

## بررسی رابطه بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری

سمانه بهرامی<sup>۱\*</sup>

امید فرهادتوسکی<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۷/۲۵ تاریخ چاپ: ۱۴۰۰/۰۸/۱۵

### چکیده

هدف این پژوهش، بررسی رابطه بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری شرکت است. جامعه آماری این تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و نمونه پژوهش نیز با لحاظ برخی ویژگی ها شامل ۱۰۴ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۷ است. روش پژوهش حاضر توصیفی - همبستگی است و فرضیه های پژوهش با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته آزمون شده اند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش حاکی از آن است که بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و تأمین مالی داخلی و بین تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و همچنین تعامل بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و تأمین مالی داخلی بر کارایی سرمایه گذاری اثر دارد. یافته ها نشان می دهد که افزایش تأمین مالی داخلی، سرمایه گذاری تجاری را گسترش می دهد و در نتیجه کارایی سرمایه گذاری را بهبود می بخشد. تأمین مالی داخلی نقش میانجی بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی و کارایی سرمایه گذاری را دارد. مدیران با اعتماد بیش از حد تمایل بیشتری به افزایش تأمین مالی داخلی دارند.

### واژگان کلیدی

اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، تأمین مالی داخلی، کارایی سرمایه گذاری

۱. کارشناسی ارشد گروه حسابداری، واحد خرم آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، خرم آباد، ایران.

([Samaneh.bahrami.1372@gmail.com](mailto:Samaneh.bahrami.1372@gmail.com))

۲. استادیار گروه حسابداری، واحد خرم آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، خرم آباد، ایران. ([Farhadi\\_omid58@yahoo.com](mailto:Farhadi_omid58@yahoo.com))

## ۱- مقدمه

توسعه پایدار شرکت‌ها در رقابت بازار و ایجاد ارزش جدید برای سهامداران توسط سرمایه‌گذاری تضمین می‌شود. خط‌مشی‌های سرمایه‌گذاری شرکت توسط طیف وسیعی از عوامل از جمله سیاست‌های پولی کلان، بازارهای سرمایه و عملیات شرکت تعیین می‌شوند (ریچاردسون، ۲۰۰۶). عوامل مدیریتی از جمله غیر منطقی بودن مدیران به ویژه در بازارهای مالی ناکارآمد و در شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی ضعیف حائز اهمیت است (مالمندیر، تاتی و یان، ۲۰۱۱).

رول (۱۹۸۶) نشان داد که اعتماد به نفس بیش از حد یک رفتار غیر منطقی معمول است و مدیران شرکت هنگام تصمیم‌گیری تجاری تمایل دارند که آن را بروز دهند. مطالعات قبلی نشان داده‌اند که مدیرانی با اعتماد به نفس بیش از حد تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌گیرند که منجر به مشکلات سرمایه‌گذاری می‌شوند (باتس، ۲۰۰۵). با این حال، این مطالعات بر تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریت بر ساختار سرمایه شرکت، تأمین مالی خارجی (تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام جدید و تأمین مالی بدهی)، سررسید بدهی و سایر مسائل مربوط به تأمین مالی شرکت متمرکز شده است (شفرین، ۲۰۰۱؛ مینگو، ژینینگ و زنسونگ، ۲۰۰۶؛ باروس و داسیلویرا، ۲۰۰۸؛ زان لی، هی پینگ، یان فنگ، ۲۰۰۹).

هیچ‌گاه بیش از حد اطمینان مدیریتی در رابطه با منابع تأمین مالی داخلی مورد مطالعه عمیق قرار نگرفته است. طبق نظریه سلسله مراتب (مایرز، ۱۹۸۴)، شرکت‌ها منابع مالی خود را بر اساس هزینه‌های خود اولویت‌بندی می‌کنند، بنابراین آن‌ها تأمین مالی داخلی نسبت به بدهی ترجیح می‌دهند و افزایش حقوق صاحبان سهام را به عنوان آخرین راه‌حل در نظر می‌گیرند. مدیران با اعتماد بیش از حد که معتقدند شرکت آن‌ها کم ارزش است، تأمین مالی خارجی به ویژه تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام را گران قیمت می‌دانند. در نتیجه، آن‌ها بر اساس سلسله مراتب، تأمین مالی داخلی را نسبت به بدهی و بدهی را نسبت به حقوق صاحبان سهام ترجیح می‌دهند (مالمندیر و همکاران، ۲۰۱۱). طبق دیدگاه مالی رفتاری، مدیران شرکت‌ها تأمین مالی داخلی را بر منابع دیگر ترجیح می‌دهند زیرا کنترل بیشتری بر وجوه داخلی دارند؛ بنابراین، مدیران با اعتماد بیش از حد به احتمال زیاد بر کارایی پروژه‌های سرمایه‌گذاری با تأمین مالی داخلی تأثیر می‌گذارند. اگر مدیران عامل با اعتماد بیش از حد سرمایه داخلی کافی برای سرمایه‌گذاری در اختیار داشته باشند و تحت نظارت بازار سرمایه یا مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی قرار نگیرند، به طور سیستماتیک بازده پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود را بیش از حد ارزیابی می‌کنند. اگر آن‌ها سرمایه داخلی کافی در اختیار نداشته باشند، با این حال، آنها تمایلی به انتشار سهام جدید ندارند، زیرا تصور می‌کنند که سهام شرکت آن‌ها توسط بازار کمتر از ارزش واقعی ارزش‌گذاری شده است. در نتیجه، سرمایه‌گذاری‌هایشان را محدود می‌کنند. اعتماد به نفس بیش از حد مدیران می‌تواند باعث تحریف سرمایه‌گذاری شرکت‌ها (بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری) شود، به ویژه در بازاری مانند ایران که سازوکارهای نظارت داخلی و خارجی به خوبی ایجاد نشده است.

برای دستیابی به هدف پژوهش، تعداد ۱۰۴ گزارش سالانه شرکت‌های فهرست شده ایرانی در بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. کارایی سرمایه‌گذاری، براساس معیار کیو توین اندازه‌گیری شده است. در مورد

تامین داخلی، شرکت‌ها می‌توانند از منابع داخلی سود انباشته برای تامین مالی داخلی استفاده کنند که یکی از کم هزینه‌ترین منابع تامین مالی است؛ و در مورد اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، اگر انحراف بین سود خالص پیش‌بینی شده و سود خالص مثبت باشد مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر می‌پذیرد.

