته و داده‌های ترکیبی مورد آزمون قرار گرفتند. نتایج نشان داد در بین شرکت‌هایی که کم سرمایه‌گذاری (بیش سرمایه‌گذاری) می‌نمایند، خوش بینی (بدبینی) مدیریت تأثیر معناداری بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت ندارد. هم‌چنین نتایج بیانگر این بود که در بین شرکت‌هایی که کم سرمایه‌گذاری (بیش سرمایه‌گذاری) می‌نمایند، خوش بینی (بدبینی) مدیریت باعث کاهش ارزش شرکت می‌شود. طبق نتایج بدست آمده خوش بینی (بدبینی) مدیریت تأثیری بر کارایی سرمایه‌گذاری ندارد، اما در مواقع ناکارایی سرمایه‌گذاری باعث کاهش ارزش شرکت می‌شود.

**واژه‌های کلیدی:** خوش بینی، کارایی سرمایه‌گذاری، ارزش شرکت.

طبقه‌بندی موضوعی: G34

DOI: 10.22051/jera.2018.17493.1806

\* دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران، (نویسنده مسئول)، (shahenbayat@yahoo.com)

\*\* کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید چمران، اهواز، ایران، (norouzi.mohammad65@yahoo.com)

\*\*\* مربی حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران، (z\_mirashrafi@pnu.ac.ir)

\*\*\*\* مربی حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، محمود آباد، ایران، (alipourmousa@ut.ac.ir)

### مقدمه

ادبیات مالی رفتاری نشان می‌دهد، افراد بصورت سیستماتیک در مورد آنچه که فکر می‌کنند دچار اشتباه می‌شوند افراد ممکن است نسبت به عواقب تصمیم خود خوشبین باشند و یا اعتماد به نفس کاذب داشته باشند. خوشبینی در اینجا بدین معنی است که افراد بطور سیستماتیک نتایج رخدادهای آینده را بیش از حد مطلوب در نظر می‌گیرند (باروز و سیلورا، ۲۰۰۹). از سویی دیگر اعتماد به نفس کاذب نیز همانند خوشبینی، افراد توانایی شخصی خود را بالاتر از دیگران می‌بینند و در نتیجه دیدگاه و نظر خود را مقدم بر دیگران می‌دانند (هرشلیفر، ۲۰۱۲). در هر صورت این دو مورد سبب ایجاد تفاوت خواهد شد. اگرچه تأثیرگذاری رفتار فردی بر قیمت سهام در مطالعات مورد بررسی قرار گرفته است (باربرایز، شیفلر و ویشنی، ۱۹۹۸ و باربرایز و تالر، ۲۰۰۳)، اما تعداد کمی از مطالعات به بررسی چگونگی تأثیرگذاری تعصبات فردی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و بهره‌وری سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند (هرشلیفر، تئو و لاو، ۲۰۱۲). مالمندیر و تیت (۲۰۰۵) بصورت تجربی به این نتیجه رسیدند که انحرافات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با تعصبات و رفتارهای شخصی مدیران در ارتباط می‌باشد. بن دیوید، گراهام و هاروی (۲۰۱۱) میزان اشتباه مدیران را در مورد بازده سهام به عنوان اعتماد به نفس کاذب اندازه‌گیری کردند و به این نتیجه رسیدند که مدیران ارشد دچار اشتباه در صحت موارد سرمایه‌گذاری می‌شوند و اینکه این اشتباه بصورت معنادار بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد.

مدیران شرکت‌ها، با شناخت عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری و با به کارگیری آن‌ها در رسیدن به سطح سرمایه‌گذاری بهینه، می‌توانند نهایت بازدهی را ایجاد کنند تا هم فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری را از دست ندهند و هم رضایت سهامداران را جلب نمایند (تهرانی و حصارزاده، ۱۳۸). (۸) بی‌شک مساله سرمایه‌گذاری یکی از مهمترین وظایف مدیران شرکت می‌باشد. در صورتی که مدیران بتوانند به درستی فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش (طرح‌های با ارزش فعلی خالص مثبت) در بازار را تشخیص دهند و به میزان مناسب در هر یک از آن‌ها سرمایه‌گذاری نمایند، در نهایت این امر سبب رشد شرکت شده و ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت و این امر سبب افزایش ارزش شرکت خواهد شد. اعتماد به نفس بیش از حد یک ویژگی شخصیتی است که می‌تواند به صورت اریب رفتاری و داشتن اعتقادات غیر واقعی

(مثبت) در رابطه با هر یک از جنبه‌های یک پیشامد در شرایط عدم اطمینان تعریف شود. مدیرانی که دارای اعتماد به نفس بالا هستند اکثراً نسبت به تصمیمات خود و نتایج آن‌ها علی‌الخصوص در زمینه تصمیمات سرمایه‌گذاری بسیار خوش‌بین هستند (ساکالا، ۲۰۰۸). بیش اطمینانی می‌تواند منجر به اتخاذ تصمیم نادرست شده و با تحریف از سیاست‌های مناسب سرمایه‌گذاری هزینه‌های گزافی را برای شرکت بوجود آورد و در برخی موارد دیگر نیز می‌تواند منفعی داشته باشد (رامشه و ملانظری، ۱۳۹۳). هیرشلیفر، تنو و لاو (۲۰۱۲) از اختیارات و فشارها به عنوان نماینده‌ای برای میزان اعتماد به نفس کاذب مدیران استفاده کردند و به این نتیجه رسیدند که شرکت‌ها با مدیر خود رای سرمایه‌گذاری بیشتری در فعالیت‌های دارای نوآوری و اختراع و مخارج تحقیق و توسعه انجام می‌دهند. تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری بخش جدایی‌ناپذیر و حیاتی از مدیریت هر شرکت می‌باشد. هیتون (۲۰۰۲) ابتدا به بررسی اینکه چگونه خوش‌بینی مدیریت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد پرداخت و به این نتیجه رسید که مدیران خوش‌بین در پروژه‌ها با ارزش فعلی خالص منفی به علت نیاز به منابع خارجی چشم‌پوشی می‌کنند. مطالعات عنوان شده به بررسی نقش نگرش مدیریت بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌پردازد ولی به بررسی نقش ویژگی‌های رفتاری مدیران بر تحریفات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداخته نشده است. یک تصمیم‌گیری مناسب در سرمایه‌گذاری کارآمد ممکن است باعث افزایش ارزش شرکت شود. خوش‌طینت (۱۳۷۷) عنوان می‌دارد که از جمله عنوان ذهنیت‌گرایی پیش‌داوری می‌باشد که بر رفتار منطقی افراد تأثیر می‌گذارد. بنابراین انتظار می‌رود خوش‌بینی و بدبینی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیرگذار باشد و از سویی دیگر با توجه به تحت تأثیر قرار گرفتن انتخاب پروژه‌ها با ریسک‌های متفاوت توسط خوش‌بینی و بدبینی مدیران می‌توان این انتظار رو داشت که ارزش شرکت نیز تحت تأثیر این رفتار مدیران قرار خواهد گرفت. اگر چه مطالعات قبلی شواهدی ارائه می‌کنند که سرمایه‌گذاری شرکت‌های بزرگ بر اساس اولویت شخصی مدیریتی و تعصبات رفتاری می‌باشد، اما این مطالعات در مورد چگونگی تأثیر خوش‌بینی کاذب مدیریت در مورد سرمایه‌گذاری کارآمد را مورد بررسی قرار نمی‌دهد. از سویی دیگر مطالعات انجام شده تأثیر خوش‌بینی مدیریت را بر روی ارزش شرکت را همزمان با کارایی سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار نداده‌اند بنابراین این پژوهش به بررسی این موضوع که خوش‌بینی مدیریت چه تأثیری بر کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت‌ها دارد خواهد پرداخت.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

رشد و دگرگونی سریع روابط اقتصادی، منجر به رقابت شدیدی در عرصه تجارت، صنعت و سرمایه‌گذاری شده است. لذا شرکت‌ها برای بقاء و گسترش فعالیت‌های خود، نیاز به انجام سرمایه‌گذاری‌های مناسب و به‌موقع دارند. زمانی واحد تجاری در سرمایه‌گذاری کارا تعریف می‌شود که همه پروژه‌هایی را که خالص ارزش فعلی مثبت داشته باشند، انتخاب نماید. صرف‌نظر کردن از فرصت‌های سرمایه‌گذاری که خالص ارزش فعلی مثبت دارند، سرمایه‌گذاری کمتر از حد و هم‌چنین انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی به معنای سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌باشد که هر دو حالت بیان‌گر عدم کارایی سرمایه‌گذاری است.

