



Shahid Bahonar
University of Kerman



Iranian
Accounting Association

Investigating the Relationship between Overconfidence Management and Investment Performance with Emphasis on the Mediating Role of Internal Financing

Gholamreza Soleymani Amiri

Vahid Eftekhari

Fatemeh Daneshyar

Abstract

Objective: Overconfidence is an interdisciplinary concept related to the possibility of misjudgment in psychology. More importantly, management overconfidence is a concept derived from behavioral financing. Overconfidence can define unfounded belief in one's cognitive abilities, judgments, and intuitive reasoning. Overconfidence is one of the most important personality traits of managers that affect risk-taking companies in prioritizing their financial resources in terms of cost. Companies prefer to use the domestic budget and then the external financial resources as a last resort to issuing new shares. Because managers with overconfidence feel optimistic about the profitability of their business, they assume the capital market is underestimating their stock. In cases where the entity needs financing, they prefer financing through issuing bonds instead of issuing shares and think they may increase the wealth of shareholders by choosing debt with a short-time maturity. Overconfidence is irrational behavior, and corporate executives express it when making business decisions. The purpose of this study is to investigate the relationship between overconfidence management and investment efficiency with emphasis on the mediating role of internal financing in the companies listed on the Tehran Stock Exchange, TSE, over the period 2009-2018.

Methods: Data collection completed using modern software, financial statements of the TSE official website. To test the research hypotheses, we used a panel data model with Eviews software. In this research, the statistical sample consists of information and data of 101 companies from the TSE. This study tests five hypotheses. The logarithm of total assets was used to measure the control variable of company size, and the ratio of long-term debt to total assets to measure the financial leverage control variable. Also, the ratio of net profit to total assets was used to assess the control variable of return on assets, and the ratio of net profit to equity to assess profitability.

Results: Overconfidence in management has a positive and significant relationship with internal financing. Internal financing has a positive and significant relationship with overinvestment and a negative and significant relationship with underinvestment. Internal financing does not have any mediating effect on the relationship between management overconfidence and investment efficiency. Control variables are firm size, financial leverage, return on assets, and profitability.

Journal of Accounting Knowledge, Vol. 11, No. 4, Ser.43, pp. 171-186.

Associate Professor of Accounting, Alzahra University, Tehran, Iran. (Email: gh_soleimany@yahoo.com).

* Ph.D. Candidate of Accounting, Allameh University, Tehran, Iran. (Email: vahid.eftekhari.90@gmail.com).

Corresponding Author, Ph.D. Candidate of Accounting, Alzahra University, Tehran, Iran.

(Email: daneshyar.fatemeh@yahoo.com).

Submitted: 25 October 2019

Accepted: 2 August 2020

Faculty of Management & Economics, Shahid Bahonar University of Kerman.

DOI: 10.22103/jak.2020.14894.3114

©The Authors.

The difference between earnings per share and real earnings per share measures the management distrust. The logarithm of the accumulated profit and legal reserves measure the variable of domestic financing, and investment efficiency is divided into two variables of over-investment and under-investment.

Conclusion: As managers become more confident, their willingness to use internal resources increases, and as internal financing rises, managers tend to invest more. Manager's distrust is an essential factor in financing so that managers with overconfidence incline to raise domestic financing and investment more than others.

Keywords: *Overconfidence of Management, Investment Efficiency, Internal Financing.*

Paper Type: *Research Paper.*

Citation: Soleymani Amiri, G., Eftekhari, V., Daneshyar, F. (2020). Investigating the relationship between overconfidence management and investment performance with emphasis on the mediating role of internal financing. *Journal of Accounting Knowledge*, 11(4), 171-186.



بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری با تأکید بر نقش میانجی تأمین مالی داخلی

غلامرضا سلیمانی امیری
وحید افتخاری*
فاطمه دانشیار

چکیده

هدف: این پژوهش با هدف بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری با تأکید بر نقش میانجی تأمین مالی داخلی در ۱۰۱ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۶ به اجرا درآمده است.

روش: گردآوری داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار رهاورد نوین، صورت‌های مالی و سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران انجام گرفته شده است، آزمون فرضیه‌های پژوهش از الگوی داده‌های ترکیبی صورت گرفته است.

یافته‌ها: بیش‌اطمینانی مدیریت رابطه مثبت و معناداری با تأمین مالی داخلی دارد و تأمین مالی داخلی رابطه مثبت و معناداری با سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و رابطه منفی و معناداری با سرمایه‌گذاری کمتر از حد داشته است، اما متغیر تأمین مالی داخلی تأثیر میانجی بر رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری ندارد.

نتیجه‌گیری: با افزایش بیش‌اطمینانی مدیریت، تمایل مدیران به استفاده از منابع داخلی افزایش یافته است و با افزایش تأمین مالی داخلی توسط مدیران، تمایل مدیران به سمت بیش‌سرمایه‌گذاری افزایش پیدا می‌کند، بیش‌اعتمادی مدیران تأثیری مثبت در انتخاب تأمین مالی داخلی شرکت‌ها داشته است و تصمیم‌های تأمین مالی با توجه به تمایلات مدیران بیش‌اعتماد اتخاذ شده‌اند.

واژه‌های کلیدی: بیش‌اطمینانی مدیریت، کارایی سرمایه‌گذاری، تأمین مالی داخلی.

نوع مقاله: پژوهشی.

استناد: سلیمانی امیری، غلامرضا؛ افتخاری، وحید؛ دانشیار، فاطمه. (۱۳۹۹). بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری با تأکید بر نقش میانجی تأمین مالی داخلی. *دانش حسابداری*، ۱۱(۴)، ۱۸۶-۱۷۱.

دانش حسابداری، دوره یازدهم، ش ۴، پیاپی ۴۳، صص. ۱۷۱-۱۸۶.

دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه الزهراء، تهران، ایران. (رایانامه: gh_soleimany@yahoo.com).

دانشجوی دکتری گروه حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. (رایانامه: vahid.eftekhari.90@gmail.com).

نویسنده مسؤل، دانشجوی دکتری گروه حسابداری، دانشگاه الزهراء، تهران، ایران. (رایانامه: daneshyar.fatemeh@yahoo.com).

تاریخ پذیرش: ۹۹/۵/۱۲

تاریخ دریافت: ۹۸/۸/۳

دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان.

مقدمه

سرمایه‌گذاری در امور مختلف، همواره به عنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود و عقب‌ماندگی، مورد توجه بوده است. سرمایه‌گذاری نقش مهمی در تضمین توسعه پایدار شرکت در رقابت در بازار و ایجاد ارزش جدید برای سهامداران دارد. سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها توسط طیف وسیعی از عوامل، از جمله اقتصاد کل، سیاست‌های کلان مالی، بازارهای سرمایه و عملیات شرکت تعیین می‌شود (ریچاردسون^۱، ۲۰۰۶). در این میان، محدودیت در منابع و رشد و دگرگونی سریع روابط اقتصادی، منجر به رقابت شدیدی در عرصه تجارت، صنعت و سرمایه‌گذاری شده است. لذا، شرکت‌ها برای بقا و گسترش فعالیت‌های خود، نیاز به انجام سرمایه‌گذاری‌های مناسب و به موقع و یا به عبارت دیگر افزایش کارایی سرمایه‌گذاری دارند (ثقفی و معتمدی، ۱۳۹۰).