این پژوهش به شرح زیر سازماندهی شده است. بخش دوم مرور ادبیات و سپس تدوین فرضیه‌های پژوهش است. پس از آن، بخش سوم روش شناسی را ارائه می‌دهد. بخش چهارم نتایج تجربی پژوهش را ارائه می‌کند و در نهایت بخش پنجم شامل بحث و نتیجه‌گیری است.

## ۲- پیشینه و فرضیه‌های پژوهش

زمینه‌های تحقیقاتی که با این مقاله در ارتباط هستند عبارتند از: اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و تامین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری.

### ۲-۱- مروری بر ادبیات پژوهش

نظریه مالی که در دهه ۱۹۸۰ ظاهر شد رفتار منطقی مدیران را با چالش روبه‌رو کرد. ادبیات مالی رفتاری جدید زمینه را برای تحقیقات نظری و تجربی در مورد غیر منطقی بودن رفتار مدیران و تأثیر آن بر تامین مالی شرکت‌ها فراهم کرد. به عنوان مثال، رفتارهای غیرمنطقی مانند اعتماد بیش از حد از روانشناسی شناختی به سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و تصمیم‌گیری‌های مالی تسری پیدا کرد. مطالعات نشان داد که مدیران به دلیل ویژگی‌های خاص خود و سوگیری‌های شناختی، تصمیماتی را در رابطه با سرمایه‌گذاری اتخاذ می‌کنند که دارای حداکثر استفاده مطلوب نیست. اعتماد بیش از حد عموماً یک سوگیری شناختی است که نشان‌دهنده احتمال برآورد بیش از حد توانایی فرد در انجام وظایف و دست کم گرفتن شانس از دست دادن شغل است. این تعصب بر تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری شرکت تأثیرگذار است. ادبیات پیشین، با فرض این که مدیران شرکت کاملاً منطقی بوده‌اند، رابطه بین تصمیمات سرمایه‌گذاری و تامین مالی را به دلیل بازار ناقص ناشی از تعارض در نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی تجزیه و تحلیل کرده است. با این حال، در فرایندهای تصمیم‌گیری واقعی، مدیران اغلب ویژگی‌های غیر منطقی مانند خوش بینی بیش از حد و اعتماد بیش از حد را از خود بروز داده‌اند که می‌تواند تأثیر قابل توجهی در تامین مالی شرکت‌ها و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری داشته باشد.

مطالعات قبلی عمدتاً بر سه جنبه تأثیر اعتماد بیش از حد مدیران بر تصمیمات تامین مالی شرکت‌ها تمرکز داشته‌اند. (۱) اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی و ترجیح تامین مالی. خوش‌بینی مدیران بر تصمیمات آن‌ها در مورد تامین مالی خارجی تأثیر می‌گذارد. فرانک و گوپال (۲۰۰۳) دریافتند که ممکن است مدیران بازدهی آتی پروژه‌ها را بیش از حد تخمین زده و تمایل به سرمایه‌گذاری بیش از حد داشته باشند و در نتیجه آن‌ها همیشه نظریه سلسله مراتب را در تامین مالی دنبال نمی‌کنند؛ یعنی در درجه اول از تامین مالی داخلی استفاده می‌شود و هنگامی که آن کافی نبود، از بدهی استفاده می‌شود؛ و وقتی استفاده از بدهی بیشتر منطقی نیست، حقوق صاحبان سهام منتشر می‌شود. هک بارت (۲۰۰۸) دریافت که وقتی مدیران از سرمایه‌گذاری سود بسیار بالایی را انتظار دارند، آن‌ها در مورد تجزیه و تحلیل سودهای آتی از طریق تامین

مالی از محل سهامداران جدید محافظه کار هستند و تمایل بیشتری به تأمین مالی بدهی دارند تا تأمین سرمایه. (۲) اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی و ساختار سرمایه. تینگ، عزیزان و که (۲۰۱۵) ویژگی‌های مدیرعامل مانند اعتماد به نفس بیش از حد، سن، تحصیلات، سابقه کار، جنسیت، تصدی، شبکه و اینکه آیا او بنیانگذار است را مورد آزمون قرار دادند. در نمونه‌ای از ۱۴۰۴ شرکت دولتی که قبل از سال ۲۰۱۲ در مالزی پذیرفته شده بود، دریافتند که اعتماد به نفس بیش از حد مدیران با نسبت بدهی شرکت ارتباط منفی دارد. (۳) اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی و ساختار سررسید بدهی. در این رابطه مطالعات قبلی یافته‌های ترکیبی را نشان می‌دهد. بن دیوید، گراهام و هاروی (۲۰۰۷) دریافتند که شرکت‌هایی با مدیران دارای اعتماد به نفس بیش از حد تمایل به سرمایه‌گذاری بیشتر و استفاده بیشتر از بدهی دارند و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بلندمدت را به کوتاه مدت ترجیح می‌دهند. فنگلی، یانزی، کینگو (۲۰۱۱) همچنین دریافتند که شرکت‌هایی با مدیران اعتماد به نفس بیش از حد، هزینه سرمایه‌گذاری بیشتر و نسبت بدهی بلندمدت بیشتری دارند؛ اما لندیر، اسرر، و تسما (۲۰۰۹) به این نتیجه رسیدند که مدیران دارای اعتماد به نفس بیش از حد قراردادهای بدهی کوتاه‌مدت و مدیران منطقی قراردادهای بلندمدت را ترجیح می‌دهند. مینگویی و همکاران (۲۰۰۶) به بررسی اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی و رفتارهای مسئولیت‌پذیری بنیادین شرکتی را در بین ۱۲۸۱ شرکت پذیرفته شده در بازار سهام شژن چین از ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۴ پرداختند و دریافتند که اعتماد به نفس بیش از حد مدیران با نسبت بدهی به دارایی، به ویژه نسبت بدهی کوتاه‌مدت و با ساختار سررسید بدهی رابطه مثبت معناداری دارد.