تصمیم‌های سرمایه‌گذاری یکی از تصمیم‌های مهم و حیاتی در بقا و رشد شرکت‌ها به شمار می‌رود. سرمایه‌گذاران و سهام‌داران به منظور کسب سود و افزایش ارزش سهام به دنبال افزایش سرمایه‌گذاری در شرکت هستند (تقی زاده خانقاه و زینالی، ۱۳۹۴). خوش‌بینی یا بدبینی یکی از مهمترین یافته‌های علم روانشناسی در حوزه قضاوت و تصمیم‌گیری می‌باشد. بررسی آثار اطمینان‌بخش از حد مدیران بر رویه‌های شرکت، شامل انتخاب رویه‌های حسابداری، از آن رو اهمیت دارد که می‌تواند منجر به تصمیمات نادرست در زمینه‌های گوناگون از جمله سرمایه‌گذاری شرکت‌ها شود. پژوهشگران به صورت عمومی به این نتیجه رسیدند که خوش‌بینی اعتقاد بر این است که این که یک پدیده خوب با احتمال بالایی رخ خواهد داد و یک پدیده با پیامد منفی با احتمال کمی رخ خواهد داد (گلاسر، ۲۰۰۸). مدیران با گرایش خوش‌بینی معمولاً جریان‌های نقدی آینده در ارتباط با تصمیم‌گیری‌های شرکت از جمله سرمایه‌گذاری، پرداخت سود سهام و... بیشتر برآورد می‌کنند. واحد تجاری زمانی کارآمد در سرمایه‌گذاری تعریف می‌شود که همه پروژه‌هایی را که ارزش فعلی خالص مثبت داشته باشد، انتخاب کند. بنابراین در شرایطی که هیچ اصطکاک‌کی مثل انتخاب ناسازگار یا هزینه‌های نمایندگی وجود ندارد، سرمایه‌گذاری ناکارا، صرف‌نظر کردن از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت می‌باشد (کم سرمایه‌گذاری). بعلاوه سرمایه‌گذاری ناکارا شامل انتخاب پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی نیز می‌شود (بیش سرمایه‌گذاری).

حداقل دو معیار نظری برای تعیین کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد اول اینکه، اگر یک شرکت تصمیم به تأمین مالی گیرد، هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی با

آن انجام شود. به عنوان مثال مدیران ممکن است با انتخاب پروژه‌های نامناسب در جهت منافع خویش و یا حتی سوء استفاده از منابع موجود، اقدام به سرمایه‌گذاری ناکارا نمایند. دوم اینکه یک شرکت نیاز دارد تا به منظور تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع را جمع‌آوری نماید. در یک بازار کارا، همه پروژه‌ها با ارزش فعلی خالص مثبت باید تأمین مالی شوند. هر چند بخش عمده‌ای از ادبیات موجود در حوزه مالی نشان داده است که محدودیت‌های مالی، توانایی مدیران را برای تأمین مالی محدود می‌سازد (هابارد، ۱۹۹۸). هیتون (۲۰۰۲) به این نتیجه رسید که مدیران خوش‌بین تأمین مالی داخلی را بر تأمین مالی خارجی ترجیح می‌دهند چرا که سرمایه‌گذاران در صورت تأمین مالی خارجی ارزش شرکت را کم‌تر از واقع تخمین می‌زنند و از سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها را کاهش می‌دهند. چندین تحقیق از جمله لین و همکاران (۲۰۰۸) ها کبرس (۲۰۰۸) پیش‌بینی نظری هیتون را تایید کردند و چگونگی تأمین مالی سلسله‌مراتبی را در مدیران خوش‌بین نشان دادند. علاوه بر این باروس و سیلیورا (۲۰۰۹) نشان دادند که شرکت‌ها با مدیران خوش بین سیاست‌های مالی تهاجمی را انتخاب می‌کنند به همین دلیل این شرکت‌ها دارای نرخ اهرم بالا موثر بر ساختار سرمایه خود دارند. مالمندیر و تیت (۲۰۰۵) اولین مطالعه در زمینه بررسی نقش خوش‌بینی مدیریت در تصمیمات سرمایه‌گذاری را انجام دادند. ایشان زمان ممارست مدیران برای اختیار خرید سهام را بعنوان نماینده‌ای برای خوش‌بینی مدیران انتخاب کردند و به این نتیجه رسیدند که مدیران بیش از حد خوش‌بین مسئولیت بیشتری در قبال جریان‌های نقدی دارند. گلاسر و همکاران (۲۰۰۸) نشان دادند که سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی در شرکت‌های دارای مدیران خوش‌بین حساسیت بالاتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند.

گرایش رفتاری مدیران نه تنها بر تصمیمات مالی شرکت تأثیر می‌گذارد بلکه بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نیز موثر است. جنسن (۱۹۸۶) با استفاده مفهوم هزینه نمایندگی به این موضوع اشاره می‌کند که مدیران با توجه به منافع شخصی خود در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری می‌کنند. این مشکل نمایندگی می‌تواند سبب انجام بیش سرمایه‌گذاری شود و متعاقب آن سبب تحریف در سرمایه‌گذاری شود. میرز و ماجلاف (۱۹۸۴) اثبات کردند که وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و افراد خارج از شرکت سبب تحریف سرمایه‌گذاری و در نتیجه کاهش سرمایه‌گذاری کارآمد می‌شود. هانگک لین و چن

(۲۰۱۳) عنوان می‌کردند که چگونگی نگرش مدیریت می‌تواند بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری شرکت موثر باشد. تحریفات سرمایه‌گذاری بیش سرمایه‌گذاری یا کم سرمایه‌گذاری می‌تواند منجر به کاهش کارآمدی سرمایه‌گذاری شود (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). حداقل سازی تحریفات سرمایه‌گذاری می‌تواند به کارآمدی سرمایه‌گذاری منجر شود. در یک بازار کامل پروژه‌ها با ارزش فعلی مثبت تامین مالی می‌شوند در نتیجه سبب افزایش ارزش شرکت می‌شود. در نتیجه اجرای پروژه با ارزش فعلی مثبت سبب افزایش کارآمدی سرمایه‌گذاری‌ها خواهد شد (استن، ۲۰۰۳). با این حال در دنیای واقعی در صورتی که سرمایه‌گذاران همان اطلاعات مدیران را نداشته باشند سبب می‌شود تامین مالی پروژه‌ها با مشکل روبرو شود و این امر منجر به کاهش کارآمدی سرمایه‌گذاری خواهد شد (برترن و مایانسن، ۲۰۰۳). بیدل و هیلاری (۲۰۰۶) نشان دادند که با بهبود کیفیت گزارشگری مالی و متعاقب آن بهبود عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند بیش سرمایه‌گذاری یا کم سرمایه‌گذاری را کاهش دهد.

هوانگ و همکاران (۲۰۱۱)، در پژوهشی به بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی و همچنین بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رابطه مذکور پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که به طور میانگین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران باعث افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی می‌شود و در شرکت‌هایی که هزینه نمایندگی بالاتری دارند این تأثیر به میزان قابل توجهی بیشتر است.

اخولم و پاسترناک (۲۰۰۷) در پژوهشی با عنوان "اعتماد به نفس بیش از اندازه و حجم سرمایه‌گذاری" به بررسی رابطه میان رفتار سرمایه‌گذاران و ظرفیت سرمایه‌گذاری خود در کشور فنلاند پرداختند. روش کار به این شکل بود که سرمایه‌گذاران در برابر واکنش به اخبار جدید مثبت و منفی مورد آزمایش قرار گرفته و عکس‌العمل آن‌ها در جهت‌های مثبت و منفی از دیدگاه ظرفیت و آستانه سرمایه‌گذاری مورد تحلیل قرار گرفت. یافته‌های این پژوهش نشان داد که سرمایه‌گذاران جزئی‌تر و با اعتماد به نفس بالاتر، آسیب بیشتری از رفتارهای سرمایه‌گذاری خود می‌بینند. در پایان آن‌ها با جمع‌آوری نتایج حاصله به این باور دست یافتند که رفتار سرمایه‌گذار با اندازه و حجم سرمایه‌گذاری تغییر کرده و از آن متأثر است.