عوامل مدیریتی مانند بیش اعتمادی مدیران نیز به ویژه در بازارهای ناکارآمد مالی و در شرکت‌هایی که دارای حاکمیت شرکتی ضعیف هستند، اهمیت دارد (مالمیندر و همکاران^۲، ۲۰۱۱). رول^۳ (۱۹۸۶) بیان کرده است که اطمینان بیش از حد یک رفتار غیرمنطقی است و مدیران شرکت‌ها زمانی که تصمیمات مربوط به تجارت می‌گیرند، آن را بروز می‌دهند. مطالعات قبلی نشان داده است که مدیران با اطمینان بیش از حد تصمیمات سرمایه‌گذاری را اتخاذ می‌کنند که منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌شود (هیتون^۴، ۲۰۰۲؛ بیٹس^۵، ۲۰۰۵؛ سین و همکاران^۶، ۲۰۰۷). با این حال، مطالعات قبلی بیشتر بر تأثیر اطمینان بیش از حد مدیران بر ساختار سرمایه شرکت، تأمین مالی خارجی (تأمین مالی جدید سهام و تأمین مالی بدهی)، سررسید بدهی و دیگر مسائل مربوط به امور مالی شرکت متمرکز بودند (شفرین^۷، ۲۰۰۱؛ بارس و همکاران^۸، ۲۰۰۷؛ یوو و همکاران^۹، ۲۰۰۶؛ لی و همکاران^{۱۰}، ۲۰۰۹؛ حسنی القار و رحیمیان، ۱۳۹۷).

اطمینان بیش از حد مدیران تاکنون در رابطه با تأمین مالی منابع داخلی مورد بررسی قرار نگرفته است. طبق نظریه سلسله مراتب^{۱۱} مایرز^{۱۲} (۱۹۸۴) شرکت‌ها منابع مالی خود را به ترتیب هزینه اولویت‌بندی می‌کنند؛ بنابراین، آنها ترجیح می‌دهند که از تأمین مالی داخلی و سپس تأمین مالی خارجی و به عنوان آخرین راه از انتشار سهام جدید استفاده می‌کنند. مدیران با اطمینان بیش از حد از آنجا که سودآوری واحد تجاری خود را بیش از حد تخمین می‌زنند و به آن خوش بین هستند، احساس می‌کنند بازار سرمایه، اوراق سهام آنها را کمتر از واقع ارزش‌گذاری می‌کند؛ از این رو، در مواردی که واحد تجاری به تأمین مالی نیاز داشته باشد، تأمین مالی با انتشار اوراق بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند و تصور می‌کنند، با انتخاب بدهی با سررسید کوتاه‌تر، ثروت سهامداران را افزایش می‌دهند (هوانگ و همکاران^{۱۳}، ۲۰۱۶). در نتیجه، آنها طبق نظریه سلسله مراتب برای تأمین مالی از منابع داخلی استفاده می‌کنند.

از دیدگاه مالی رفتاری، مدیران شرکت تمایل دارند تأمین مالی داخلی را از میان سایر راه‌های تأمین مالی دیگر انتخاب کنند، زیرا کنترل بیشتری بر صندوق‌های داخلی دارند؛ بنابراین، مدیران با اطمینان بیش از حد به احتمال زیاد بر کارایی پروژه‌های سرمایه‌گذاری با تأمین مالی داخلی تأثیر می‌گذارند. اگر مدیران با اطمینان بیش از حد دارای منابع مالی کافی برای سرمایه‌گذاری باشند و به وسیله بازار سرمایه و سازوکارهای حاکمیت شرکتی مورد نظارت قرار نگیرند، به طور سیستماتیک نرخ بازگشت پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود را بیش از حد ارزیابی می‌کنند (هی و همکاران^{۱۴}، ۲۰۱۹).

پژوهش‌های زیادی در مورد اطمینان بیش از حد مدیران و تصمیمات تأمین مالی صورت گرفته است اما تاکنون پژوهشی که ارتباط بین اطمینان بیش از حد مدیران و تأمین مالی داخلی را بررسی کند، انجام نشده است. اگرچه پژوهشگران، پژوهش‌های تجربی را در مورد اطمینان بیش از حد مدیریتی و کارایی سرمایه‌گذاری انجام داده‌اند، اما مطالعات صورت گرفته در رابطه بین اعتماد مدیریتی و تأمین مالی داخلی و اینکه چگونه اطمینان بیش از حد مدیریتی بر کارایی سرمایه‌گذاری و تأمین مالی داخلی تأثیر می‌گذارد هنوز بسیار ضعیف است؛ بنابراین، در پژوهش حاضر ارتباط بین اطمینان بیش از حد مدیران و کارایی سرمایه‌گذاری با تأکید بر تأثیر تأمین مالی داخلی بر ارتباط آنها بررسی می‌شود.

مبانی نظری

کارایی سرمایه‌گذاری

کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت تنها در تمام پروه‌های با ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری کند. البته این سناریو در صورتی سازگار است که بازار کامل باشد و هیچ یک از مسائل بازار ناقص از جمله گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد (وردی، ۲۰۰۶). چگونگی بهبود کارایی سرمایه‌گذاری در مدت زمان طولانی مورد توجه مردم در صنعت و دانشگاه‌ها است. در پژوهش حاضر به دو روش کارایی سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار می‌گیرد، گسترش سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری ناکارا. برای ارزیابی پروژه‌های سرمایه‌گذاری معمولاً از ارزش فعلی خالص پروژه استفاده می‌شود اگر پروژه‌ها دارای ارزش فعلی خالص منفی باشند سرمایه‌گذاری بیش از حد ارزیابی می‌شود و اگر پروژه‌ها دارای ارزش فعلی خالص مثبت باشند سرمایه‌گذاری کمتر از حد ارزیابی می‌شود. هر دو سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد در طبقه کارایی سرمایه‌گذاری قرار می‌گیرند. در واقع، شرکت‌های ذکر شده اغلب با مسائل گسترش سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری‌های ناکارا مواجه می‌شوند (هی و همکاران، ۲۰۱۹).

مدیران شرکت‌ها با شناخت عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری و 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 (فازاری و همکاران، ۱۹۸۸)، لذا، شناخت عوامل مهم و تأثیرگذار بر سطح سرمایه‌گذاری در ارزیابی و شناسایی و تعیین سطح بهینه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بسیار حائز اهمیت است. با توجه به مطالعات انجام شده اطمینان بیش از حد مدیران و منابع تأمین مالی داخلی شرکت از مواردی است که می‌تواند بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیرگذار باشد.

اطمینان بیش از حد مدیریت و تأمین مالی داخلی

در دیدگاه اقتصاد مالی سنتی، فرض می‌شود تصمیم‌گیرندگان رفتار عقلایی دارند و همواره به دنبال حداکثر شدن مطلوبیت خود هستند. مطالعات متعددی انجام گرفته که نشان می‌دهد مدیران همواره عقلایی رفتار نکرده و تحت تأثیر اطمینان بیش از حد و خوش بینی مفرط ممکن تصمیماتی اتخاذ کنند که تأثیر مهمی بر فعالیت‌های مالی شرکت بگذارد (بیکر و همکاران، ۲۰۰۷). اطمینان بیش از حد یک ویژگی شخصی 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 می‌شود (اسکالا، ۲۰۰۸).

تئوری مالی رفتاری بیان می‌کند که خطاهای شناختی، اثر بااهمیتی بر روی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارد، ادبیات جدید مالی رفتاری زمینه‌سازی برای پژوهش‌های نظری و تجربی را در رابطه با خطاهای شناختی مدیران و تأثیر آن در امور مالی شرکت‌ها فراهم می‌کند به عنوان مثال، رفتار غیر عقلایی مانند اطمینان بیش از حد از روانشناسی شناختی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و تصمیم‌گیری‌های مالی تأثیر می‌گذارد (هی و همکاران، ۲۰۱۹).