مطالعات قبلی در مورد تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نشان داده است که مدیران دارای اعتماد به نفس بیش از حد، تمایل به سرمایه‌گذاری بیش از حد دارند. مارچ و شاپیرا (۱۹۸۷) دریافتند که مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد معمولاً دارای توهم کنترل هستند و دائماً امپراتوری‌های تجاری خود را گسترش می‌دهند و ریسک‌های سرمایه‌گذاری را کمتر از حد برآورد می‌کنند و درآمدها را بیش از حد ارزیابی می‌کنند. هیتون (۲۰۰۵) اشاره کرد که حتی در صورت نبودن تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی، اعتماد به نفس بیش از حد مدیران در رابطه با جریان‌های نقدی مرتبط با سرمایه‌گذاری وجود خواهد داشت. در سطوح متفاوت از جریان نقدی آزاد، اعتماد بیش از حد مدیران می‌تواند به ترتیب منجر به سرمایه‌گذاری ناکافی و سرمایه‌گذاری بیش از حد شود. گول و تاکور (۲۰۰۸) دریافتند که اعتماد به نفس بیش از حد تا اندازه‌ای می‌تواند عدم کارایی سرمایه‌گذاری ایجاد شده قبلی را کاهش دهد. لی، ژی و هاو (۲۰۱۴) به این نتیجه رسیدند که وقتی مدیران بیش از حد اعتماد به نفس دارند، فرصت‌های سرمایه‌گذاری خوب را بیش از حد ارزیابی می‌کنند و بدون در نظر گرفتن احتمال رویدادهای نامطلوب دچار بزرگنمایی منافع می‌شوند. این رفتار غیر منطقی باعث می‌شود مدیران عوامل بازار را نادیده بگیرند که به نوبه خود بر دقت انتظارات آتی آن‌ها تأثیر می‌گذارد و منجر به افزایش سرمایه‌گذاری در پروژه‌های غیر ضروری می‌شود.

پژوهشگران پژوهش‌های قابل توجهی در مورد اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت و تصمیم‌های تأمین مالی انجام داده‌اند، اما تأمین مالی داخلی، به عنوان رویکردی با کمترین هزینه تأمین مالی، به طور عمیق مورد مطالعه قرار نگرفته است. اگر چه

پژوهشگران برخی پژوهش‌های تجربی در مورد اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و کارآیی سرمایه‌گذاری انجام داده‌اند، اما مطالعاتی در مورد رابطه بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و تأمین مالی داخلی و چگونگی تأثیر بیش از حد اعتماد به نفس مدیران بر کارآیی سرمایه‌گذاری تأمین شده از طریق تأمین مالی داخلی هنوز بسیار ضعیف است. پرسش مهم دیگر این است که آیا تأثیرات فوق در حقوق مختلف مالکیت شرکت متفاوت است؟

بنابراین، هنگامی که قدرت تصمیم‌گیری یک شرکت در اختیار یک مدیر با اعتماد به نفس بیش از حد است که توسط سهامداران کنترلی منصوب می‌شود، معمولاً تمایلی به تأمین مالی خارجی ندارد زیرا بازار ارزش سهام شرکت را کم تخمین می‌زند. در چنین شرایطی، کارآیی سرمایه‌گذاری یک شرکت حساسیت بالاتری نسبت به وجوه داخلی نشان می‌دهد.

## ۲-۲- اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی و تأمین مالی داخلی

اقتصاددانان معتقدند که نمایندگان (مدیران) به طور معمول منطقی رفتار می‌کنند. با این حال، بر اساس تعداد زیادی از تجربیات روانشناختی، پژوهشگران دریافته‌اند که افراد در ارزیابی مهارت‌های خود اعتماد به نفس بیش از حد از خود نشان می‌دهند. افراد تمایل دارند در خرد خود مبالغه کنند (آلیکه، ۱۹۸۵) و فکر می‌کنند عاقل تر از حد متوسط هستند. این اثر "بهتر از حد متوسط" به راحتی در تصمیم‌گیری اقتصادی گسترش می‌یابد (کامرر و لوالو، ۱۹۹۹). نقش رهبری مدیران همچنین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران را افزایش می‌دهد: آنها می‌توانند شرکت خود را با استفاده از حق رای خود کنترل کرده و آن‌ها را به تولید نتایج منافع شخصی اختصاص دهند. گوئل و تاکور (۲۰۰۸) مدلی را توسعه دادند که نشان می‌داد مدیران دارای اعتماد به نفس بیش از حد، به احتمال بیشتری نسبت به سایرین به سمت مدیر عامل ارتقاء می‌یابند.

بیشتر پژوهشگران اهمیت سوگیری مربوط به اعتماد به نفس بیش از حد در عملیات واحد تجاری را شناسایی کرده‌اند. گراهام و هاروی (۲۰۰۱) علیرغم نظریه سلسله مراتب مبنی بر اولویت‌بندی منابع تأمین مالی بر اساس هزینه‌هایشان، نشان دادند که اکثر مدیران معتقدند که آن‌ها توانایی کنترل تصمیم‌های تأمین مالی و تأثیر بر عملکرد واحد تجاری را دارند. ثروت شخصی مدیران و سرمایه انسانی واحد تجاری معمولاً با نوسان‌های قیمت سهام شرکت‌ها ارتباط تنگاتنگی دارد. از دیدگاه جنبه‌های شخصی، مدیران تأمین مالی داخلی را ترجیح می‌دهند زیرا کمترین هزینه سرمایه را دارد و کمتر تحت تاثیر نوسانات ناشی از بازارهای استقراض خارجی و بازارهای سهام قرار می‌گیرد.

علاوه بر این، مدیران دارای اعتماد به نفس بیش از حد تمایل دارند توهمات کنترل‌کننده‌ای در مورد فناوری‌های خود و دقت قضاوت خود داشته باشند. هنگام تصمیم‌گیری، مدیران دارای اعتماد به نفس بیش از حد احتمال موفقیت را بیش از حد ارزیابی می‌کنند. آن‌ها همچنین معتقدند که شرکت‌هایشان به سود خوبی دست پیدا خواهد کرد و پتانسیل بالایی خواهند داشت و سرمایه‌گذاران خارجی ارزش واقعی آن‌ها را کمتر از حد ارزیابی می‌کنند. با توجه به عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های معامله، مدیران تمایل دارند که تأمین مالی داخلی را انتخاب نمایند. مطالعات پیشین همچنین نشان داده است که بین مدیران دارای اعتماد به نفس بیش از حد و نسبت سود تقسیمی کم همبستگی وجود دارد (دشموک،

گول و هو، ۲۰۱۳). به طور مشابه، بن دیوید و همکاران (۲۰۰۷) دریافتند که مدیران دارای اعتماد به نفس بیش از حد احتمالاً سود سهام کمتری پرداخت می کنند و این دیدگاه را تأیید می کند که مدیران دارای اعتماد به نفس بیش از حد از طریق کاهش سود سهام، تأمین مالی داخلی را ترجیح می دهند؛ بنابراین، فرضیه زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و تأمین مالی داخلی رابطه معناداری وجود دارد.