مهرانی و طاهری (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریتی بر خطای پیش بینی سود پرداختند. نتایج تحقیق ایشان حاکی از آن است بین هر دو معیار مذکور با خطای پیش بینی رابطه مستقیمی وجود دارد. به عبارتی دیگر می‌توان گفت مدیرانی که دارای اطمینان بیش از حد هستند، سود را بیش از مقدار واقعی آن پیش بینی می‌کنند.

خانقاه و زینالی (۱۳۹۴) به بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در مراحل چرخه عمر شرکت‌ها پرداختند. ایشان با بررسی ۱۱۰ شرکت در طی سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۱ به این نتیجه رسیدند که اثر سود تقسیم شده در مرحله بلوغ شرکت در سرمایه‌گذاری آن تأثیر گذار است و در مراحل دیگر تأثیر گذار نمی‌باشد.

خدای پور، دره سده و پور اسماعیلی (۱۳۹۴) به بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر محافظه‌کاری پرداختند. ایشان با بررسی ۱۹۷ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۳ الی ۱۳۹۱ به این نتیجه رسیدند که اطمینان بیش از حد مدیریت بر محافظه‌کاری تأثیر منفی دارد.

عربصالحی و اشرفی (۱۳۹۰) در پژوهشی تحت عنوان "نقش ذخایر نقدی در تعیین حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" با بررسی ۷۲ شرکت برای یک دوره زمانی ۱۰ ساله نشان دادند که ذخایر نقدی نقش مثبتی در افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی ندارد. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که اختلافی در حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی شرکت‌های دچار کمبود نقدینگی با شرکت‌های فاقد کمبود نقدینگی مشاهده نمی‌گردد.

فرضیه اول: در بین شرکت‌هایی که کم سرمایه‌گذاری می‌نمایند، افزایش خوش‌بینی مدیریت باعث افزایش سرمایه‌گذاری می‌شود.

فرضیه دوم: در بین شرکت‌هایی که بیش سرمایه‌گذاری می‌نمایند، افزایش بدبینی مدیریت باعث کاهش سرمایه‌گذاری می‌شود.

زمانی که یک سرمایه‌گذاری تحریف می‌شود ممکن است کارآمدی سرمایه‌گذاری را کاهش دهد و احساسات مدیریت ممکن است بر ارزش شرکت تأثیر گذار باشد. جرویس و همکاران (۲۰۰۲) برای اولین بار بصورت نظری نشان دادند که مدیران خوش‌بین نسبت به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های پر ریسک علاقه مند هستند و بهترین منافع در جهت سهام‌داران



می‌باشند. گول و تاکور (۲۰۰۵) به لحاظ نظری نقش مدیریت کم‌خوش‌بین را در کاهش عدم کارآمدی سرمایه‌گذاری را توضیح می‌دهند. به این دلیل می‌باشد که مدیران خوش‌بین معمولاً احتمال سود را بیشتر می‌دانند و به همین دلیل در پروژه‌ها به ریسک بالا سرمایه‌گذاری می‌کنند و این امر ممکن است بر ارزش شرکت نیز تأثیر گذار باشد. از آنجائیکه مدیران بیش از حد خوش‌بین در پروژه‌ها با احتمال کم بازده زیاد سرمایه‌گذاری می‌کنند ممکن در مقایسه با کم سرمایه‌گذاری کارآمدی سرمایه‌گذاری را افزایش دهد و به همین جهت سبب افزایش ثروت سهام‌داران شود. کمپل و همکاران (۲۰۱۱) مشابه به منطق جرجیس و همکاران (۲۰۱۲) به این نتیجه رسیدند که مدیران با خوش‌بینی متوسط به حداکثر رساندن سرمایه سهام‌داران کمک می‌کند. لیبی (۱۹۸۵) فرآیند تصمیم‌گیری افراد ممکن است موجب بهبود و کیفیت سرمایه‌گذاری شود و تخصیص منابع اقتصادی به نحو بهتری صورت بگیرد در نتیجه ارزش شرکت افزایش یابد. گول و تاکور (۲۰۰۸) به این نتیجه رسید که مدیران اجرایی با خوش‌بینی متوسط به حداکثر سازی ارزش شرکت کمک می‌کنند.

فرضیه سوم: در بین شرکت‌هایی که کم‌سرمایه‌گذاری می‌نمایند، افزایش خوش‌بینی مدیریت باعث کاهش ارزش شرکت می‌شود.

فرضیه چهارم: در بین شرکت‌هایی که بیش سرمایه‌گذاری می‌نمایند، افزایش بدبینی مدیریت باعث کاهش ارزش شرکت می‌شود.

## روش پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ هدف از نوع کاربردی و از منظر طرح تحقیق از نوع پس‌رویدادی می‌باشد. از نظر نوع استنتاج نیز پژوهش حاضر در دسته پژوهش‌های توصیفی - همبستگی قرار می‌گیرد. جهت آزمون فرضیه‌ها و مدل‌ها از داده‌های ترکیبی به دلیل مزایایی که نسبت به داده‌های مقطعی و سری زمانی دارند استفاده شده است. همچنین جهت تحلیل داده‌ها نیز از فنون آمار توصیفی و استنباطی بهره گرفته شده است.

## جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری مورد نظر تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است که از سال ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ سهام آن‌ها در بورس اوراق بهادار تهران معامله شده است (زیرا پیش بینی درآمد هر سهم به طور کامل از سال ۱۳۸۹ اجرایی شده است و توسط شرکت‌ها ارائه می‌شود). نمونه آماری مورد نظر در این تحقیق بر اساس روش حذف سیستماتیک انتخاب می‌شود. در این تحقیق نمونه آماری شامل از شرکت‌هایی است که دارای تمام ویژگی‌های زیر باشند:

- (۱) شرکت‌هایی که جزء سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری نباشند؛ به دلیل ماهیت متفاوت شرکت‌های مزبور با سایر شرکت‌ها، این شرکت‌ها از نمونه آماری تحقیق حذف می‌گردند.
  - (۲) شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها پایان اسفند هر سال باشد. به دلیل قابلیت مقایسه بین شرکت‌ها و حذف اثرات فصلی لازم است پایان سال مالی پایان اسفند باشد.
  - (۳) شرکت‌هایی که در طول دوره تحقیق پایان سال مالی شان تغییر نکرده است؛ برای افزایش اعتبار محاسبات متغیرهای تحقیق برای آزمون فرضیات نایستی پایان سال مالی شرکت‌ها تغییر یابد.
  - (۴) شرکت‌هایی که پیش بینی درآمد هر سهم خود را بطور منظم به بورس ارائه کرده باشند (به منظور اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش)
- با اعمال شرایط فوق تعداد ۱۸۱ شرکت و ۱۰۸۶ سال-شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند.

## مدل‌های پژوهش

مدل‌های اقتصادسنجی (۱) تا (۴) که برای آزمون فرضیه‌ها استفاده خواهد شد به صورت زیر می‌باشند: (چین ولین، ۲۰۱۳)

رابطه (۱)

$$\begin{aligned} \text{Invest}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{High} - \text{Opt}_{i,t} + \alpha_2 \text{High} - \text{Opt}_{i,t} \times \text{Under} - \text{Inv}_{i,t} \\ & + \alpha_3 \text{Under} - \text{Inv}_{i,t} + \alpha_4 \text{Size}_{i,t} + \alpha_5 \text{MTB}_{i,t} + \alpha_6 \text{CF}_{i,t} \\ & + \alpha_7 \text{Slack}_{i,t} + \alpha_8 \text{CCC}_{i,t} + \alpha_9 \text{Profit}_{i,t} + \alpha_{10} \text{Div}_{i,t} + \alpha_{11} \text{B}_{i,t} \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

جهت پذیرش فرضیه اول بایستی  $\alpha_2$  در رابطه (۱) معنادار (غیر صفر) و مثبت باشد.

رابطه (۲)

$$\begin{aligned} \text{Invest}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Low} - \text{Opt}_{i,t} + \alpha_2 \text{Low} - \text{Opt}_{i,t} \times \text{Over} - \text{Inv}_{i,t} \\ & + \alpha_3 \text{Over} - \text{Inv}_{i,t} + \alpha_4 \text{Size}_{i,t} + \alpha_5 \text{MTB}_{i,t} + \alpha_6 \text{CF}_{i,t} \\ & + \alpha_7 \text{Slack}_{i,t} + \alpha_8 \text{CCC}_{i,t} + \alpha_9 \text{Profit}_{i,t} + \alpha_{10} \text{Div}_{i,t} + \alpha_{11} \text{B}_{i,t} \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

جهت پذیرش فرضیه دوم بایستی  $\alpha_2$  در رابطه (۲) معنادار (غیر صفر) و منفی باشد.