هی و همکاران (۲۰۱۹) بیان می‌کنند که مدیران ترجیح می‌دهند که از تأمین مالی داخلی استفاده کنند زیرا کم‌ترین هزینه سرمایه را در برمی‌گیرد و نوسانات مربوط به بازارهای بدهی خارجی و بازارهای سهام را محدود می‌کند. زمان تصمیم‌گیری مدیران با اطمینان بیش از حد تمایل به احتمال ارزیابی موفقیت را بیش از حد دارند، آنها همچنین معتقدند که شرکت‌هایشان سود خوبی را به دست خواهند آورد و توانایی بالایی دارند و سرمایه‌گذاران خارجی ارزش واقعی‌شان را کم‌تر ارزیابی می‌کنند. به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه معامله مدیران تمایل دارند تأمین مالی داخلی را انتخاب کنند و وجه نقد را در داخل شرکت نگهداری می‌کنند. نتایج مطالعات قبلی نشان می‌دهد که مدیران با اطمینان بیش از حد با نسبت پرداخت سود تقسیمی کم، مرتبط است (دیشماک و همکاران، ۲۰۱۳). بن دیوید^{۲۴} (۲۰۰۷) نشان دادند که مدیران با اطمینان بیش از حد تمایل دارند سود کمتری تقسیم کنند و از طریق کاهش سود سهام، تأمین مالی داخلی را ترجیح دهند (هی و همکاران، ۲۰۱۹).

تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری

تأمین مالی، هنر و علم مدیریت وجه نقد است. هدف از تأمین مالی، سرمایه‌گذاری، سودآوری، کاهش ریسک و برطرف کردن نیازهای اقتصادی و اجتماعی بنگاه است. سود ناشی از کسب و کار بنگاه از عوامل مهم تداوم فعالیت بنگاه اقتصادی تلقی گردیده و منبع مهمی برای تأمین مالی فعالیت‌های عملیاتی بنگاه در آینده است (پاراماسیون و سوبرامانیا، ۲۰۰۸). شرکت‌ها می‌توانند منابع مورد خود را از داخل (برای نمونه از محل سود انباشته) خارج از شرکت (از طریق انتشار سهام یا اوراق قرضه استقراض از نظام بانکی) تأمین کنند (ماریماو، ۲۰۰۹).

در میان تئوری‌های مرتبط به سیاستهای تأمین مالی، تئوری سلسله مراتب گزینه‌های مالی بیان می‌کند که شرکتها در تأمین مالی مورد نیاز خود، سلسله مراتب معینی را طی می‌کنند. شکل‌گیری سلسله مراتب گزینه‌های مالی بیان می‌کند که شرکتها در اطلاعات است. طبق این تئوری، در مواردی که بین مدیران و سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی، عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، مدیران تأمین مالی از منابع داخلی شرکت را به منابع خارج از شرکت ترجیح می‌دهند؛ یعنی ابتدا از محل سود انباشته و اندوخته‌ها تأمین مالی می‌کنند و سپس اگر منابع داخلی تکافو نکند، از منابع خارج شرکت، ابتدا به انتشار کم ریسک‌ترین اوراق بهادار یعنی (اوراق قرضه) استقراض متوسل می‌شوند و در صورتیکه استقراض تکافو نکرد و به منابع مالی بیشتری نیاز باشد، دست آخر به انتشار سهام مبادرت می‌ورزند (مایرز و مجلوف، ۱۹۸۴).

حداقل دو معیار نظری برای تعیین کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد: اولاً اینکه، اگر یک شرکت تصمیم به تأمین مالی گیرد، هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی با آن انجام شود. برای 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 به منظور تأمین مالی فرصت‌گذاری، منابع را جمع‌آوری نماید. در یک بازار کارا، همه پروژه‌های 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، زیرا شرکت‌های مواجه با محدودیت مالی ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تأمین مالی، از قبول و انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت صرف نظر نمایند که این کار به کم سرمایه‌گذاری منجر شود (کیری، ۱۳۹۸).

اطمینان بیش از حد مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری و تأمین مالی داخلی

اکثر مدیران که دارای اعتماد به نفس بالا هستند نسبت به تصمیمات خود و نتایج آنها علی‌الخصوص در زمینه تصمیمات سرمایه‌گذاری بسیار خوش‌بین هستند (کوپر و همکاران^{۱۷}، ۱۹۸۸). مارچ و همکاران^{۱۸} (۱۹۸۷) نشان دادند که مدیران با اطمینان بیش از حد ممکن است ریسک سرمایه‌گذاری را کمتر از حد و بازده سرمایه‌گذاری را بیشتر از حد ارزیابی کنند. این مدیران اعتقاد دارند که بازار شرکت آنها را کمتر از واقع ارزش‌گذاری می‌کند و باعث می‌شود تأمین مالی خارجی پرهزینه شود (خرمی و جمکرانی، ۱۳۹۵). هیتون (۲۰۰۲) بیان کرد که حتی بدون وجود عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه نمایندگی، اطمینان بیش از حد مدیران در مورد جریان وجه نقد ناشی از سرمایه‌گذاری وجود دارد. این مدیران به دلیل خوش‌بینی بیش از حد ممکن است جریان‌های نقدی حاصل از پروژه‌ها را اشتباهاً بسیار مطلوب پیش‌بینی کرده و از این رو بسیاری از پروژه‌ها را بالاتر از ارزش واقعی‌شان ارزش‌گذاری کنند در سطوح مختلف جریان نقد آزاد، اطمینان بیش از حد مدیران می‌تواند منجر به سرمایه‌گذاری نامناسب و سرمایه‌گذاری بیش از حد شود. گاول و تاکور^{۱۹} (۲۰۰۸) و وانگ و همکاران^{۲۰} (۲۰۰۸) نشان دادند بین اطمینان بیش از حد مدیران و سرمایه‌گذاری بیش از حد همبستگی مثبتی وجود دارد.

اطمینان بیش از حد مدیران این است که آنها تخمین بیش از حدی راجع به جریان‌های نقدی و سودآوری آتی واحدهای تجاری داشته باشند این امر ممکن است باعث سردرگمی در انتخاب روش‌های تأمین مالی توسط مدیران شود (ایشیکاوا و تاکاشی، ۲۰۱۰). زمان تصمیم‌گیری مدیران با اطمینان بیش از حد تمایل به احتمال ارزیابی موفقیت را بیش از حد دارند آنها همچنین معتقدند که شرکت‌هایشان سود خوبی را به دست خواهند آورد و توانایی بالایی دارند و سرمایه‌گذاران خارجی ارزش واقعی‌شان را کمتر ارزیابی می‌کنند. به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه معامله مدیران تمایل دارند تأمین مالی داخلی را انتخاب کنند (هی و همکاران، ۲۰۱۰).

لی و همکاران^{۲۱} (۲۰۱۴) بیان کردند که زمانی که مدیران بیش از حد اطمینان دارند، آنها فرصت‌های سرمایه‌گذاری خوب را بیش از حد ارزیابی و ناخودآگاه منافع خود را افزایش می‌دهند، اما احتمال وقوع رویدادهای نامطلوب را کمتر از حد ارزیابی می‌کنند. این رفتار غیر عقلایی مدیران باعث می‌شود تا عوامل بازار را نادیده بگیرند که به نوبه خود بر دقت انتظارات آینده آنها تأثیر می‌گذارد و موجب ادامه گسترش سرمایه‌گذاری در پروژه‌های غیرضروری می‌شود. علیرغم تئوری سلسله مراتب که بیان می‌کند شرکت‌ها منابع مالی را بر اساس هزینه‌های خود تعیین می‌کنند گریم و هاوی^{۲۲} (۲۰۰۱) نشان داد که اکثر مدیران معتقدند که توانایی کنترل تصمیمات مربوط به تأمین مالی را دارند و بر

عملکرد تجاری اثر می‌گذارند. دارایی شخصی و سرمایه انسانی مدیران معمولاً به شدت با نوسانات قیمت سهام شرکت‌ها ارتباط دارد. **هی و همکاران (۲۰۱۹)** نشان دادند که تأمین مالی داخلی باعث کاهش فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود و زمانی که در شرکتی مدیران با اطمینان بیش از حد وجود دارند، تأمین مالی داخلی باعث سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود.