## ۲-۳- تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری

نحوه افزایش کارایی سرمایه گذاری از دیرباز مورد توجه عموم مردم در صنعت و دانشگاه بوده است. در این پژوهش، کارایی سرمایه گذاری شرکت ها به دو روش مقیاس سرمایه گذاری و عدم کارایی سرمایه گذاری بررسی شده است. ارزیابی پروژه های سرمایه گذاری معمولاً با ارزش فعلی خالص (NPV) تعیین می شود. اگر شرکتی در پروژه هایی با NPV منفی سرمایه گذاری کند، این امر به عنوان سرمایه گذاری بیش از حد تلقی می شود و اگر پروژه های دارای NPV مثبت را انتخاب نکند، این امر به عنوان سرمایه گذاری کمتر از حد تلقی می شود. هر دو سرمایه گذاری بیش از حد و سرمایه گذاری کمتر از حد به عنوان سرمایه گذاری ناکارآمد طبقه بندی می شوند.

از آنجایی که شومپتر (۱۹۴۲) گزارش داد که شرکت ها برای حفظ قدرت انحصاری ترجیح می دهند سود خود را در فعالیت های نوآورانه سرمایه گذاری کنند، اهمیت تأمین مالی داخلی برای سرمایه گذاری و تصمیم گیری های تأمین مالی شرکت ها به طور گسترده مورد مطالعه قرار گرفته است (هوبارد، ۱۹۹۷؛ هال، ۲۰۰۲). نظریه سلسله مراتب پیشنهاد شده توسط مایرز (۱۹۸۴) نشان داد که تأمین مالی داخلی، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می دهد، از خطرات انتخاب نامطلوب تأمین مالی خارجی جلوگیری می کند و تعارض بین ذینفعان شرکت را کاهش می دهد. هنگامی که منابع مالی داخلی یک شرکت فراوان است، جریان نقد آزاد اضافی ایجاد می شود، بنابراین شرکت ها می توانند از سرمایه اضافی داخلی برای سرمایه گذاری استفاده کنند؛ اما به دلیل خطرات اخلاقی، جریان نقد آزاد اضافی نیز می تواند منجر به سرمایه گذاری بیش از حد شود (مطابق با تئوری سرمایه گذاری مازاد جریان نقد آزاد). هنگامی که مدیران، به عنوان نمایندگان شرکت ها، وجه نقد مازاد در اختیار دارند، ممکن است منافع شخصی خود را دنبال کرده و با استفاده از وجوه دریافتی، مقیاس سرمایه گذاری را گسترش دهند. این به مدیران اجازه می دهد درآمد، موقعیت و قدرت خود را بهبود بخشند و "امپراتوری های تجاری" خود را بسازند. رنبوگ، سیمونس و رایت (۲۰۰۷) پیشنهاد کرد که دو نوع خطا در شرکت ها وجود دارد. اولین خطا، "خطای نوع اول"، یعنی سرمایه گذاری بیش از حد است و زمانی رخ می دهد که جریان نقدینگی کافی وجود داشته باشد. دومین خطا، "خطای نوع دوم"، یعنی سرمایه گذاری کمتر از حد است و زمانی رخ می دهد که جریان نقدینگی کافی نیست. افزایش تأمین مالی داخلی وقوع خطاهای نوع I را افزایش می دهد اما خطاهای نوع II را کاهش می دهد. کاهش تأمین مالی داخلی منجر به کمبود جریان نقد آزاد می شود، بنابراین جریان نقدینگی نمی تواند نیازهای سرمایه گذاری شرکت را برآورده کند. حتی اگر فرصت های سرمایه گذاری یا پروژه هایی با NPV مثبت وجود داشته باشد، شرکت سرمایه گذاری های ناکافی انجام خواهد داد؛ بنابراین، فرضیه زیر تدوین شده است:

فرضیه دوم: بین تامین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

## ۲-۴- اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی، تامین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری

اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی نه تنها بر تصمیمات تامین مالی بلکه بر کارایی سرمایه گذاری نیز تأثیر می گذارد (مالمندر و تیت، ۲۰۰۵، ۲۰۰۸). هنگامی که مدیران بیش از حد اعتماد به نفس دارند، نگرش های خوش بینانه ای نسبت به چشم اندازهای شرکت دارند و افزایش سرمایه گذاری ها را یک خبر خوب می دانند؛ بنابراین آن ها سطح سرمایه گذاری را با افزایش تامین مالی داخلی به منظور بهبود عملکرد شرکت و به دست آوردن مزایای شخصی بهبود می بخشند. آن ها ممکن است به اشتباه تصور کنند که پروژه هایی با NPV منفی دارای NPV مثبت هستند. علاوه بر این، مدیران جوان که می خواهند به سرعت شهرت خود را برای جذب سرمایه گذاران تثبیت کنند، بیشتر از مدیران قدیمی تر با انتخاب شرکت های سرمایه گذاری غیر کارآمد، عملکرد کوتاه مدت را بهبود می بخشند (بیکر و ورگلر، ۲۰۰۰). مدیران دارای اعتماد به نفس بیش از حد نیز معتقدند که سهام شرکت های آن ها در بازار کم ارزش گذاری شده است و تمایل دارند که احتمال موفقیت را بیش از حد ارزیابی کنند، بنابراین آن ها با سهولت بیشتری از جریان نقدی ناشی از تامین مالی داخلی در آینده جهت سرمایه گذاری بیش از حد استفاده می کنند و سرمایه گذاری کمتر از حد ناشی از کمبود جریان نقد را کاهش می دهند. به طور خلاصه، تامین مالی داخلی نقش انتقال دهنده بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی و کارایی سرمایه گذاری را ایفا می کند؛ بنابراین، فریه زیر تدوین شده است:

فرضیه سوم: مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد تمایل به گسترش مقیاس سرمایه گذاری از طریق تامین مالی داخلی دارند.

## ۳- روش شناسی پژوهش

### ۳-۱- جامعه و نمونه آماری

نمونه آماری پژوهش حاضر با استفاده از روش حذف سیستماتیک و برای دوره ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۷ به دست آمده است. بدین منظور شرکت های نمونه آماری بر اساس شرایط زیر انتخاب شده اند. (۱) جزو شرکت های مالی (سرمایه گذاری، هلدینگ، واسطه گری مالی، بیمه و بانک) نباشند. (۲) داده های حسابداری و بازار آن ها در دسترس باشد. (۳) طی دوره پژوهش جزو شرکت های فعال بورس باشند و معاملات سهام شرکت به طور مداوم در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته باشد و توقف معاملاتی بیش از شش ماه نداشته باشد. (۴) سال مالی شرکت منتهی به تاریخ پایان اسفند ماه هر سال باشد و شرکت طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداده باشد. با توجه به شرایط و محدودیت های فوق، از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در مجموع ۱۰۴ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شده است. داده های حسابداری مورد نیاز به صورت دستی از گزارش سالانه شرکت ها جمع آوری شده است.