رابطه (۳)

$$\begin{aligned} \text{Tobins } Q_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{High} - \text{Opt}_{i,t} + \alpha_2 \text{High} - \text{Opt}_{i,t} \times \text{Under} - \text{Inv}_{i,t} \\ & + \alpha_3 \text{Under} - \text{Inv}_{i,t} + \alpha_4 \text{Size}_{i,t} + \alpha_5 \text{MTB}_{i,t} + \alpha_6 \text{CF}_{i,t} \\ & + \alpha_7 \text{Slack}_{i,t} + \alpha_8 \text{CCC}_{i,t} + \alpha_9 \text{Profit}_{i,t} + \alpha_{10} \text{Div}_{i,t} + \alpha_{11} \text{B}_{i,t} \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

جهت پذیرش فرضیه سوم بایستی  $\alpha_2$  در رابطه (۳) معنادار (غیر صفر) و مثبت باشد.

رابطه (۵)

$$\begin{aligned} \text{Tobins } Q_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Low} - \text{Opt}_{i,t} + \alpha_2 \text{Low} - \text{Opt}_{i,t} \times \text{Over} - \text{Inv}_{i,t} \\ & + \alpha_3 \text{Over} - \text{Inv}_{i,t} + \alpha_4 \text{Size}_{i,t} + \alpha_5 \text{MTB}_{i,t} + \alpha_6 \text{CF}_{i,t} \\ & + \alpha_7 \text{Slack}_{i,t} + \alpha_8 \text{CCC}_{i,t} + \alpha_9 \text{Profit}_{i,t} + \alpha_{10} \text{Div}_{i,t} + \alpha_{11} \text{B}_{i,t} \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

جهت پذیرش فرضیه چهارم بایستی  $\alpha_2$  در رابطه (۴) معنادار (غیر صفر) و منفی باشد.

## تعریف و نحوه اندازه‌گیری متغیرها

### متغیر وابسته

در رابطه (۱) و (۲) متغیر وابسته سرمایه‌گذاری (Invest) می‌باشد که برابر با حاصل جمع پرداخت بابت سود سهام و بهره و خالص پرداخت بابت خرید دارایی ثابت مشهود (پرداخت بابت خرید دارایی ثابت منهای دریافت بابت فروش دارایی ثابت) می‌باشد که به منظور هم مقیاس‌سازی بر جمع دارایی‌های اول دوره تقسیم شده است.

در رابطه (۳) و (۴) نیز متغیر وابسته ارزش شرکت می‌باشد که از طریق نسبت کیو توبین (Tobins Q) محاسبه شده است. کیو توبین برابر جمع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری کل بدهی است که بر جمع ارزش دفتری کل دارایی‌ها تقسیم شده است.

### متغیر مستقل

متغیر مستقل رابطه (۱) و (۳) تعامل کم‌سرمایه‌گذاری و خوش‌بینی مدیریت (High-Inv) و در رابطه (۲) و (۴) تعامل بیش‌سرمایه‌گذاری و بدبینی مدیریت (Low-Inv) می‌باشد.

تورش پیش‌بینی مدیریت از طریق تفاوت بین سود هر سهم پیش‌بینی شده (EEPS) و سود هر سهم واقعی (PEPS) طبق رابطه (۵) محاسبه می‌شود:

$$\text{Optimism} = \text{EEPS} - \text{PEPS}$$

متغیر خوش‌بینی (High-Opt) به صورت متغیری مجازی تعریف می‌شود به طوری که اگر مقدار تورش پیش‌بینی (Optimism) مثبت باشد مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر می‌گیرد. متغیر بدبینی (Low-Opt) نیز به صورت متغیری مجازی و معکوس با خوش‌بینی تعریف می‌شود به طوری که اگر مقدار تورش پیش‌بینی منفی باشد مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر را می‌گیرد.

بیش‌سرمایه‌گذاری و کم‌سرمایه‌گذاری از طریق رویکرد بیدل و همکاران (۲۰۰۹) تعریف شده است. اگرچه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به دلیل ناکارایی بازار از میزان بهینه انحراف دارد، اما اندازه‌گیری این انحراف کار دشواری است. بیدل و همکاران (۲۰۰۹) معتقدند برخی ویژگی‌های شرکتی امکان بیش‌سرمایه‌گذاری و کم‌سرمایه‌گذاری را مشخص می‌کنند. نتیجه برخی مطالعات مانند جنسن (۱۹۸۶)، اپلر و همکاران (۱۹۹۹) و استین (۲۰۰۳) نشان می‌دهد نگهداری ذخایر نقد زیاد امکان انحراف سرمایه‌گذاری از سطح بهینه را افزایش می‌دهد. با استدلالی مشابه میرز (۱۹۷۷) و استین (۲۰۰۳) معتقدند اهرم مالی بالای شرکت می‌تواند باعث بوجود آمدن مشکلاتی مانند ریسک و شکستگی و معلق بودن بدهی‌ها شده و متعاقباً باعث کم‌سرمایه‌گذاری می‌شود. علاوه بر این دو متغیر، لانگ و همکاران (۱۹۹۶) و بیدل و همکاران (۲۰۰۹) متغیر سومی به نام اهرم مالی صنعت را نیز در تعیین کم‌سرمایه‌گذاری و بیش

سرمایه گذاری دخیل می‌دانند. رویکرد ایشان بدین صورت است که ابتدا شرکت‌ها در هر سال طبق مانده نگهداشت وجه نقد، اهرم مالی شرکت و اهرم مالی تعدیل شده بر مبنای صنعت (اهرم مالی شرکت منهای اهرم مالی صنعت) از کوچک به بزرگ طبقه‌بندی می‌شوند. سپس به سال شرکت‌ها بر مبنای هر یک از متغیرها امتیازدهی انجام می‌گردد. در مورد نگهداشت وجه نقد مقادیر بالاتر از میانگین بیانگر احتمال بیش سرمایه‌گذاری و مقادیر کمتر از میانگین بیانگر احتمال کم سرمایه‌گذاری می‌باشد. در مورد اهرم مالی شرکت و اهرم مالی صنعت مقادیر بالاتر از میانگین بیانگر احتمال کم سرمایه‌گذاری و مقادیر کمتر از میانگین بیانگر احتمال بیش سرمایه‌گذاری می‌باشند. سپس بر مبنای امتیاز کلی کسب شده هر شرکت دو متغیر مجازی بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری تعریف می‌شود. به طوری که اگر شرکتی امتیاز کلی بالاتر از میانگین داشته باشد (احتمال بالای بیش سرمایه‌گذاری)، در متغیر بیش سرمایه‌گذاری مقدار یک و در متغیر کم سرمایه‌گذاری مقدار صفر را می‌گیرد و بالعکس اگر امتیاز کلی کمتر از میانگین داشته باشد (احتمال بالای کم سرمایه‌گذاری)، در متغیر بیش سرمایه‌گذاری مقدار صفر و در متغیر کم سرمایه‌گذاری مقدار یک را می‌گیرد.