پیشینه تحقیق

هی و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی با بررسی ارتباط بین اطمینان بیش از حد مدیریت، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری نشان دادند که تأمین مالی داخلی باعث کاهش فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود و زمانی که در شرکتی مدیران با اطمینان بیش از حد وجود دارند، تأمین مالی داخلی باعث سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود. **هوانگ و همکاران (۲۰۱۶)** با بررسی تأثیر بیش اعتمادی مدیریتی و ساختار سررسید بدهی‌های شرکت نشان دادند که شرکت‌هایی با مدیران بیش اعتمادی با انتخاب درصد بیشتری از بدهی کوتاه‌مدت، ساختار بدهی کوتاه‌تری اتخاذ می‌کنند. **گماریز و بالستا^{۲۵} (۲۰۱۴)** با بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی در کارایی سرمایه‌گذاری نشان دادند که افزایش کیفیت گزارشگری مالی و کاهش سررسید بدهی، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. **هوانگ و همکاران (۲۰۱۱)** در پژوهشی با بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیران بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی، بررسی تأثیر هزینه نمایندگی بر رابطه بین آنها نشان دادند که به طور میانگین اطمینان 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.

حسینی القار و رحیمیان (۱۳۹۷) با بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت در ساختار سررسید بدهی نشان دادند که بیش اطمینانی مدیریت، تأثیر مثبت معناداری در ساختار سررسید بدهی دارد و شرکت‌های با مدیران بیش اطمینان، با انتخاب درصد بیشتری از بدهی کوتاه‌مدت، ساختار سررسید بدهی کوتاه‌تری اتخاذ می‌کنند و ریسک نقد شوندگی مربوط به این سیاست تأمین مالی، آنان را از این رفتار باز نمی‌دارد. **مهربان‌پور و همکاران (۱۳۹۶)** در پژوهشی به بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و کنترل‌های داخلی حاکم بر گزارشگری مالی پرداختند، یافته‌های آنها حاکی از آن بود که بیش اطمینانی مدیران با نقاط ضعف بااهمیت کنترل‌های داخلی رابطه مثبت و معناداری دارد و مدیران بیش اطمینان توانایی رفع پیامدهای منفی ناشی از ضعف کنترل‌های داخلی عدم کارایی سرمایه‌گذاری و عدم کارایی عملیاتی را ندارند. **چاوشی و همکاران (۱۳۹۴)** با بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست‌های تأمین مالی نشان دادند بین اطمینان بیش از حد و تصمیم‌های مالی رابطه معناداری وجود ندارد. **عرب صالحی و همکاران (۱۳۹۳)** با بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی نشان دادند که اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد باعث افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی می‌شود.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: بین اطمینان بیش از حد مدیریت و تأمین مالی داخلی ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین تأمین مالی داخلی با کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

- فرضیه فرعی ۱-۲: بین تأمین مالی داخلی با اندازه سرمایه گذاری ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.
- فرضیه فرعی ۲-۲: بین تأمین مالی داخلی با سرمایه گذاری بیش از حد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.
- فرضیه فرعی ۳-۲: بین تأمین مالی داخلی با سرمایه گذاری کمتر از حد ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.
- فرضیه سوم: تأمین مالی داخلی بر ارتباط بین اطمینان بیش از حد مدیریت و گسترش سرمایه گذاری تأثیر میانجی دارد.

روش پژوهش

برای آزمون فرضیه‌ها از اطلاعات گردآوری شده مبتنی بر اطلاعات واقعی بازار سهام، صورت‌های مالی، گزارش‌های هیئت‌مدیره و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی شرکت‌ها و برای تحصیل بخشی از اطلاعات مربوط به صورت‌های مالی، از سایت سازمان بورس استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش حاضر متشکل از کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین ترتیب، نخست تمام شرکت‌ها در دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ انتخاب شدند، سپس از بین شرکت‌های موجود، شرکت‌های فاقد شرایط زیر از نمونه خارج شدند:

۱. قبل از سال ۱۳۸۷ در بورس پذیرفته شده باشند.
 ۲. جزء شرکت‌های سرمایه گذاری و واسطه‌گری مالی نباشد.
 ۳. سهام شرکت‌ها در طول سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ معامله شده باشد.
 ۴. شرکت‌ها نباید سال مالی خود را تغییر داده باشند.
- با در نظر گرفتن محدودیت‌های بیان شده، در نهایت ۱۰۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ برای نمونه انتخاب شد.

الگو و متغیرهای تحقیق

متغیر وابسته

برای اندازه‌گیری متغیرهای کارایی سرمایه گذاری، اطمینان بیش از حد و تأمین مالی داخلی از روش هی و همکاران (۲۰۱۹) استفاده شده است.

کارایی سرمایه گذاری

$$Investment_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Size_{i,t-1} + \beta_2 Lev_{i,t-1} + \beta_3 Growth_{i,t-1} + \beta_4 Return_{i,t-1} + \beta_5 Age_{i,t-1} + \beta_6 Cash_{i,t-1} + \beta_7 Investment_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

$Investment_{i,t}$: برابر است با وجه نقد پرداختی برای خرید یا ساخت دارایی بلندمدت از جمله دارایی ثابت مشهود و دارایی نامشهود منهای وجه نقد دریافتی از فروش دارایی بلندمدت و کاهش ارزش کل دارایی در سال مالی.

$Size_{i,t-1}$: لگاریتم کل دارایی شرکت. $Lev_{i,t-1}$: نسبت کل بدهی به کل دارایی. $Growth_{i,t-1}$: نسبت فروش سال مالی منهای فروش در سال مالی گذشته بر فروش سال مالی گذشته. $Return_{i,t-1}$: برابر است با نسبت ما به تفاوت قیمت پایانی سهام در آخر سال مالی و قیمت پایانی سهام در آخر سال مالی قبل بر قیمت پایانی سهام در آخر سال مالی قبل. $Age_{i,t-1}$: تعداد سال‌هایی که شرکت شروع به فعالیت کرده است. $Cash_{i,t-1}$: نسبت وجه نقد و معادل وجه نقد بر کل دارایی. $Investment_{i,t-1}$: برابر است با وجه نقد پرداختی برای خرید یا ساخت دارایی بلندمدت از جمله دارایی

ثابت مشهود و دارایی نامشهود منهای وجه نقد دریافتی از فروش دارایی بلندمدت و کاهش ارزش کل دارایی در سال مالی قبل شرکت.

مطابق با الگوی رگرسیونی فوق پسماند مثبت نشانگر سرمایه‌گذاری بیش از حد و پسماند منفی نشانگر سرمایه‌گذاری کمتر از حد است.

متغیر مستقل

متغیر مستقل پژوهش بیش اعتمادی مدیران است که تفاوت بین سود هر سهم پیش‌بینی شده (EPS) و سود هر سهم واقعی (PEPS) محاسبه می‌شود.

متغیر میانجی

تأمین مالی داخلی به عنوان متغیر میانجی وارد الگو شده از نسبت جمع سود انباشته و اندوخته شرکت به جمع دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت: از طریق لگاریتم جمع کل دارایی‌های شرکت محاسبه شده است.

اهرم مالی: از فرمول نسبت بدهی کل بر دارایی کل حاصل می‌شود.

بازده دارایی: از فرمول نسبت سود پس از مالیات بر کل دارایی محاسبه می‌شود.

سودآوری: از نسبت سود خالص بر حقوق صاحبان سهام بدست می‌آید.

سطح نگهداشت وجه نقد: از طریق نسبت وجه نقد عملیاتی بر جمع کل دارایی‌ها حاصل می‌شود (هی و همکاران، ۲۰۱۹).