### ۳-۲- اندازه گیری متغیرهای پژوهش

**اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی:** اعتقاد بر این است که سود پیش بینی شده شرکت بهترین معیار برای نشان دادن اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت است. مدیران توانایی های خود و عملکردهای آینده شرکت های خود را بیش از حد

ارزیابی می کنند. اگر سود واقعی یک شرکت کمتر از سود مورد انتظار مدیران باشد، مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد در نظر گرفته شده و با متغیر ساختگی یک و در غیر این صورت مقدار صفر منظور می شود.

**کارایی سرمایه گذاری:** به طور کلی دو مدل برای اندازه گیری کارایی سرمایه گذاری استفاده می شود. مدل اول توسط وگت (۱۹۹۴) با استفاده از اصطلاح تعاملی جریان های نقدی و فرصت های سرمایه گذاری (Tobin's Q) پیشنهاد شد. این نسبت از حاصل تقسیم ارزش بازار دارایی ها (ارزش دفتری بدهی بعلاوه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام) به ارزش دفتری دارایی های شرکت به دست می آید. هر قدر این نسبت بیشتر باشد به معنای بالاتر بودن ارزش دارایی های شرکت در بازار سهام است؛ به عبارت دیگر این نسبت بیانگر چگونگی استفاده از دارایی شرکت و عملکرد آن است. هر قدر عملکرد شرکت نزد سهامداران بهتر باشد تقاضا برای سهام آن افزایش می یابد که موجب افزایش قیمت سهام شرکت و ارزش آن خواهد شد. بالعکس شرکتی که عملکرد آن از نظر سهامداران بد باشد ارزش آن و در نتیجه کیوتوبین کاهش می یابد. مدل دوم توسط ریچاردسون (۲۰۰۶) پیشنهاد شد که کل سرمایه گذاری شرکت (کل مخارج سرمایه گذاری که توسط مجموع دارایی های ثابت، دارایی در جریان ساخت، دارایی های نامشهود، سرمایه گذاری های بلندمدت اندازه گیری شده است) را به سرمایه گذاری مورد انتظار و سرمایه گذاری غیرمنتظره تقسیم کرد. عوامل تعیین کننده سرمایه گذاری شامل اندازه گیری فرصت های رشد، اهرم، سن شرکت، اندازه شرکت، مانده نقدی، اثرات مثبت صنعت و اثرات مثبت سال است. سرمایه گذاری غیرمنتظره با باقیمانده سرمایه گذاری کل و سرمایه گذاری مورد انتظار اندازه گیری می شود. طبق مدل ریچاردسون، سرمایه گذاری مورد انتظار به صورت زیر اندازه گیری می شود:

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 Cash_{it-1} + \beta_3 Age_{it-1} + \beta_4 Size_{it-1} + \beta_5 Lev_{it-1} + \beta_6 Return_{it-1} + \beta_7 INV_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

که در آن  $INV_{it}$  بیانگر کل مخارج سرمایه گذاری در سال جاری  $t$  است که به صورت مجموع دارایی های ثابت، دارایی در جریان ساخت، دارایی های نامشهود و سرمایه گذاری های بلندمدت که همگی بر اساس جمع دارایی ها هم مقیاس شده اند محاسبه می شود.  $Q_{i-1}$  فرصت های رشد در سال قبل است که با Tobin's Q نشان داده می شود.  $Cash_{i-1}$  وجه نقد و سرمایه گذاری های کوتاه مدت است که توسط جمع دارایی های ابتدای سال هم مقیاس شده است.  $Age_{it-1}$  سن شرکت از زمان پذیرفته شدن است.  $Size_{it-1}$  اندازه شرکت است که با لگاریتم طبیعی جمع دارایی ها در ابتدای سال اندازه گیری می شود.  $Lev_{it-1}$  اهرم مالی در سال قبل است که با نسبت کل بدهی بیان می شود.  $Return_{it-1}$  نرخ بازده سهامبرای سال قبل از سال سرمایه گذاری است. صنعت و سال متغیرهای ساختگی برای صنعت و سال هستند.

طبق مدل ریچاردسون (۲۰۰۶)، مقدار پیش بینی شده در مدل (۱) بیانگر سرمایه گذاری مورد انتظار در سال  $t$  است. باقیمانده های مثبت نشان دهنده سرمایه گذاری بیش از حد و باقیمانده های منفی نشان دهنده سرمایه گذاری های کم تر از حد است. معمولاً از قدر مطلق باقیمانده های منفی به عنوان درجه ای از سرمایه گذاری کم تر از حد استفاده می شود، زیرا هر چه قدر مطلق این مقدار بزرگ تر باشد، سرمایه گذاری کم تر از حد شدیدتر است.



## جدول ۱. تعریف متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	نحوه اندازه گیری
<b>متغیر وابسته:</b>		
کارایی سرمایه گذاری	INVEFF Investment efficiency	معیار کیو توین از حاصل تقسیم ارزش بازار دارایی‌ها (ارزش دفتری بدهی بعلاوه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام) به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.
<b>متغیر میانجی:</b>		
تامین مالی داخلی	Intern Internal financing	سود انباشته که توسط کل دارایی‌ها همگن شده است.
<b>متغیر مستقل:</b>		
اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت	MOC Managerial overconfidence	خطای سود پیش‌بینی شده. اگر مدیریت سود آتی شرکت را بیش از واقع ارزیابی نماید متغیر مجازی یک و در غیر اینصورت صفر منظور می‌شود.
<b>متغیر کنترلی:</b>		
اندازه شرکت	SIZE Company size	لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها.
اهرم مالی	LEV Financial leverage	کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها.
نتایج عملیات	ROA Operating results	سود خالص تقسیم بر کل دارایی‌ها.
سودآوری	EPS Profitability	سود خالص پس از مالیات تقسیم بر کل حقوق صاحبان سهام.
نگهداری وجه نقد	CF Cash holdings	جریان نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی همگن شده توسط کل دارایی‌ها.
تمرکز مالکیت	OC Ownership concentration	درصد سهام سهامداران عمده شرکت.
اثر صنعت	Industry Industry effect	متغیر مجازی اثرات ثابت صنعت.
اثر سال	Year Year effect	متغیر مجازی اثرات ثابت سال.