### متغیرهای کنترلی

هشت متغیر کنترلی با توجه به تحقیق چن و لین (۲۰۱۳) در مدل‌ها لحاظ شده‌اند:

متغیرهای کنترلی شامل متغیرهای مالی مانند اندازه، نسبت ارزش بازار به دفتری، اهرم مالی، جریان نقدی، محدودیت مالی، چرخه تبدیل نقدی، سودآوری و تقسیم سود می‌باشند (مانند آمیهود و لو، ۱۹۸۱؛ بیدل و همکاران، ۲۰۰۹؛ گلاسر و همکاران، ۲۰۰۸؛ هیتون، ۲۰۰۲؛ هوبارد، ۱۹۹۸؛ جنسن، ۱۹۸۶؛ لین و همکاران، ۲۰۰۵؛ مالمیندر و تیت، ۲۰۰۵؛ شلیفر و ویشنی، ۱۹۸۹). شرکت‌ها ممکن است پروژه‌های سرمایه‌گذاری دارای خالص ارزش فعلی مثبت را در صورت عدم نقدینگی داخلی کافی رد نمایند. شرکت‌ها تمایل به افزایش سرمایه‌گذاری در صورت وجود فرصت سرمایه‌گذاری نیز دارند. بنابراین ما تأثیر متغیرهای فرصت سرمایه‌گذاری و منابع مالی داخلی بر سرمایه‌گذاری را کنترل نموده‌ایم. چهار متغیر جریان نقدی، چرخه تبدیل نقدی، محدودیت مالی و تقسیم سود نقدی به عنوان شاخص‌های نقدینگی داخلی لحاظ شده و تأثیر آن‌ها کنترل شده است. سطح بالای اهرم مالی نیز می‌تواند باعث کم سرمایه‌گذاری شود (میرز، ۱۹۷۷؛ ۱۹۸۴؛ استین، ۲۰۰۳). از طرفی مشکلات نمایندگی بین مدیران و

سهام‌داران بر سرمایه‌گذاری بهینه تأثیر گذار است. تمایل مدیران به ساختن امپراتوری و جبهه‌گیری منجر به انحراف سرمایه‌گذاری شرکت از سطح بهینه آن می‌شود و بر سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد به همین دلیل تأثیر پاداش مدیران نیز به عنوان یک مکانیزم کاهش مشکلات نمایندگی در مدل کنترل شده است (آمیهود و همکاران، ۱۹۸۱).

اندازه (Size): اندازه از طریق لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها محاسبه شده است.

نسبت ارزش بازار به دفتری (MTB): برابر ارزش بازار سهام تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می‌باشد.

جریان نقدی (CF): برابر سود عملیاتی به اضافه هزینه استهلاک است که بر جمع فروش سالانه تقسیم شده است.

محدودیت مالی (Slack): برای اندازه‌گیری محدودیت مالی از نسبت جمع کل ذخایر نقدی (شامل مانده وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت) تقسیم بر جمع دارایی ثابت مشهود محاسبه شده است.

چرخه تبدیل وجه نقد (CCC): از طریق تفاوت بین مجموع متوسط دوره وصول مطالبات و دوره گردش موجودی منهای متوسط دوره بازپرداخت بدهی‌ها محاسبه شده است.

سودآوری (Profit): سودآوری از طریق سود عملیاتی قبل از بهره و مالیات بعلاوه هزینه استهلاک تقسیم بر جمع کل دارایی‌ها محاسبه شده است.

تقسیم سود (Div): متغیری مجازی است که در صورت توزیع سود نقدی توسط یک شرکت در یک سال مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر می‌گیرد.

پاداش مدیران (B): پاداش مدیران برابر پاداش نقدی مصوب مجمع عمومی سالانه است که بر سود خالص تقسیم شده است. (از طریق صورت‌جلسات مجمع عمومی سالانه)

## یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی

در نگاره (۱) گزیده‌ای از آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش ارائه شده است.

## نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	واحد محاسباتی	میانگین	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
پاداش هیات مدیره	درصدی از سود خالص	۰/۰۰۱	۰/۰۲	۰	۰/۰۰۲
چرخه عملیاتی	تعداد روز	۲۱۳	۹۹۴	-۳۵۰	۱۷۳
جریان نقدی	درصدی از فروش	۰/۲۲	۱/۰۴	-۱/۰۵	۰/۲۱
تقسیم سود	احتمالی بین صفر و یک	۰/۷۵	۱	۰	۰/۴۳
سرمایه گذاری	درصدی از جمع دارایی‌ها	۰/۱۴	۰/۹۹	-۰/۴۲	۰/۱۱
نسبت ارزش بازار به دفتری	بدون واحد	۲/۴۹	۱۵/۱۱	-۲/۸۷	۱/۲۸
تورش پیش بینی سود مدیریت	احتمالی بین صفر و یک	۰/۵۳	۱	۰	۰/۴۹
سودآوری	درصدی از جمع دارایی‌ها	۰/۱۶	۰/۶۷	-۰/۳۸	۰/۱۳
محدودیت مالی	بدون واحد	۰/۴۱	۲/۲۶	۰/۰۰۱	۰/۵۶
بیش سرمایه گذاری	احتمالی بین صفر و یک	۰/۳۱	۱	۰	۰/۴۶
کم سرمایه گذاری	احتمالی بین صفر و یک	۰/۶۹	۱	۰	۰/۴۶

پاداش مدیران طبق قانون تجارت نمی‌تواند از ده درصد سود خالص سالانه تجاوز نماید که در مورد نمونه پژوهش حاضر بیشینه پاداش ۰/۰۲ است. چرخه عملیاتی به طور متوسط ۲۱۳ روز می‌باشد در حالی که کمینه آن ۳۵۰- روز است که در مورد شرکت‌هایی اتفاق می‌افتد که به صورت پیش دریافت فروش و تحویل کالا در آینده فعالیت می‌کنند مانند صنعت سیمان. احتمال پرداخت سود بطور میانگین ۰/۷۵ است که بیان‌گر تقسیم سود توسط ۰/۷۵ شرکت‌های نمونه می‌باشد. نسبت ارزش دفتری به بازار با متوسط ۲/۴۹ بیانگر وجود فرصت سرمایه‌گذاریدر شرکت‌های نمونه است. تورش پیش بینی مدیریت متوسطی نزدیک به ۰/۵۲ دارد که بیانگر متعادل بودن تورش می‌باشد (یعنی تقریباً نیمی از مدیران حدود ۰/۵۲ خوش بین و نیمی دیگر حدود ۰/۴۸ بدبین هستند). با توجه به آماره‌های کم سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری مشخص است که غالب شرکت‌ها دچار مشکل کم سرمایه‌گذاری هستند که مویدهمان وجود فرصت رشد (نسبت ارزش بازار به دفتری است) می‌باشد.

### نتایج آزمون‌های تشخیصی لیمر و هاسمن

برای تخمین مدل‌های ترکیبی سه روش پانل (Panel) یا تابلویی (که شامل دو روش اثرات ثابت و تصادفی می‌باشد) و روش تلفیق داده‌ها یا ترکیبی (Pool) وجود دارد؛ بنابراین بایستی به کمک آزمون‌های تشخیصی روش صحیح برآورد مدل‌ها را تعیین نمود. برای تعیین نوع داده‌هایی که باید در مدل رگرسیون بکار برده شود دو آزمون تشخیصی وجود دارد. آزمون اف لیمر برای تعیین نوع داده‌های ترکیبی یا تابلویی. در صورتی که داده‌های تابلویی تعیین شد باید از طریق آزمون هاسمن نوع داده‌های تابلویی (اثرات تصادفی و یا اثرات ثابت) مشخص گردد. با تفاسیر مذکور نتایج آزمون‌های لیمر و هاسمن برای مدل‌های پژوهش در نگاره (۲) بیان شده‌اند.

نگاره (۲): نتایج آزمون‌های تشخیصی لیمر و هاسمن

نتیجه آزمون هاسمن	معناداری آزمون هاسمن	نتیجه آزمون لیمر	معناداری آزمون لیمر	مدل
روش اثرات ثابت	۰/۰۰	داده‌های تابلویی	۰/۰۰	مدل (۱)
روش اثرات ثابت	۰/۰۰	داده‌های تابلویی	۰/۰۰	مدل (۲)
روش اثرات ثابت	۰/۰۰	داده‌های تابلویی	۰/۰۰	مدل (۳)
روش اثرات ثابت	۰/۰۰	داده‌های تابلویی	۰/۰۰	مدل (۴)

با توجه به نگاره (۲) هر چهار مدل پژوهش بایستی با روش اثرات ثابت برآورد شوند.

### آزمون فرضیه اول

نتایج برآورد مدل (۱) به منظور قضاوت در مورد فرضیه اول در نگاره (۳) ارائه شده است. با توجه به مقدار آماره F و معناداری آن که ۰/۰۰ می‌باشد، می‌توان نتیجه گرفت که مدل رگرسیون معنادار است. همچنین با توجه به مقدار آماره دوربین-واتسون نیز مشخص می‌شود که خودهمبستگی مرتبه اول بین اجزا خطا و متغیرهای توضیحی وجود ندارد. در مورد ضریب تعیین تعدیل شده نیز مقدار ۰/۷۷ مقدار بالا و قابل قبولی است. به منظور آزمون فرضیه‌ها از آزمون t برای معناداری ضریب رگرسیون متغیر مستقل استفاده می‌شود. متغیر مستقل این فرضیه تعامل خوش بینی و کم سرمایه‌گذاری (Under-Inv)  $\times$  (i,t) - (High-Opt) (می‌باشد) با توجه به نگاره (۳) و معناداری متغیر تعامل خوش بینی و کم



سرمایه گذاری که مقدار آن ۰/۵۸ می باشد و با توجه به اینکه این مقدار بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ می باشد، بنابراین فرضیه اول رد می شود و در شرکت هایی که کم سرمایه گذاری می نمایند، خوش بینی مدیریت تأثیر معناداری بر میزان سرمایه گذاری ندارد .