الگوی رگرسیونی که برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده مطابق با پژوهش هی و همکاران (۲۰۱۹) به صورت زیر است:

فرضیه اول:

$$Intern_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OC_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Roa_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Roe_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

فرضیه دوم:

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Intern_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Roa_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Roe_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

فرضیه سوم:

$$INV(overINV/underINV)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OC_{i,t} + Intern \sum \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Roa_{i,t} + \beta_4 Roe_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

جدول ۱. متغیرهای پژوهش

متغیر پنهان	متغیر آشکار	علامت اختصاری	نحوه اندازه گیری
کارایی سرمایه گذاری (INV)	سرمایه گذاری کمتر از حد	UNDER INV	$Investment_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Size_{i,t-1} + \beta_2 Lev_{i,t-1} + \beta_3 Growth_{i,t-1} + \beta_4 Return_{i,t-1} + \beta_5 Age_{i,t-1} + \beta_6 Cash_{i,t-1} + \beta_7 Investment_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$
متغیر وابسته (درونزا)	سرمایه گذاری بیش از حد	OVER INV	
اطمینان بیش از حد مدیریت (OC)	اطمینان بیش از حد مدیران	Optimism	تفاوت بین سود هر سهم پیش بینی شده (EPS) و سود هر سهم واقعی (PEPS)
متغیر مستقل (برونزا)			
تأمین مالی داخلی متغیر میانجی	تأمین مالی داخلی	Intern	نسبت سود انباشته و اندوخته بر کل دارایی ها
	اندازه شرکت	SIZE	لگاریتم جمع کل دارایی شرکت
	اهرم مالی	LEV	نسبت بدهی کل بر دارایی کل
متغیرهای کنترل	بازده دارایی	ROA	نسبت سود بعد از مالیات بر کل دارایی
Control	نگهداشت وجه نقد	CFO	نسبت وجه نقد عملیاتی بر کل دارایی
	سودآوری	ROE	نسبت سود خالص بر حقوق صاحبان سهام

یافته های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	Optimism	INV	OVER INV	UNDER INV	Intern
میانگین	۰/۶۸۳	-۱/۲۱	۰/۰۵۹	-۰/۰۲۴	۱۰/۲۴۵
میانه	۱	-۰/۰۰۴	۰/۰۰۰	-۰/۰۲۴	۴/۶۴۶
حداکثر	۱/۰۰۰	۰/۹۹۸	۱/۵۲۸	۰/۰۰۰	۷۵/۸۳۵
حداقل	۰/۰۰۰	-۱/۱۰۶	۰/۰۰۰	-۱/۵۷۲	-۴۴/۹۸۳
انحراف معیار	۰/۴۶۵	۰/۰۷۴	۰/۱۴۹	۰/۰۷۴	۲۳/۵۱۲
چولگی	-۰/۷۸۷	-۱/۳۱۳	۴/۶۷۳	-۱۲/۹۹۹	۱/۲۲۹
کشیدگی	۱/۶۲۰	۹۰/۴۶۳	۳۱/۷۳۷	۲۳۰/۶۸	۵/۶۸۰
آماره چارک برا	۱۸۴/۵۱	۳۲۲۲	۳۸۴۳۱	۲۲۱۰۰۰	۵۵۶/۵۸
سطح معناداری	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
نام متغیر	CFO	LEV	ROA	SIZE	ROE
میانگین	۰/۱۲۱	۰/۶۵۱	۰/۰۹۳	۶/۰۲۵	۰/۲۶۸
میانه	۰/۱۰۰	۰/۶۳۴	۰/۰۸۲	۵/۹۵۸	۰/۲۴۰
حداکثر	۲/۷۰۴	۴/۰۰۲	۰/۹۴۶	۸/۴۲۳	۳/۹۲۳
حداقل	-۰/۶۹۳	۰/۰۸۹	-۲/۰۵۵	۴/۶۵۹	-۱/۷۹۵
انحراف معیار	۰/۱۹۰	۰/۳۳۶	۰/۱۷۴	۰/۶۱۰	۰/۵۲۱
چولگی	۶/۳۳۸	۴/۴۱۸	-۲/۰۸۸۰	۰/۵۳۲	۲/۵۷۳
کشیدگی	۸۱/۱۶۱	۳۷/۸۶۲	۳۲/۷۰۸	۳/۶۰۴	۲۴/۶۶۰
آماره چارک برا	۲۶۳۸۵۹	۵۴۴۳۳	۳۷۸۷۵	۶۳/۱۱۳	۲۰۸۳۸
سطح معناداری	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و میانه و از شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار و شاخص‌های توزیع همچون چولگی و کشیدگی انجام پذیرفته است. در این پژوهش بیشترین کشیدگی را کارایی سرمایه‌گذاری (۹۰/۴۶۳) و کم‌ترین کشیدگی را بیش اعتمادی مدیران (۱/۶۲۰) دارد. کشیدگی مثبت یعنی قله توزیع مورد نظر از توزیع نرمال بالاتر از ۶ و کشیدگی منفی نشانه پایین‌تر بودن قله از عدد ۳ است. همچنین یکی از مهم‌ترین استفاده‌ای که می‌توان از جدول آمار توصیفی داشت، قضاوت در مورد نرمال یا غیر نرمال بودن داده‌ها است. تست چارک‌برآزمونی است که برای این بررسی بیشتر عمومیت دارد. این آماره نشان می‌دهد که متغیرهای پژوهش دارای توزیع نرمال نمی‌باشند؛ زیرا با توجه به سطح معناداری مربوطه فرض صفر آزمون مبنی بر نرمال بودن داده‌ها رد می‌شود. بین متغیرهای پژوهش متغیر کارایی سرمایه‌گذاری کم‌ترین انحراف معیار را داشته و تأمین مالی داخلی با مقدار ۲۳/۵۱۲ بیشترین انحراف معیار را داشته است.

بررسی همبستگی میان متغیرهای تحقیق

جدول ۳. ضریب همبستگی میان متغیرهای پژوهش

متغیرها	بیش اعتمادی مدیران	تأمین مالی داخلی	نگهداشت وجه نقد	اهرم مالی	بازده دارایی	اندازه شرکت	سودآوری
بیش اعتمادی مدیران	۱						
تأمین مالی داخلی	۰/۰۰۴	۱					
نگهداشت وجه نقد	۰/۰۲۰	۰/۱۳۴	۱				
اهرم مالی	-۰/۰۳۷	۰/۰۵۱	۰/۰۳۵	۱			
بازده دارایی	۰/۰۳۰	۰/۱۰۹	۰/۶۴۴	-۰/۳۳۴	۱		
اندازه شرکت	۰/۰۴۲	-۰/۲۲۷	-۰/۰۶۹	-۰/۰۳۹	-۰/۰۰۳	۱	
سودآوری	۰/۰۵۰	۰/۰۰۴	-۰/۰۰۴۴	-۰/۰۰۰۱	۰/۰۳۰	-۰/۰۰۹	۱

ضریب همبستگی یک رابطه متقارن است، هرچه ضریب همبستگی به یک نزدیک‌تر باشد میزان وابستگی دو متغیر بیشتر است و همبستگی بین متغیرهای مستقل در یک الگو باعث مخدوش شدن نتایج رگرسیون می‌شود. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، ضریب همبستگی بین متغیرهای مستقل در جدول ۳ حاکی از آن است که متغیرها همبستگی زیادی با هم ندارند.