## ۳-۳-۳ مدل‌های تجربی

به منظور بررسی رابطه بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی و تامین مالی داخلی از مدل رگرسیون چند متغیره زیر استفاده شده است. هر چه مدیران نسبت به سودهای آتی خوش‌بین‌تر باشند (زمانی که سود مورد انتظارشان بالاتر از سود واقعی باشد)، بیشتر آن‌ها مایل به سرمایه‌گذاری سود انباشته هستند.

$$INTERN_{it} = \beta_0 + \beta_1 MOC_{it} + \sum_{j=1}^6 \beta_j Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

به منظور بررسی رابطه بین تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه گذاری از مدل رگرسیون چند متغیره زیر استفاده شده است. انتظار می رود که تأمین مالی داخلی و مقیاس سرمایه گذاری تجاری همبستگی مثبت و تأمین مالی داخلی با سرمایه گذاری بیش از حد همبستگی مثبت و با سرمایه گذاری کم تر از حد همبستگی منفی داشته باشد.

$$INVEFF_{it} = \beta_0 + \beta_1 INTERN_{it} + \sum_{j=1}^6 \beta_j Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

به منظور بررسی رابطه بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی و تأمین مالی داخلی با کارایی سرمایه گذاری از مدل رگرسیون چند متغیره زیر استفاده شده است. مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد تمایل به گسترش مقیاس سرمایه گذاری از طریق تأمین مالی داخلی دارند.

$$INVEFF_{it} = \beta_0 + \beta_1 MOC_{it} + \beta_2 INTERN_{it} + \beta_3 MOC_{it} * INTERN_{it} + \sum_{j=1}^6 \beta_j Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

در مدل رگرسیون (۲)، متغیر وابسته تأمین مالی داخلی (Intern) بر اساس سود انباشته هم مقیاس شده توسط کل دارایی ها اندازه گیری شده است. متغیر مستقل اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی (OC)، بر اساس متغیر دو وجهی اندازه گیری شده است بدین ترتیب که اگر مدیران سود خالص پیش بینی شده را بیش از واقع ارزیابی نمایند مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر می پذیرد. در مدل رگرسیون (۳)، متغیر وابسته کارایی سرمایه گذاری (INVEFF) بر اساس معیار کیو تو بین از حاصل تقسیم ارزش بازار دارایی ها (ارزش دفتری بدهی بعلاوه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام) به ارزش دفتری دارایی های شرکت اندازه گیری شده است. متغیر مستقل تأمین مالی داخلی (Intern) بر اساس سود انباشته هم مقیاس شده توسط کل دارایی ها اندازه گیری شده است. در مدل رگرسیون (۴)، متغیر وابسته کارایی سرمایه گذاری (INVEFF) بر اساس معیار کیو تو بین از حاصل تقسیم ارزش بازار دارایی ها (ارزش دفتری بدهی بعلاوه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام) به ارزش دفتری دارایی های شرکت اندازه گیری شده است. متغیر مستقل اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی (OC)، بر اساس متغیر دو وجهی اندازه گیری شده است بدین ترتیب که اگر مدیران سود خالص پیش بینی شده را بیش از واقع ارزیابی نمایند مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر می پذیرد. متغیر مستقل تأمین مالی داخلی (INTRN) بر اساس سود انباشته هم مقیاس شده توسط کل دارایی ها اندازه گیری شده است. متغیرهای اندازه شرکت (SIZE)، اهرم مالی (LEV)، بازده دارایی ها (ROA)، سود هر سهم (EPS)، نقدینگی (CASH) و تمرکز مالکیت (TOP) متغیرهای کنترلی مدل های رگرسیونی هستند. در مدل رگرسیونی مقاله مذکور برای کنترل تغییرات عوامل خرد اقتصادی طی زمان و صنعت، اثرات ثابت سال و صنعت از طریق متغیر مجازی برای سال و صنعت کنترل شده است. نحوه اندازه گیری تمام متغیرها در بخش های بالا وجود دارد.

## ۴- نتایج تجربی

## ۴-۱- تحلیل تک متغیره

در جدول ۲ برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها، شامل میانگین، میانه، حداقل مشاهدات، حداکثر مشاهدات و انحراف معیار ارائه شده است. نتایج جدول نشان می‌دهد که میانگین کارایی سرمایه‌گذاری شرکتی برابر مثبت ۰/۷۴ است که نشان‌دهنده میانگین شاخص کیو تو بین است. میانگین تامین مالی داخلی برابر مثبت ۵/۰۲۹ است. برای خنثی کردن اثرات نقاط پرت در مدل رگرسیونی (OLS)، تمام متغیرهای پیوسته در محدوده ۱ درصد پایین و ۹۹ درصد بالا تعدیل شده است. همچنین نتایج بدست آمده از محاسبه VIF نشان می‌دهد (کمتر از ۱۰) که همخطی بین متغیرها وجود ندارد.

## جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
(۱) کارایی سرمایه‌گذاری	INVEFF	۰/۷۴	۰/۴۴	۷۲/۲۹	-۴/۶۳	۳/۴۶
(۲) تامین مالی داخلی	Intern	۵/۰۲۹	۵/۰۰۰	۷/۰۰۰	۴/۰۰۰	۰/۲۴۵
(۳) اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت	MOC	-	-	۱	۰	-
(۴) اندازه شرکت	SIZE	۶/۱۶	۶/۱۵	۸/۲۸	۴/۵۶	۰/۵۷
(۵) اهرم مالی	LEV	۰/۶۲	۰/۶۳	۲/۲۲	۰/۰۱	۰/۲۶
(۶) نتایج عملیات	ROA	۰/۱۷	۰/۱۰	۲۲/۹۹	-۱/۲	۱/۰۱
(۷) سودآوری	EPS	۶۶۶	۳۴۰	۸۴۴۹	-۲۸۵۵	۱۱۵۱
(۸) نگهداری وجه نقد	CF	۱/۷۴	۱/۲۹	۴۳/۶۹	۰/۳۴	۲/۸۸
(۹) تمرکز مالکیت	OC	۸۰/۸۸	۸۰/۶۵	۹۸/۲۵	۵۷/۶۹	۱۰/۸۲

توجه: جدول ۲ نشان‌دهنده آمار توصیفی ۱۰۴ شرکت ثبت شده در بورس تهران از سال ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ است.