### نگاره (۳): نتایج آزمون برآورد مدل (۱) پژوهش

$Invest_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 High - Opt_{i,t} + \alpha_2 High - Opt_{i,t} \times Under - Inv_{i,t} + \alpha_3 Under - Inv_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 MTB_{i,t} + \alpha_6 CF_{i,t} + \alpha_7 Slack_{i,t} + \alpha_8 CCC_{i,t} + \alpha_9 Profit_{i,t} + \alpha_{10} Div_{i,t} + \alpha_{11} B_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
معناداری	آماره F	ضریب رگرسیون	متغیر	
			نام	نماد
۰/۰۰	-۷/۲۶	-۰/۳۳۰۷۰۷	جز ثابت	$\alpha_0$
۰/۴۹	-۰/۶۸	-۰/۰۰۲۹۷۱	خوش بینی مدیریت	$High - Opt$
۰/۵۸	-۰/۵۶	-۰/۰۰۲۵۹۳	تعامل خوش بینی و کم سرمایه گذاری	$High - Opt_{i,t} \times Under - Inv_{i,t}$
۰/۰۶	-۱/۸۷	-۰/۰۰۷۷۱۶	کم سرمایه گذاری	$Under - Inv$
۰/۰۰	۱۰/۱۷	۰/۰۳۳۲۳۵	اندازه	size
۰/۷۷	۰/۲۹	۰/۰۰۰۲۰۱	نسبت ارزش بازار به دفتری	MTB
۰/۲۵	-۱/۱۵	-۰/۰۱۴۱۵۰	جریان نقدی	CF
۰/۰۱	-۲/۶۸	-۰/۰۰۸۰۳۷	محدودیت مالی	Slack
۰/۰۰	-۴/۱۰	-۰/۰۰۰۰۰۴۱	چرخه تبدیل نقدی	CCC
۰/۰۰	۶/۶۴	۰/۱۴۰۹۲۷	سودآوری	Profit
۰/۰۵	۱/۹۱	۰/۰۰۷۵۵۰	تقسیم سود	Div
۰/۳۷	۰/۸۱	۰/۷۶۸۱۸۱	پاداش هیات مدیره	B
آماره های موزون				
۰/۰۰		معناداری آماره F	۰/۷۷	ضریب تعیین تعدیل شده
۲/۰۱		آماره دوربین-واتسون	۱۹/۷۰	آماره F

### آزمون فرضیه دوم

جهت آزمون فرضیه دوم از نتایج برآورد رابطه (۲) که در نگاره (۴) ارائه می شود استفاده شده است.

با توجه به مقدار آماره F و معناداری آن که ۰/۰۰ می باشد، می توان نتیجه گرفت که مدل رگرسیون معنادار است. همچنین با توجه به مقدار آماره دوربین-واتسون نیز مشخص می شود

که خودهمبستگی مرتبه اول بین اجزا خطا و متغیرهای توضیحی وجود ندارد. ضریب تعیین تعدیل شده نیز مقدار ۰/۷۷ می‌باشد. به منظور آزمون فرضیه دوم نیز از آزمون t برای معناداری ضریب رگرسیون متغیر مستقل استفاده می‌شود. متغیر مستقل این فرضیه تعامل بدینی و بیش سرمایه‌گذاری  $(i,t) \times [Over-Inv] - (i,t) \times [Low-Opt]$  می‌باشد. با توجه به نگاره (۴) و معناداری متغیر تعامل بدینی و بیش سرمایه‌گذاری که مقدار آن ۰/۵۸ می‌باشد و با توجه به اینکه این مقدار بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین فرضیه دوم رد می‌شود و در شرکت‌هایی که بیش سرمایه‌گذاری می‌نمایند، بدینی مدیریت تأثیر معناداری بر میزان سرمایه‌گذاری ندارد.

#### نگاره (۴): نتایج آزمون برآورد رابطه (۲) پژوهش

$Invest_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Low - Opt_{i,t} + \alpha_2 Low - Opt_{i,t} \times Over - Inv_{i,t} + \alpha_3 Over - Inv_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 MTB_{i,t} + \alpha_6 CF_{i,t} + \alpha_7 Slack_{i,t} + \alpha_8 CCC_{i,t} + \alpha_9 Profit_{i,t} + \alpha_{10} Div_{i,t} + \alpha_{11} B_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
معناداری	آماره t	ضریب رگرسیون	متغیر	
			نام	نماد
۰/۰۰	-۷/۶۳	-۰/۳۴۳۹۸۸	$\alpha_0$	جز ثابت
۰/۰۲	۲/۳۶	۰/۰۵۵۶۴	Low - Opt	بدینی مدیریت
۰/۵۸	-۰/۵۶	-۰/۰۰۲۵۹۳	$Low - Opt_{i,t} \times Over - Inv_{i,t}$	تعامل بدینی و بیش سرمایه‌گذاری
۰/۰۰	۳/۱۸	۰/۰۱۰۳۱۰	Over - Inv	بیش سرمایه‌گذاری
۰/۰۰	۱۰/۱۷	۰/۰۳۳۲۳۵	Size	اندازه
۰/۷۷	۰/۲۹	۰/۰۰۰۲۰۱	MTB	نسبت ارزش بازار به دفتری
۰/۲۵	-۱/۱۵	-۰/۰۱۴۱۵۰	CF	جریان نقدی
۰/۰۱	-۲/۶۸	-۰/۰۰۸۰۳۷	Slack	محدودیت مالی
۰/۰۰	-۴/۱۰	-۰/۰۰۰۰۰۴۱	CCC	چرخه تبدیل نقدی
۰/۰۰	۶/۶۴	۰/۱۴۰۹۲۷	Profit	سودآوری
۰/۰۵	۱/۹۱	۰/۰۰۷۵۵۰	Div	تقسیم سود
۰/۳۸	۰/۸۸	۰/۷۶۸۱۸۱	B	پاداش هیات مدیره
آماره های موزون				
۰/۰۰		معناداری آماره F	۰/۷۷	ضریب تعیین تعدیل شده
۲/۰۱		آماره دورین-واتسون	۱۹/۷۰	آماره F

### آزمون فرضیه سوم

نتایج برآورد رابطه (۳) به منظور قضاوت در مورد فرضیه سوم در نگاره (۵) ارائه شده است. با توجه به مقدار آماره F و معناداری آن که ۰/۰۰ می باشد، می توان نتیجه گرفت که مدل رگرسیون معنادار است. همچنین با توجه به مقدار آماره دوربین-واتسون نیز مشخص می شود که خودهمبستگی مرتبه اول بین اجزا خطا و متغیرهای توضیحی وجود ندارد. ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز ۰/۹۱ می باشد.