نتایج آزمون فرضیه‌ها

نتایج آزمون فرضیه اول

نتایج آزمون فرضیه اول در جدول ۴ آورده شده است. با توجه به نتایج به دست آمده از برآورد الگوی تحقیق برای ارتباط بین اطمینان بیش از حد مدیریت و تأمین مالی داخلی، با توجه به آماره $F(10/129)$ و سطح معناداری آزمون برای آنکه برابر با (۰/۰۰۰) و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، در نتیجه در سطح اطمینان ۰/۹۵ می‌توان بیان کرد در کل الگوی تحقیق به خوبی برازش شده و از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین آماره دوربین واتسون مقدار (۱/۵۸۹) نشان می‌دهد که همبستگی سریالی میان جملات باقی‌مانده‌های الگوی تحقیق وجود ندارد.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه اول

نتیجه	سطح معناداری	مقدار آماره	ضرایب	متغیرها
ارتباط معناداری دارد	۰/۰۳۸	۲/۰۷۰	۰/۰۹۵	بیش اعتمادی مدیران
ارتباط معناداری دارد	۰/۰۰۰۲	۳/۷۰۵	۱/۰۹۲	اهرم مالی
ارتباط معناداری دارد	۰/۰۰۰	۵/۷۵۶	۰/۷۵۳	بازده دارایی
ارتباط معناداری دارد	۰/۰۰۰	-۶/۳۳۵	-۱/۲۵۸	اندازه شرکت
ارتباط معناداری دارد	۰/۰۳۱	۲/۱۵۷	۰/۰۰۲	سودآوری
	۰/۵۴			ضریب تعیین تعدیل شده
	۱/۵۸۹			آماره دوربین واتسون
	۱۰/۱۲۹			آماره F
	۰/۰۰۰۰			سطح معناداری آماره F

در فرضیه یک به بررسی ارتباط بین اطمینان بیش از حد مدیریت و تأمین مالی داخلی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخته شده است. با توجه به نتایج حاصل شده از تخمین الگوی شماره ۱ و ضریب بیش اعتمادی مدیریت (۰/۰۹۵) و سطح معناداری آن (۰/۰۳۸) بوده است، بنابراین، رابطه بین بیش اعتمادی و تأمین مالی داخلی رابطه مثبت و معناداری وجود داشته است. همچنین متغیرهای کنترلی اهرم مالی با سطح معناداری ۰/۰۰۰۲، بازده دارایی با سطح معناداری ۰/۰۰۰ و سودآوری با سطح معناداری ۰/۰۳ رابطه مثبت و معناداری با تأمین مالی داخلی داشته‌اند و اندازه شرکت با سطح معناداری ۰/۰۰۰ رابطه منفی و معناداری با تأمین مالی داخلی داشته است.

نتایج آزمون فرضیه فرعی ۱-۲

فرضیه فرعی ۱-۲ بیان می‌نمود که بین تأمین مالی داخلی با اندازه سرمایه گذاری ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. نتایج فرضیه فرعی ۱-۲ در جدول ۵ ارائه شده است. همانطور که در جدول مشاهده می‌شود معنادار بودن کل الگو با توجه به این که سطح معناداری آماره F از ۰/۰۵ کوچک تر است (۰/۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنادار بودن کل الگو تأیید می‌شود. ضریب تعیین الگو نیز گویای آن است که ۰/۶۰۲ درصد از تغییرات گسترش سرمایه گذاری توسط متغیرهای وارد شده در الگو تبیین می‌گردد.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه ۱-۲

نتیجه	سطح معناداری	مقدار آماره	ضرایب	متغیرها
ارتباط معناداری دارد.	۰/۰۰۸	۲/۶۵۲	۰/۰۰۳	تأمین مالی داخلی
ارتباط معناداری دارد.	۰/۰۰۰	-۵/۴۰۷	-۰/۰۳۹	نگهداشت وجه نقد
ارتباط معناداری دارد.	۰/۰۰۰	-۴/۴۸۶	-۰/۰۴۰	اهرم مالی
ارتباط معناداری دارد.	۰/۰۰۰	-۴/۴۶۳	-۰/۰۴۰	بازده دارایی
ارتباط معناداری ندارد.	۰/۱۲۰	-۱/۵۵۵	-۰/۰۰۹	اندازه شرکت
ارتباط معناداری ندارد.	۰/۳۲۴	-۰/۹۸۵	-۰/۰۰۰۲	سودآوری
ارتباط معناداری دارد.	۰/۰۰۰	۶/۰۰۶	۰/۱۸۳	AR(1)
	۰/۶۰۲			ضریب تعیین تعدیل شده
	۲/۱۳۳			آماره دوربین واتسون
	۱۳/۸۲۸			آماره F
	۰/۰۰۰۰			سطح معناداری آماره F

در بررسی معناداری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در جدول ۵، از آنجایی سطح معناداری برای ضریب متغیر تأمین مالی داخلی کوچک‌تر از ۰/۰۵ است (۰/۰۰۸)، در نتیجه وجود رابطه مثبت و معناداری میان تأمین مالی داخلی و گسترش سرمایه‌گذاری در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود. همچنین متغیرهای کنترلی نگهداشت وجه نقد نیز با سطح معناداری ۰/۰۰۰۱، اهرم مالی با سطح معناداری ۰/۰۰۰۱، بازده دارایی با سطح معناداری ۰/۰۰۰۱ ارتباط معناداری با گسترش سرمایه‌گذاری داشته‌اند و متغیر کنترلی اندازه شرکت و سودآوری ارتباط معناداری نداشته‌اند. با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه فرعی ۲-۱ پژوهش می‌توان نتیجه گرفت، بین تأمین مالی داخلی با گسترش سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

نتایج آزمون فرضیه فرعی ۲-۲

نتایج آزمون فرضیه فرعی ۲-۲ در جدول ۶ آورده شده است. همانطور که در جدول ۶ مشاهده می‌شود آماره F از ۰/۰۵ کوچک‌تر است (۰/۰۰۰) در نتیجه با اطمینان ۹۵٪ معنادار بودن کل الگو تأیید می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۲۱ درصد از تغییرات کارایی سرمایه‌گذاری توسط متغیرهای وارد شده در الگو تبیین می‌گردد.

جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه فرعی ۲-۲

متغیرها	ضرایب	مقدار آماره	سطح معناداری	نتیجه
تأمین مالی داخلی	۰/۰۰۶	۵/۳۹۶	۰/۰۰۰	ارتباط معناداری دارد.
نگهداشت وجه نقد	۰/۰۰۶۲	۰/۸۲۰	۰/۴۱۲	ارتباط معناداری ندارد.
اهرم مالی	-۰/۰۱۴	-۲/۷۲۰	۰/۰۰۶	ارتباط معناداری دارد.
بازده دارایی	-۰/۰۲۰	-۲/۳۱۶	۰/۰۲۰	ارتباط معناداری دارد.
اندازه شرکت	-۰/۰۴۴	-۱۴/۴۷۵	۰/۰۰۰	ارتباط معناداری دارد.
سودآوری	-۰/۰۰۰۲	-۰/۳۳۵	۰/۷۳۷	ارتباط معناداری ندارد.
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۱		
آماره دوربین واتسون		۱/۵۱۱		
آماره F		۴۶/۶۰۱		
سطح معناداری آماره F		۰/۰۰۰		

همانطور که در جدول ۶ ملاحظه می‌شود متغیر تأمین مالی داخلی با ضریب ۰/۰۰۶ و سطح معناداری (۰/۰۰۸) رابطه مثبت و معناداری با سرمایه‌گذاری بیش از حد مدیریت دارد، در نتیجه وجود رابطه مثبت و معناداری میان تأمین مالی داخلی و سرمایه‌گذاری بیش از حد مدیریت در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود. همچنین متغیرهای کنترلی اهرم مالی با سطح معناداری ۰/۰۰۶، بازده دارایی با سطح معناداری ۰/۰۲، اندازه شرکت با سطح معناداری ۰/۰۰۰۱ ارتباط معناداری با سرمایه‌گذاری بیش از حد داشته‌اند و متغیر کنترلی نگهداشت وجه نقد و سودآوری ارتباط معناداری با سرمایه‌گذاری بیش از حد نداشته‌اند. با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه فرعی ۲-۲ پژوهش می‌توان نتیجه گرفت بین تأمین مالی داخلی با سرمایه‌گذاری بیش از حد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

نتایج آزمون فرضیه فرعی ۲-۳

فرضیه فرعی ۲-۳ بیان می نمود که بین تأمین مالی داخلی با سرمایه گذاری کمتر از حد ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. نتایج آزمون فرضیه فرعی ۲-۳ در جدول ۷ آورده شده است. همانطور که در جدول ملاحظه می شود آماره F از ۰/۰۵ کوچکتر است در نتیجه با اطمینان ۹۵٪ معنادار بودن کل الگو تأیید می شود. ضریب تعیین الگو نیز گویای آن است که ۰/۵۲ درصد از تغییرات سرمایه گذاری کمتر از حد توسط متغیرهای وارد شده در الگو تبیین می گردد.