## ۴-۲- تحلیل چند متغیره

به منظور آزمون فرضیه از نتایج تخمین مدل ارائه شده در جدول ۳ با رویکرد داده‌های ترکیبی استفاده شده است. معناداری آماره چاو در سطح ۵ درصد نشان می‌دهد که در برآورد مدل‌ها، الگوی اثرات ثابت نسبت به الگوی داده‌های تلفیقی اولویت دارد. همچنین معناداری آماره هاسمن در سطح ۵ درصد نشان می‌دهد که برای برآورد مدل رگرسیون،

الگوی اثرات تصادفی بر بکارگیری الگوی اثرات ثابت برتری دارد (ارائه نشده در این مقاله) و نتایج برآورد مدل‌ها در جدول ۳ ارائه گردیده است.

جدول ۳. نتایج تخمین مدل‌های پژوهش

متغیرها	(۱)	(۲)	(۳)
	<i>Intern</i>	<i>INEFF</i>	<i>INEFF</i>
مقدار ثابت	<i>C</i>	۰/۰۰*** (۱۶/۹)	۰/۰۰*** (۱۷/۲۹)
تأمین مالی داخلی	<i>Intern</i>	-	۲/۰۶*** (۳/۶۷)
اعتماد به نفس بیش از حد	<i>MOC</i>	۱/۰۶*** (۴/۴)	-
مدیریت			
اندازه شرکت	<i>SIZE</i>	-۰/۰۰*** (-۱۶/۱۶)	-۰/۰۰*** (-۱۶/۳۴)
اهرم مالی	<i>LEV</i>	-۰/۰۰*** (-۷/۱۸)	-۰/۰۰*** (-۷/۲۹)
نتایج عملیات	<i>ROA</i>	-۱/۰۴ (-۰/۰۳)	۲/۲۱ (۰/۰۶)
سودآوری	<i>EPS</i>	۸/۵۸*** (۳۹/۳۶)	۸/۶۵*** (۴۱/۱۹)
نگهداری وجه نقد	<i>CF</i>	-۲/۲۹*** (-۳/۳۷)	-۲/۲*** (-۳/۳۱)
تمرکز مالکیت	<i>OC</i>	۴/۳*** (۴/۶)	۴/۵۱*** (۴/۸۸)
تأمین مالی داخلی * اعتماد بیش از حد	<i>Intern*MOC</i>	-	۷/۹۸*** (۴/۸۲)
اثرات ثابت سال	کنترل شده	کنترل شده	کنترل شده
اثرات ثابت صنعت	کنترل شده	کنترل شده	کنترل شده
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۸۲	۰/۸۲	۰/۸۳

توجه: آماره *t* گزارش شده در پرانتز بر اساس خطاهای استاندارد خوشه بندی شده توسط شرکت و سال است. \*، \*\*، \*\*\* نشان‌دهنده معناداری در سطح ۰/۱۰، ۰/۰۵، ۰/۰۱ است. تمام رگرسیون‌ها شامل اثرات ثابت صنعت و سال است. همه متغیرهای پیوسته در بالا و پایین یک درصد تعدیل می‌شوند. برای قبول یا رد استفاده از داده‌های پانل از آزمون فیشر استفاده کرده‌ایم. نتایج این آزمون که در اینجا گزارش نشده است، وجود یک اثر فردی را نشان می‌دهد و استفاده از رگرسیون مدل داده پانل را می‌پذیرد. برای تعیین اثر ثابت یا اثر تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است. در این پژوهش متغیرهای کنترل سطح سال و سطح صنعت نیز در نظر گرفته شده است.

ستون (۱) از جدول (۳) نشان‌دهنده رابطه بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت و تامین مالی داخلی شرکت است. در مدل مذکور، Intern بیانگر تامین مالی داخلی و متغیر وابسته است. نتایج نشان می‌دهد که ضریب اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت در سطح ۱ درصد معنادار است. اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت دارای رابطه مثبت با تامین مالی داخلی شرکتی است. با توجه به این نتایج، فرضیه اول وجود رابطه معنادار بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت و تامین مالی داخلی شرکتی پذیرفته می‌شود.

ستون (۲) از جدول (۳) نشان‌دهنده رابطه بین تامین مالی داخلی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری است. در مدل مذکور، INVEFF بیانگر کارایی سرمایه‌گذاری و متغیر وابسته است. نتایج نشان می‌دهد که ضریب تامین مالی داخلی در سطح ۱ درصد معنادار است. تامین مالی داخلی دارای رابطه مثبت با کارایی سرمایه‌گذاری است. با توجه به این نتایج، فرضیه دوم وجود رابطه معنادار بین تامین مالی داخلی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری پذیرفته می‌شود.

ستون (۳) از جدول (۳) نشان‌دهنده اثر تعاملی تامین مالی داخلی و اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکتی است. در مدل مذکور، INVEFF بیانگر کارایی سرمایه‌گذاری و متغیر وابسته است. نتایج نشان می‌دهد که ضریب اثر تعاملی تامین مالی داخلی و اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت در سطح ۱ درصد معنادار است. با توجه به این نتایج، فرضیه سوم مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد تمایل به گسترش مقیاس سرمایه‌گذاری از طریق تامین مالی داخلی دارند، پذیرفته می‌شود.

## ۵- بحث و نتیجه‌گیری

این پژوهش به صورت تجربی بررسی کرد که چگونه اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر تامین مالی داخلی شرکت و تامین مالی داخلی بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر می‌گذارد. همچنین اثر تعاملی اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت و تامین مالی داخلی شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری مورد آزمون قرار گرفت. در این پژوهش جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از ۱۰۴ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ از طریق رگرسیون خطی چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی بررسی شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد که افزایش تامین مالی داخلی، سرمایه‌گذاری تجاری را گسترش می‌دهد و در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد. تامین مالی داخلی نقش میانجی بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی و کارایی سرمایه‌گذاری را دارد. مدیران با اعتماد بیش از حد تمایل بیشتری به افزایش تامین مالی داخلی دارند. به دلیل تمرکز مالکیت و عدم وجود حاکمیت شرکتی کارآمد، اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی و سرمایه‌گذاری بیش از حد در چنین شرکت‌هایی تشدید می‌شود. شرکت‌های غیردولتی نسبت به شرکت‌های دولتی دسترسی ضعیف‌تری به تامین مالی خارجی دارند و با محدودیت‌های تامین مالی جدی مواجه هستند؛ بنابراین تامین مالی داخلی منبع اصلی تامین مالی آنها می‌شود و سرمایه‌گذاری‌ها در شرکت‌های غیردولتی کارآمدتر می‌شوند.