#### نگاره (۵): نتایج آزمون برآورد رابطه (۳) پژوهش

$Tobins\ Q_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 High - Opt_{i,t} + \alpha_2 High - Opt_{i,t} \times Under - Inv_{i,t} + \alpha_3 Under - Inv_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 MTB_{i,t} + \alpha_6 CF_{i,t} + \alpha_7 Slack_{i,t} + \alpha_8 CCC_{i,t} + \alpha_9 Profit_{i,t} + \alpha_{10} Div_{i,t} + \alpha_{11} B_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
معناداری	آماره t	ضریب رگرسیون	متغیر	
			نام	نماد
۰/۲۲	-۱/۲۳	-۰/۵۰۹۵۹۹	$\alpha_0$	جز ثابت
۰/۰۴	۲/۰۰	۰/۰۳۶۲۳۱	High - Opt	خوش بینی مدیریت
۰/۰۱	-۲/۵۳	-۰/۰۴۰۷۹۶	High - Opt <sub>i,t</sub> × Under - Inv <sub>i,t</sub>	تعامل خوش بینی و کم سرمایه گذاری
۰/۱۸	-۱/۳۳	-۰/۰۰۹۰۴۰	Under - Inv	کم سرمایه گذاری
۰/۰۰	۳/۲۹	۰/۰۹۵۱۰۷	Size	اندازه
۰/۰۰	۷۲/۷۰	۰/۲۷۶۷۸۷	MTB	نسبت ارزش بازار به دفتری
۰/۰۰	-۴/۴۶	-۰/۷۷۵۴۲۴	CF	جریان نقدی
۰/۱۳	۱/۵۱	۰/۰۱۹۱۹۱	Slack	محدودیت مالی
۰/۳۹	-۰/۸۵	-۰/۰۰۰۰۳۹	CCC	چرخه تبدیل نقدی
۰/۰۰	۴/۹۷	۱/۸۳۲۰۱۷	Profit	سودآوری
۰/۰۰	۹/۳۸	۰/۰۶۷۸۰۳	Div.	تقسیم سود
۰/۰۰	۲/۸۷	۹/۶۷۶۷۲۲	B	پاداش هیات مدیره
آماره های موزون				
۰/۰۰		معناداری آماره F	۰/۹۱	ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۹۶		آماره دوربین-واتسون	۵۹/۴۲	آماره F

جهت آزمون فرضیه سوم نیز از آزمون t برای معناداری ضریب رگرسیون متغیر مستقل استفاده می شود. متغیر مستقل این فرضیه تعامل خوش بینی و کم سرمایه گذاری (High-)

$(i,t) \times \text{Under-Inv} - (i,t) \text{Opt}$  می‌باشد. با توجه به نگاره (۵) و معناداری متغیر تعامل خوش‌بینی و کم سرمایه‌گذاری که مقدار آن ۰/۰۱ می‌باشد و با توجه به اینکه این مقدار کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین فرضیه سوم در سطح معناداری ۰/۹۵ تایید می‌شود و در شرکت‌هایی که کم سرمایه‌گذاری می‌نمایند، افزایش خوش‌بینی مدیریت باعث کاهش ارزش (زیرا ضریب رگرسیون متغیر مستقل مقداری منفی است که بیانگر رابطه معکوس می‌باشد) شرکت می‌شود.

### آزمون فرضیه چهارم

نتایج برآورد رابطه (۴) به منظور قضاوت در مورد فرضیه چهارم در نگاره (۶) ارائه شده است.

#### نگاره (۶): نتایج آزمون برآورد رابطه (۴) پژوهش

$Tobins\ Q_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Low - Opt_{i,t} + \alpha_2 Low - Opt_{i,t} \times Over - Inv_{i,t} + \alpha_3 Over - Inv_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 MTB_{i,t} + \alpha_6 CF_{i,t} + \alpha_7 Slack_{i,t} + \alpha_8 CCC_{i,t} + \alpha_9 Profit_{i,t} + \alpha_{10} Div_{i,t} + \alpha_{11} B_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
معناداری	آماره $F$	ضریب رگرسیون	متغیر	
			نماد	نام
۰/۲۲	-۱/۲۳	-۰/۵۲۳۲۰۵	$\alpha_0$	جز ثابت
۰/۷۱	۰/۳۷	۰/۰۰۴۵۶۶	High - Opt	بد بینی مدیریت
۰/۰۱	-۲/۵۳	-۰/۰۴۰۷۹۶	High - Opt <sub>i,t</sub> × Under - Inv <sub>i,t</sub>	تعامل بد بینی و بیش سرمایه‌گذاری
۰/۰۰	۴/۲۸	۰/۰۴۹۸۳۷	Under - Inv	بیش سرمایه‌گذاری
۰/۰۰	۳/۳۰	۰/۰۹۵۱۰۷	Size	اندازه
۰/۰۰	۷۲/۷۰	۰/۲۷۶۷۸۷	MTB	نسبت ارزش بازار به دفتری
۰/۰۰	-۴/۴۶	-۰/۷۷۵۴۲۴	CF	جریان نقدی
۰/۱۳	۱/۵۰	۰/۰۱۹۱۹۱	Slack	محدودیت مالی
۰/۳۹	۰/۸۶	۰/۰۰۰۰۳۹	CCC	چرخه تبدیل نقدی
۰/۰۰	۴/۹۷	۱/۸۳۲۰۱۷	Profit	سودآوری
۰/۰۰	۹/۳۷	۰/۰۶۷۸۰۳	Div	تقسیم سود
۰/۰۰	۲/۸۷	۹/۶۷۶۷۲۲	B	پاداش هیات مدیره
آماره های موزون				
۰/۰۰		معناداری آماره $F$	۰/۹۱	ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۹۵		آماره دوربین-واتسون	۵۹/۴۲	آماره $F$

با توجه به مقدار آماره  $F$  و معناداری آن که  $0/00$  می باشد، می توان نتیجه گرفت که مدل رگرسیون معنادار است. همچنین با توجه به مقدار آماره دوربین-واتسون نیز مشخص می شود که خودهمبستگی مرتبه اول بین اجزا خطا و متغیرهای توضیحی وجود ندارد. ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز  $0/91$  می باشد. جهت آزمون فرضیه چهارم نیز از آزمون  $t$  برای معناداری ضریب رگرسیون متغیر مستقل استفاده می شود. متغیر مستقل این فرضیه تعامل بد بینی و بیش سرمایه گذاری  $((i,t) - \text{Over-Inv}) \times ((i,t) - \text{Low-Opt})$  می باشد. با توجه به نگاره و با توجه به اینکه این مقدار کمتر از سطح خطای  $0/05$  می باشد، بنابراین فرضیه چهارم در سطح معناداری  $0/95$  تایید می شود و در شرکت هایی که بیش سرمایه گذاری می نمایند، افزایش بدبینی مدیریت باعث کاهش ارزش (زیرا ضریب رگرسیون متغیر مستقل مقداری منفی است که بیانگر رابطه معکوس می باشد) شرکت می شود.

### نتیجه گیری

در پژوهش حاضر تأثیر تورش پیش بینی سود توسط مدیریت - به دو شکل خوش بینی و بدبینی - بر رفتار سرمایه گذاری و ارزش شرکت هایی که سرمایه گذاری ناکارا (دارای مشکل بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری) دارند بررسی شد. نتایج نشان داد در شرکت هایی که کم سرمایه گذاری می کنند، خوش بینی مدیریت باعث افزایش میزان سرمایه گذاری نمی شود و بالعکس در بین شرکت -هایی که بیش سرمایه گذاری می کنند، بدبینی مدیریت باعث کاهش سرمایه گذاری نمی شود (رد فرضیه های اول و دوم). که این یافته برخلاف یافته چن و هانگک لین (۲۰۱۳) می باشد. همچنین نتایج بیانگر این بود که در بین شرکت هایی که کم سرمایه گذاری می کنند، خوش بینی مدیریت باعث کاهش ارزش شرکت می شود و در مورد شرکت هایی که بیش سرمایه گذاری می نمایند نیز بدبینی مدیریت باعث کاهش ارزش شرکت می شود (تایید فرضیه های سوم و چهارم) این یافته نیز برخلاف یافته چن و هانگک لین (۲۰۱۳) می باشد. طبق نتایج تحقیقات قبلی از جمله دلایلی که می تواند باعث ناکارایی سرمایه گذاری شود، عدم وجود فرصت سرمایه گذاری سودآور، هزینه تامین مالی بالا و کیفیت گزارشگری مالی می باشند (همانند مطالعات بیدل، هیلاری و ووردی، ۲۰۰۹ و گو مالیز و بالیستا، ۲۰۱۴). در این بین عوامل رفتاری مانند خوش بینی یا بدبینی مدیران نیز عاملی است که انتظار می رفت بر کارایی سرمایه گذاری تأثیرگذار باشد اما نتایج بدست آمده خلاف این پیش بینی را ثابت

نمود. براساس نتایج تحقیق پیشنهاد می‌شود مدیران در انتخاب پروژه‌ها خوش‌بینی را ملاک قرار نداده و براساس ارزش فعلی خالص اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند تا بدین ترتیب ارزش شرکت نیز افزایش یابد. براساس نتایج خوش‌بینی و بدبینی در حالت بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری منجر به کاهش ارزش می‌شود، بهترین راهکار با توجه به نتایج واقع‌بینی جهت بهبود سرمایه‌گذاری و افزایش ارزش شرکت می‌باشد. سویی دیگر شرکت‌ها برای باقی ماندن در فضای رقابتی به سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها با ارزش فعلی خالص مثبت نیاز دارند، از این رو خوش‌بینی و بدبینی می‌تواند منجر به تحریف سرمایه‌گذاری گردد که شرکت‌ها را دچار بحران مالی و غیره نماید.

برای تحقیقات آتی پیشنهاد می‌گردد:

- (۱) پژوهشگران تأثیر خوش‌بینی و بدبینی مدیران را بر ریسک شرکت‌ها مورد بررسی قرار دهند.
  - (۲) تأثیر رفتارهای مدیران بر انتخاب‌های رویه‌های حسابداری مورد بررسی قرار بگیرد.
  - (۳) تأثیر کارایی سرمایه‌گذاری بر نرخ تامین مالی و هزینه سرمایه مورد بررسی قرار گیرد
  - (۴) بررسی تأثیر خوش‌بینی و بدبینی مدیران بر کیفیت گزارشگری مالی
- از جمله محدودیت‌های پژوهش می‌توان موارد ذیل را عنوان داشت:
- (۱) از محدودهای مهم تحقیق می‌توان به نمونه‌های انتخاب شده اشاره کرد که منجر به حذف شرکت‌ها گردیده است که تعمیم نتایج برای این شرکت‌ها دچار مشکل و ایراد می‌باشد.
  - (۲) با توجه به تغییرات نرخ تورم و نرخ برابری ارز رفتارهای مدیران نیز متعاقب آن دچار تغییر گردیده است که به عنوان یک محدودیت در تعمیم نتایج در نظر گرفته شود.
  - (۳) با توجه به دوره زمانی تحقیق تعمیم نتایج برای خارج از بازه زمانی تحقیق با احتیاط انجام گردد.

**پی‌نوشت**

## منابع

- عرب صالحی، م، اشرفی، م. (۱۳۹۰). نقش ذخایر نقدی در تعیین حساسیت سرمایه گذاری - جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. فصلنامه حسابداری مالی، ۳ (۳)، ۷۵-۹۴.
- خوش طیت، م. (۱۳۸۳). تأثیر آرایه اطلاعات حسابداری اجتماعی بر تصمیم گیری سرمایه گذاران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی: ۳۷ (۲۰)، ۷۳-۹۲.
- خداسی پور، ا، دوری، م و پور اسماعیلی، ا. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر محافظه کاری؛ با در نظر گرفتن نظارت بیرونی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۲ (۲)، ۲۰۲-۱۸۳
- تقی زاده خانقاه، و، زینالی، و. (۱۳۹۴). نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثرهای محدودکننده تقسیم سود بر سرمایه گذاری شرکت‌ها در مراحل چرخه عمر. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۲ (۲)، ۱۶۱-۱۸۲
- تهرانی، ر، حصارزاده، ر. (۱۳۸۳). تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش و کم سرمایه گذاری. تحقیقات حسابداری: ۳، ۶۷-۵۳.
- رامشه، م، ملا نظری، م. (۱۳۹۳). بیش اطمینانی مدیریت و محافظه کاری حسابداری. دانش حسابداری، ۵ (۱۶)، ۷۹-۵۵.
- مهرانی، س، طاهری، م. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریتی بر خطای پیش بینی سود. پژوهش تجربی حسابداری، ۷ (۲)، ۱۴۷-۱۶۴.
- Arab salehi, M. Ashrafi, M. (2011). The role of cash reserves in determining the investment-cash flow sensitivity of listed companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of financial accounting* 3 (3) ; 75-94. (in Persian).
- Barros, L. , and Silveira, A. (2009). Overconfidence, Managerial Optimism, and the Determinants of Capital Structure. *Brazilian Review of Finance* 6 (3) ,293-335.
- Barberis, N. ; Shleifer, A. ; and Vishny, R. (1998). A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics* 49: 307-343.
- Ben-David, I. T. ; Graham, J. R. ; and Harvey, C. R. Managerial Miscalibration. SSRN, Working Paper No. 1640552.
- Biddle, G. ; Hilary, G. ; and Verdi, R. (2009). How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? *Journal of Accounting and Economics* 48: 112-131.
- Bertrand, M. , and Mullainathan, S. 2003. Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences. *Journal of Political Economy* 111. 1043-1075.

- Ekholm, A. , and Pasternake, D. (2007). Overconfidence and investor Size. *European financial management*. 14 (1) 82–98.
- Gomariz, M. F. C. & Ballesta, J. P. C. (2014). Financial reporting quality, Debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 40 (3): 494-506.
- Hackbarth, D. (2008). Managerial Traits and Capital Structure Decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 43: 843-882..
- Hirshleifer, D. A. ; Teoh, S. H. ; and Low, A. (2012). Are Overconfident CEOs Better Innovators?. *The Journal of Finance*, 67: 1457-1498.
- Heaton, J. B. (2002). Managerial Optimism and Corporate Finance. *Financial Management* 31: 33-45.
- Huang, W. , Jiang F. , Liu, Z. , and Zhang M. (2011). Agency cost, top executives' overconfidence, and investment-cash flow sensitivity — Evidence from listed companies in China. *Pacific-Basin Finance Journal*. 19, 261-277
- Hubbard, R. (1998). Capital-Market Imperfections and Investment. *Journal of Economic Literature*, 36 (1): 193-225
- Gervais, S. ; Heaton, J. ; and Odean, T. (2002). the Positive Role of Overconfidence and Optimism In Investment Policy. Working paper, University of California, Berkeley.
- Goel, A. M. , and Thakor, A. V. (2008). Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance. *The Journal of Finance* 63: 2737–2784.
- Glaser, M. ; Schafers, P. ; and Weber, M. (2008). Managerial Optimism and Corporate Investment: Is the CEO Alone Responsible For the Relation? AFA 2008 New Orleans Meetings Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=967649>.
- Khosh tenat, M. (1998). Presentation of the financial statements on the judgment of investors in investment decisions. *The Iranian Accounting and Auditing Review*: 7, (1) ,135-165 (in Persian).
- Khodamipour,A; Dorri Sedeh,M; Pouresmaily,A. (2015). The effect of managerial overconfidence on the conservatism with respect to the role of external monitoring. *The Iranian Accounting and Auditing Review*: 22 (2) ,143-278 (in Persian)
- Lang, L. ; Ofek, E. ; and Stulz, R. (1996). Leverage, Investment, and Firm Growth,*Journal of Financial Economics*, 40: 1996: 3-29.
- Robert Libby (1985). Availability and the Generation of Hypotheses in Analytical Review. *Journal of Accounting Research*: 23 (2) ;648-667
- Lin, Y. H. ; Hu, S. Y. ; and Chen, M. S. (2008). Testing Pecking Order Prediction from the Viewpoint of Managerial Optimism: Some Empirical Evidence from Taiwan, *Pacific-Basin Finance Journal* 16: 160–181.
- Malmendier, U. , and Tate, G. (2005a) , CEO Overconfidence and Corporate Investment. *Journal of Finance* 60: 2661–2700.



- Mehrani, s. Taheri,m. (2017). Managerial Overconfidence and Earning Forecast Errors. *Journal of Empirical Researches in Accounting*: 7) 2) 147-164 (in Persian).
- Myers, S. (1977). Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*: 5; 147-175.
- Myers, S. , and Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13: 187-221.
- Opler, T. ; Pinkowitz, L. ; Stulz, R. ; and Williamson, R. (1999). The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics* 52: 3-46.
- Ramsheh,M, Molah nazari,M. (2014). Overconfidence, management and conservatism. *Lournal of accounting Knowledge*: 5 (16) ,55-79. (in Persian).
- Taghizadeh Khanqah;v. Zeynali,M. (2015). The role of financial reporting quality in mitigating the constraining effect of dividend on firms' investment. *The Iranian Accounting and Auditing Revie*:. 22 (2) 161-182 (in Persian)
- Tehrani,R. hesarzadeh,R. (2009). The effect of free cash flows and financial constraint on investment and low investment more. *Accounting and Auditing Research*: (3) ,50-67. (in Persian).
- Skala, D. (2008). Overconfidence in psychology and finance – an interdisciplinary literature review. *Bank i Kredyt*. 33-50.
- Stein, J. C. 2003. Agency, Information and Corporate Investment. In *Handbook of the Economics of Finance*, edited by G. M. Constantinides, M. Harris and R. Stulz, Elsevier 2003: 111-165.