جدول ۷. نتایج آزمون فرضیه فرعی ۲-۳

متغیرها	ضرایب	مقدار آماره	سطح معناداری	نتیجه
تأمین مالی داخلی	-۰/۰۰۳	-۳/۹۶۷	۰/۰۰۰۱	ارتباط معناداری دارد.
نگهداشت وجه نقد	-۰/۰۴۲	-۱۲/۵۱۸	۰/۰۰۰	ارتباط معناداری دارد.
اهرم مالی	-۰/۰۴۸	-۱۱/۰۸۷	۰/۰۰۰	ارتباط معناداری دارد.
بازده دارایی	-۰/۰۲۲	-۴/۷۴۴	۰/۰۰۰	ارتباط معناداری دارد.
اندازه شرکت	-۰/۰۰۲	-۱/۶۹۷	۰/۰۸۹	ارتباط معناداری ندارد.
سودآوری	-۰/۰۰۰۱	-۰/۸۰۷	۰/۴۱۹	ارتباط معناداری ندارد.
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۵۲	
آماره دورین واتسون			۲/۰۵۶	
آماره F			۱۱/۷۰۱	
سطح معناداری آماره F			۰/۰۰۰	

همانطور که در جدول ۷ ملاحظه می شود متغیر تأمین مالی داخلی با ضریب -۰/۰۰۳ و سطح معناداری (۰/۰۰۰۱) رابطه منفی و معناداری با سرمایه گذاری کمتر از حد دارد، در نتیجه وجود رابطه منفی و معناداری میان تأمین مالی داخلی و سرمایه گذاری کمتر از حد در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می شود. همچنین متغیرهای کنترلی نگهداشت وجه نقد با سطح معناداری ۰/۰۰۰، اهرم مالی با سطح معناداری ۰/۰۰۰، بازده دارایی با سطح معناداری ۰/۰۰۰، ارتباط معناداری با سرمایه گذاری کمتر از حد داشته اند، اما متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و سودآوری ارتباط معناداری با سرمایه گذاری کمتر از حد نداشته اند. با توجه به تجزیه و تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه فرعی ۲-۳ پژوهش می توان نتیجه گرفت که بین تأمین مالی داخلی با سرمایه گذاری کمتر از حد ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.

نتایج آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم تحقیق بیان می نمود که تأمین مالی داخلی بر ارتباط بین اطمینان بیش از حد مدیریت و گسترش سرمایه گذاری تأثیر میانجی دارد. نتایج آزمون فرضیه سوم در جدول ۸ آورده شده است. این فرضیه به دنبال بررسی تأثیر تأمین مالی داخلی بر رابطه بین اطمینان بیش از حد و گسترش سرمایه گذاری با استفاده از آزمون سوبل بوده است، نتایج آزمون سوبل برای بررسی تأثیر میانجی تأمین مالی داخلی بیانگر این است که تأمین مالی داخلی با مقدار آماره ۱/۶۳۲ و سطح معناداری ۰/۱۰۲ تأثیر میانجی بر رابطه بیش اعتمادی و گسترش سرمایه گذاری ندارد.

جدول ۸. نتایج آزمون فرضیه سوم

آماره اطمینان بیش از حد و تأمین مالی داخلی	آماره تأمین مالی داخلی و گسترش سرمایه گذاری	آماره سوبل	سطح معناداری	نتیجه
۲/۰۷۰	۲/۶۵۲	۱/۶۳۲	۰/۱۰۲	تأثیر معناداری ندارد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

پژوهش حاضر به دنبال بررسی تأثیر نقش میانجی تأمین مالی داخلی بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری بوده است. در این راستا متغیر بیش اطمینانی مدیریت نقش متغیر مستقل و کارایی سرمایه‌گذاری متغیر وابسته بوده است. آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد بیش اطمینانی مدیریت رابطه مثبت و معناداری با تأمین مالی داخلی دارد، بنابراین، با افزایش بیش اطمینانی مدیریت، تمایل مدیران به استفاده از منابع داخلی افزایش یافته است. از سوی دیگر، تأمین مالی داخلی رابطه مثبت و معناداری با گسترش سرمایه‌گذاری داشته است طوری که رابطه مثبت و معناداری با سرمایه‌گذاری بیش از حد و رابطه منفی و معناداری با سرمایه‌گذاری کمتر از حد داشته است. بدین معنی که با افزایش تأمین مالی داخلی توسط مدیران، تمایل مدیران به سمت بیش سرمایه‌گذاری افزایش پیدا می‌کند و برعکس. در واقع با افزایش تأمین مالی داخلی، تصمیم‌های صورت گرفته توسط مدیران برای سرمایه‌گذاری مناسب نبوده و باعث سرمایه‌گذاری در طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی می‌شود. در واقع یکی از مهم‌ترین تصمیم‌های بیش روی مدیران واحد تجاری تصمیم‌های مربوط به تأمین مالی است بر اساس نتایج این پژوهش بیش اعتمادی مدیران تأثیری مثبت در انتخاب تأمین مالی داخلی شرکت‌ها داشته است و تصمیم‌های تأمین مالی با توجه به تمایلات مدیران بیش اعتماد اتخاذ شده‌اند.

یکی از مهم‌ترین عواملی که ممکن است در بروز چنین نتیجه‌ای تأثیر داشته باشد نداشتن فرصت‌های مناسب تأمین مالی خارجی، نوسانات نرخ تورم و به طبع شرایط بی ثبات نرخ بهره برای تأمین مالی خارجی، که باعث ایجاد مشکل برای استقراض منابع مورد نیاز از بیرون و اتکای هرچه بیشتر به تأمین مالی داخلی می‌شود. با توجه به نتایج تأمین مالی داخلی تأثیر میانجی بر رابطه اطمینان بیش از حد مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری نداشته است و مدیران بیش اعتماد، بدون در نظر گرفتن تأمین مالی داخلی تصمیم‌های مربوط به سرمایه‌گذاری را اتخاذ می‌کنند که در نهایت منجر به سرمایه‌گذاری‌های نامناسب خواهد شد. نتایج پژوهش موافق با هوانگ و همکاران (۲۰۱۶)؛ کوپر و همکاران (۱۹۸۸)؛ مارچ و همکاران (۱۹۸۷)، هیتون (۲۰۰۲)؛ گاول و تاکور (۲۰۰۸)؛ وانگ و همکاران (۲۰۰۸)؛ لی و همکاران (۲۰۱۴)؛ گریسم و هاوی (۲۰۰۱)؛ هی و همکاران (۲۰۱۹)؛ دیشماک و همکاران (۲۰۱۳)؛ بن دیوید (۲۰۰۷)؛ رینیوگ و همکاران (۲۰۰۷)؛ گماریز و بالستا (۲۰۱۴) و حسنی القار و رحیمیان (۱۳۹۷) و مخالف با نتایج عرب صالحی و همکاران (۱۳۹۳) است. در این پژوهش برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری از روش هی و همکاران (۲۰۱۹) استفاده شده، بنابراین، ممکن است استفاده از سایر روش‌ها نتایج متفاوتی را داشته باشد. لذا، به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی از سایر روش‌های اندازه‌گیری کارایی استفاده کنند و همچنین می‌توانند در پژوهشی مشابه تأثیر کیفیت گزارشگری مالی را به عنوان تعدیل‌گر بر رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار دهند.

یادداشت‌ها

- | | | |
|---------------|--------------------------|-----------|
| 1. Richardson | 2. Malmendier | 3. Roll |
| 4. Heaton | 5. Bates | 6. Xin |
| 7. Shefrin | 8. Barros | 9. Yu |
| 10. Li | 11. Pecking Order Theory | 12. Myers |

13. Huang	14. He	15. Fazzari
16. Skala	17. Cooper	18. March
19. Goel and Thakor	20. Wang	21. Li
22. Graham and Harvey	23. Deshmukh	24. Ben- David
25. Gomariz and Ballesta		

منابع

- ثقفی، علی؛ معتمدی فاضل، مجید. (۱۳۹۰). رابطه میان کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه گذاری در شرکت های با امکانات سرمایه گذاری بالا. پژوهش های حسابداری مالی، (۴)، ۳-۱۴-۱.
- چاوشی، کاظم؛ رستگار، محمد؛ میرزائی، محسن. (۱۳۹۴). بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست های تأمین مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، (۲۵)، ۸-۴۱-۲۹.
- حسینی القار، مسعود؛ رحیمیان، نظام الدین. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت در ساختار سررسید بدهی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تأمین مالی، (۱)، ۶-۱۰۶-۸۹.
- خرمی، داریوش؛ غلامی جمکرانی، رضا. (۱۳۹۵). سازوکارهای نظام راهبری شرکتی و خوش بینی مدیریتی. دانش حسابداری، (۲۷)، ۷-۱۸۲-۱۵۹.
- عرب صالحی، مهدی؛ امیری، هادی؛ کاظمی نوری، سپیده. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه گذاری- جریان های نقدی. پژوهش های حسابداری مالی، (۲)، ۶-۱۲۸-۱۱۵.
- مهربان پور، محمدرضا؛ محمدی، منصور؛ رجب بیگی، محمد علی. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و کنترل های داخلی حاکم بر گزارشگری مالی. دانش حسابداری، (۴)، ۸-۱۳۹-۱۱۹.

References

- Arabsalehi, M., Amiri, H., Kazemi Noori, A. (2014). The effect of top executives' overconfidence on the investment-cash flow sensitivity. *Journal of Financial Accounting Research*, 6(2), 115-128 [In Persian].
- Baker, M., Ruback, R., Wurgler, J. (2007). Behavioral corporate finance. *Handbook of corporate finance: Empirical Corporate Finance*, 1, 89-145.
- Barros, L.A.B., Silveira, A.D.M. (2007). Overconfidence, managerial optimism and the determinants of capital structure. *www.ssrn.com*.
- Bates, T.W. (2005). Asset sales, investment opportunities, and the use of proceeds. *Journal of Finance*, 60(1), 105-135.
- Ben-David, I., Graham, J.R., Harvey, C.R. (2007). Managerial overconfidence and corporate policies. *Nber Working Papers* doi: 10.3386/w13711.
- Chavoshi, K., Rastegar, M., Mirzaee, M. (2015). Examination of the relation between managerial overconfidence and financing policies in Tehran Stock Exchange. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 8(25), 29-41 [In Persian].
- Cooper, A.C. Woo, C., Dunkelberg, W. (1988). Entrepreneurs perceived chances for success. *Journal of Business Venturing*, 3, 97-108.
- Deshmukh, S., Goel, A., Howe, K.M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440-463.
- Fazzari, S.M., Hubbard, R.G., Petersen, B.C. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 141-195.
- Goel, A.M., Thakor, A.V. (2008). Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. *Journal of Finance*, 63(6), 2737-2784.
- Gomariz, M.F.C., Ballesta, J.P.S. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 40(C), 494-506.
- Graham, J.R., Harvey, C.R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Nankai Business Review*, 60(2-3), 187-243.
- Hackbarth, D. (2008). Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(04), 843-881.

- Hasani Alghar, M., Rahimian, N. (2018). The effect of managerial overconfidence on debt maturity structure in listed companies in Tehran Stock Exchange. *Asset Management and Financing*, 6(1), 89-106 [In Persian].
- He, D., Teruya, J., Shimizu, T. (2010). Sticky selling, general and administrative cost behavior and its changes in Japan. *www.ssrn.com*.
- He, Y., Chen, C., Hu, Y. (2019). Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 47(C), 501-510.
- Heaton, J.B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 31(2), 33-45.
- Huang, R., Tan, K., Faff, R.W. (2016). CEO overconfidence and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance*, 36, 93-110.
- Huang, W., Jiang F., Liu, Z., Zhang, M. (2011). Agency cost, top executives' overconfidence, and investment-cash flow sensitivity- Evidence from listed companies in China. *Pacific- Basin Finance Journal*, 19(3), 261-277.
- Ishikawa, M., Takahashi, H. (2010). Overconfident managers and external financing choice. *Review of Behavioral Finance*, 2, 37-58.
- Kabiri, R. (2019). The effect of managers' overconfidence and internal financing on investment efficiency. *New Research Approaches In Management and Accounting*, 15(3), 86-95 [In Persian].
- Khorrami, D., Gholami Jamkarani, R. (2016). Corporate governance mechanisms and managerial optimism. *Journal of Accounting Knowledge*, 7(27), 159-182 [In Persian].
- Korner, P. (2007). The determinants of corporate debt maturity structure: evidence from czech firms (In English). *Czech Journal of Economics and Finance (Finance a uver)*, Charles University Prague, Faculty of Social Sciences, 57(3-4), 142-158.
- Li, W.L., Xie, G.L., Hao, J.Y. (2014). The empirical study on the influence of managerial overconfidence on overinvest behavior. *Journal of Shanxi Finance and Economics University*, (10), 76-86.
- Li, Z.L., Zhao, H.P., Song, Y.F. (2009). Empirical research on managerial overconfidence and corporate financing behavior of pecking-order, IEEE 16th *International Conference on Industrial Engineering and Engineering Management*, 1496-1500.
- Malmendier, U., Tate, G., Yan, J. (2011). Overconfidence and early-life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies. *Journal of Finance*, 66(5), 1687-1733.
- March, J.G., Shapira, Z. (1987). Managerial perspectives on risk and risk taking. *Management Science*, 33(11), 1404-1418.
- Marimuthu, M. (2009). Corporate restructuring, firm characteristics and implications on capital structure. *Journal of Business and Management*, 4(1), 123-131.
- Mehrabanpour, M.R., Mohamadi, M., Rajabbeigi, M.A. (2017). Relationship between managerial overconfidence and internal controls over financial reporting. *Journal of Accounting Knowledge*, 8(4), 119-139 [In Persian].
- Myers, S.C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Myers, S.C., Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Paramasivan, C., subramanian.T. (2008). *Financial management new age*. International publisher.
- Renneboog, L., Simons, T., Wright, M. (2007). Why do public firms go private in the UK? The impact of private equity investors, incentive realignment and undervaluation. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 591-628.
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Study*, 11, 159-189.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59(2), 197-216.
- Shefrin, H. (2001). Behavioral corporate finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 113-124.
- Yu, M.G., Xia, X.P., and Zou, Z.S. (2006). The relationship between managers' overconfidence and enterprises' radical behavior in incurring debts. *Management World*, 8, 104-112.