این پژوهش نشان می‌دهد که بر اساس پیش‌زمینه شرکت‌ها، مدیران تمایل دارند ویژگی‌های «غیرمنطقی» را نشان دهند که بر کارایی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی تأثیر می‌گذارد. یافته‌های این پژوهش به ما کمک می‌کند تا مکانیسم تأمین مالی داخلی و اثرات اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی بر کارایی سرمایه‌گذاری را درک کنیم. نتایج این پژوهش دارای مفاهیم علمی و کاربردی است و نه تنها موجب بسط ادبیات و تحقیقات تجربی می‌شود، بلکه پیامدهای کاربردی را برای شرکت‌ها برای بهبود کارایی سرمایه‌گذاری و اهمیت نظارت بر رفتارهای مدیریتی، حاکمیت شرکتی و سیستم‌های حقوق مالکیت ارائه می‌دهد. مدیری که انگیزه‌هایش کاملاً با سهامداران هماهنگ است و با عدم تقارن اطلاعاتی مواجه نیست، ممکن است در صورت اعتماد به نفس بیش از حد، همچنان به دنبال بیش سرمایه‌گذاری یا کم سرمایه‌گذاری باشد. مدیر اعتقاد دارد که به نفع سهامداران عمل می‌کند؛ بنابراین، ساختارهای حاکمیت شرکتی اصلاح‌شده در شرکت‌ها، شامل هیئت مدیره فعال‌تر یا محدودیت‌هایی در استفاده از وجوه داخلی، ممکن است برای دستیابی به سطوح بهینه سرمایه‌گذاری ضروری باشد.

## ۶- منابع

- Alicke, M. D. (1985). Global self-evaluation as determined by the desirability and controllability of trait adjectives. *Journal of personality and social psychology*, 49(6), 1621.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2000). The equity share in new issues and aggregate stock returns. *The Journal of finance*, 55(5), 2219-2257.
- Barros, L. A. B. d. C., & Da Silveira, A. D. M. (2008). Overconfidence, managerial optimism, and the determinants of capital structure. *Brazilian Review of Finance*, 6(3), 293-335.
- Bates, T. W. (۲۰۰۵). Asset sales, investment opportunities, and the use of proceeds. *The Journal of finance*, 60(1), 105-135.
- Ben-David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2007). Managerial overconfidence and corporate policies: National Bureau of Economic Research.
- Camerer, C., & Lovo, D. (1999). Overconfidence and excess entry: An experimental approach. *American Economic Review*, 89(1), 306-318.
- Deshmukh, S., Goel, A. M., & Howe, K. M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440-463.
- Fenglei, X., Yanxi, L., & Qingwei, L. (2011). Managerial overconfidence and corporate financial decisions: An empirical study. *Science Research Management*, 8.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of financial economics*, 67(2), 217-248.
- Goel, A. M., & Thakor, A. V. (2008). Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. *The Journal of finance*, 63(6), 2737-2784.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2-3), 187-243.
- Hackbarth, D. (2008). Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of financial and quantitative analysis*, 43(4), 843-881.
- Hall, S. C. (2002). Predicting financial distress. *Journal of Financial Service Professionals*, 56(3), 12.

- Heaton, J. B. (2005). Managerial optimism and corporate finance *Advances in Behavioral Finance, Volume II* (pp. 667-684): Princeton University Press.
- Hubbard, R. G. (1997). Capital-market imperfections and investment.
- Landier, A., Sraer, D., & Thesmar, D. (2009). Financial risk management: When does independence fail? *American Economic Review*, 99(2), 454-458.
- Li, W., Xie, G., & Hao, J. (2014). The empirical study on the influence of managerial overconfidence on overinvest behavior. *Journal of Shanxi University of Finance and Economics*, 10, 76-86.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of finance*, 6.۲۷۰۰-۲۶۶۱, (۶).
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of financial economics*, 89(1), 20-43.
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. (2011). Overconfidence and early-life experiences :the effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of finance*, 66(5), 1687-1733.
- March, J. G., & Shapira, Z. (1987). Managerial perspectives on risk and risk taking. *Management science*, 33(11), 1404-1418.
- Minggui, Y., Xinping ,X., & Zhensong, Z. (2006). The relationship between managers' overconfidence and enterprises' radical behavior in incurring debts. *Management world*, 8, 358-379.
- Myers, S. C. (1984). Capital structure puzzle. *NBER Working Paper*(w1393.)
- 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 studies*, 11(2-3), 159-189.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of business*, 197-216.
- Schumpeter, J. A. (1942). Cost and demand functions of the individual firm. *The American Economic Review*.
- Shefrin, H. (2001). Behavioral corporate finance. *Journal of applied corporate finance*, 14(3), 113-126.
- Ting, I. W. K., Azizan, N. A. B., & Kweh, Q. L. (2015). Upper echelon theory revisited: The relationship between CEO personal characteristics and financial leverage decision. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 195, 686-694.
- Vogt, S. C. (1994). The role of internal financial sources in firm financing and investment decisions. *Review of Financial Economics*, 4(1), 1-24.
- Zhan-lei ,L., He-ping, Z., & Yun-feng, S. (2009). *Empirical research on managerial overconfidence and corporate financing behavior of pecking-order*. Paper presented at the 2009 16th International Conference on Industrial Engineering and Engineering Management.

## Investigating the Relationship between Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency

Samaneh Bahrami <sup>\*1</sup>

Omid Farhad Toski <sup>2</sup>

Date of Receipt: 2021/10/17 Date of Issue: 2021/11/06

### Abstract

The purpose of this study is to investigate the relationship between managers' overconfidence and internal financing and investment efficiency of the company. The statistical population of this research is the companies listed on the Tehran Stock Exchange and the sample of the research in terms of some characteristics includes 104 companies in the period 1393 to 1397. The present research method is descriptive-correlation and the research hypotheses have been tested using the generalized least squares method. The results of testing the research hypotheses indicate that there is a positive and significant relationship between managers' overconfidence and internal financing and between internal financing and investment efficiency, as well as the interaction between overconfidence Managers and internal financing affect investment efficiency. Findings show that increasing domestic financing expands business investment, thereby improving investment efficiency. Internal financing plays a mediating role between over-managerial confidence and investment efficiency. Managers with too much confidence are more inclined to increase domestic financing.

### Keywords

Managerial overconfidence, internal financing, investment efficiency

1. Master of Accounting, Khorramabad Branch, Islamic Azad University, Khorramabad, Iran. ([Samaneh.bahrami.1372@gmail.com](mailto:Samaneh.bahrami.1372@gmail.com))
2. Assistant Professor Department of Accounting, Khorramabad Branch, Islamic Azad University, Khorramabad, Iran. ([farhadi\\_omid58@yahoo.com](mailto:farhadi_omid58@yahoo.com))

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی