

بررسی تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر رابطه بین اهرم مالی و بیش سرمایه گذاری

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۹/۲۵

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۱/۱۶

کد مقاله: ۱۲۱۹۰

نیلوفر میرسپاسی^۱، جواد جان محمدی*^۲

چکیده

هدف این پژوهش، بررسی تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر رابطه بین اهرم مالی و بیش سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ بود. بدین منظور داده های ۹۹ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. این پژوهش از نوع کاربردی است که به توصیف همبستگی بین متغیرهای مورد مطالعه می پردازد. برای آزمون فرضیه های پژوهش، مدل های رگرسیون بر مبنای پانل برآورد شدند. نتایج آزمون فرضیه های پژوهش نشان می دهد که رابطه معناداری بین اهرم مالی و بیش سرمایه گذاری وجود ندارد. همچنین نتایج نشان داد که بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت و بیش سرمایه گذاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. اما نتایج نشان داد که اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر رابطه بین اهرم مالی و بیش سرمایه گذاری تاثیر معناداری ندارد.

واژگان کلیدی: اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت، اهرم مالی، بیش سرمایه گذاری

۱. استادیار، گروه مدیریت کسب و کار، واحد اسلامشهر، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، اسلامشهر، ایران.

۲. دانشجوی کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی - بازاریابی، واحد الکترونیکی، دانشگاه آزاد اسلامی، ایران (نویسنده مسئول)

j.janmohamadi@ansarbank.ir

تصمیمات سرمایه‌گذاری به طور گسترده‌ای وابسته به عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی می‌باشند. عدم تقارن اطلاعاتی به همراه نوسانات بازار و تأثیری که بر تامین مالی برون سازمانی دارند، به سادگی منجر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد شرکت‌های در مواجهه با محدودیت مالی می‌شود. در حالی که مشکلات نمایندگی معمولاً ناشی از سرمایه‌گذاری بیش از حد مدیران با توجه به منافع شخصی و سرمایه‌گذاری نادرست جریان‌های نقد آزاد در پروژه‌های با ارزش فعلی منفی می‌باشد. تئوری سرمایه‌گذاری بر این اعتقاد است که شرکت‌ها مایل به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با نرخ بازده ثابت و بالاتر از هزینه سرمایه و نیازمند هزینه تامین مالی کمتر می‌باشند (واعظ و رشیدی، ۱۳۹۳). سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت، نیازمند تامین مالی خارجی است و بعد از پرداخت هزینه‌های بهره مربوط، مدیران باید وجه نقد اضافی را به سرمایه‌گذاران برگردانند (برزیده و همکاران، ۱۳۹۷). بر اساس فرضیه بیش سرمایه‌گذاری، از یک سو وجود جریان نقدی به سبب نبود تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران منجر به بیش سرمایه‌گذاری می‌شود و از سوی دیگر وجود محدودیت در تامین مالی، به کم سرمایه‌گذاری منتهی می‌گردد (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد بیانگر رفتارهای ناکارآمد سرمایه‌گذاری بوده که منجر به وقوع زیان و هدر رفتن سرمایه اجتماعی می‌شود. سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد به رفتارهای سرمایه‌گذاری غیر مؤثری وابسته است که سبب زیان‌های هنگفت برای سرمایه‌گذاران و هدر رفتن سرمایه اجتماعی می‌شود (واعظ و رشیدی، ۱۳۹۳). بنابراین کارایی سرمایه‌گذاری مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیشتر از حد مطلوب انجام شده است ممانعت شود (جلوگیری از بیش سرمایه‌گذاری) و از سوی دیگر، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد، هدایت گردد (جلوگیری از کم سرمایه‌گذاری). بهر حال، شرکت‌هایی که بالاتر از سطح بهینه‌شان (انحراف مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) سرمایه‌گذاری می‌کنند، بیش سرمایه‌گذاری دارند، درحالی که آنهایی که همه پروژه‌های سودآور را (انحراف منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) به بیرون منتقل می‌کنند، کم سرمایه‌گذاری دارند (گماریز و بالستا، ۲۰۱۳). اهرم مالی و چگونگی دستیابی به منابع مالی از مهمترین مواردی است که شرکت‌ها آنرا در رابطه با تصمیمات خود مورد توجه قرار می‌دهند. این موضوع منابع تامین مالی از محل سرمایه باشد یا از محل بدهی، دارای ابعادی متفاوت است. در کل منابع تامین مالی به دو دسته منابع درونی (سود حاصل از عملیات) و منابع بیرونی (استقراض و افزایش سرمایه) تقسیم می‌گردد، چگونگی استفاده از این منابع منجر به تئوری‌های بسیاری در طول زمان گردیده است. تئوری تعادلی (یا موازنه) ایستا و تئوری سلسله مراتبی از مهمترین و برجسته‌ترین این تئوری‌ها در طول زمان بوده است (اسدی و همکاران، ۱۳۹۰). تأثیر تامین مالی داخلی بر کارایی سرمایه‌گذاری را می‌توان از طریق متغیر سود تقسیمی به شکل نقدی توضیح داد. افزایش سود تقسیمی، اطلاعاتی در باره جریان‌های نقدی جاری و آتی یک شرکت، به بازار سرمایه منتقل می‌کند (جنسن ۳، ۱۹۸۶). در مورد تأثیر سود تقسیمی بیان می‌کند مدیران از طریق محرک‌هایی مثل پاداش، دارای این انگیزه هستند که حتی در صورت فقدان فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری سودآور، وجوه نقد آزاد را صرف سرمایه‌گذاری کم بازده یا حتی زیانده کنند. در این حالت، سیاست تقسیم سود ابزاری برای کنترل و ممانعت از سوء استفاده‌های احتمالی مدیریت از وجوه نقد آزاد است. علاوه بر این، توزیع سود، مدیران شرکت‌ها را وادار می‌سازد که برای تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری بیشتر، به بازار روی آورند و در نتیجه، از قوانین و مقررات بورس، بانک‌ها و سایر سرمایه‌گذاران برون سازمانی تبعیت کنند. این امر باعث صرفه جویی در برخی از هزینه‌های احتمالی، مثل هزینه بکارگیری افراد برون سازمانی به منظور نظارت بر مدیریت، می‌شود (وانگ ۴، ۲۰۰۵). مدیران بیش اعتماد، برگشت‌های آتی سرمایه از پروژه‌های شرکت‌هایشان را بیش از حد تخمین می‌زنند. از این رو آنها احتمالاً، احتمال و بزرگی شوک‌های مثبت گردش‌های نقدی آتی حاصل از پروژه‌های در حال اجرا را بیش از حد تخمین می‌زنند و شوک‌های معکوس و منفی گردش‌های نقدی را کمتر از حد تخمین می‌زنند (ملکیان و همکاران، ۱۳۹۲). مدیران بیش اعتماد باتوجه به اعتقادات خود درخصوص هزینه بر بودن تامین مالی خارجی، به گونه‌ای رفتار می‌کنند که شرکت تحت مدیریت آنها با محدودیت‌های مالی روبه روست. باوجود این، تفسیر نحوه برخورد مدیران بیش اعتماد با محدودیت‌های مالی تا حدودی مبهم است. علت این ابهام نیز به طور عمده ناشی از تفاوت دیدگاه‌های مدیران بیش اعتماد و سرمایه‌گذاران درخصوص ارزش شرکت است. زمانی که مدیران و سرمایه‌گذاران اعتقادات یکسانی درخصوص هزینه‌های تامین مالی جاری و آتی داشته باشند، سطح بهینه وجه نقد بر اساس موازنه هزینه و منفعت نگهداشت وجه نقد تعیین می‌شود. در صورتی که مدیران و سرمایه‌گذاران اعتقادات متفاوتی داشته باشند، سطح بهینه وجه نقد از سوی مدیران بر اساس دیگر آنها در خصوص هزینه تامین مالی خارج از شرکت، تعیین می‌شود. از یک طرف، مدیران بیش اعتماد ممکن است به منظور تامین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیشرو، وجه نقد بیشتری نگهداری کنند تا از این طریق، از تامین مالی آتی خارج از شرکت پرهیز کنند که از دیدگاه آنها بی جهت هزینه بر است (دشموک و همکاران، ۲۰۱۵). با توجه به مطالب گفته

1. Biddle and et al
2. Gomariz and Ballesta
3. Jensen
4. Wong
5. Deshmukh and et al

شده پرسش اصلی پژوهش این است که آیا اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر رابطه بین اهرم مالی و بیش سرمایه گذاری تاثیر معناداری دارد؟

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

سرمایه‌گذاری نقش مهمی در تضمین توسعه پایدار شرکت‌ها در رقابت بازار و ایجاد ارزش جدید برای سهامداران دارد. سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکتی توسط طیف گسترده‌ای از عوامل، از جمله اقتصاد کلی، سیاست‌های پولی کلان، بازارهای سرمایه و عملیات‌های شرکت تعیین می‌شوند (ریچادسون^۱، ۲۰۰۶). عوامل مدیریتی، مانند نامعقول بودن مدیران، به خصوص در بازارهای مالی ناکارآمد و در شرکت‌ها با حاکمیت شرکتی ضعیف اهمیت دارد. بیش اعتمادی یک رفتار نامعقول معمول است و مدیران شرکت تمایل دارند آن را هنگام تصمیم‌گیری تجاری نشان دهند. مدیرانی که بیش اعتمادی دارند تصمیمات سرمایه‌گذاری را اتخاذ می‌کنند که منجر به مشکلات سرمایه‌گذاری بیش از حد یا کمتر از حد می‌شود. با این حال، بیش اعتمادی مدیریتی بر ساختار سرمایه شرکتی، تامین مالی خارجی (تامین مالی جدید و تامین مالی بدهی)، بلوغ بدهی و دیگر مسایل مالی شرکت تاثیر دارد (لین و همکاران^۲، ۲۰۰۵).

یکی از مهمترین تصمیم‌های پیش روی مدیران واحد تجاری تصمیم‌های مربوط به تامین مالی است. تامین مالی یکی از اجزای ضروری عملیات هر واحد تجاری است. اتخاذ سیاست‌های تامین مالی توسط مدیران، نقش بسزایی در ریسک و ایجاد ثروت برای سهامداران دارد. با این حال شناخت عوامل موثر بر تصمیم‌های تامین مالی مدیران از اهمیت بیشتری برخوردار است. عوامل زیادی بر تصمیم‌گیری تامین مالی مدیران واحد تجاری موثر است که این عوامل را می‌توان به دو دسته تقسیم کرد: دسته اول، عواملی که مرتبط هستند با ساختار شرکت مانند مشکلات نمایندگی، اندازه شرکت و درماندگی مالی و دسته دوم، عواملی که مرتبط هستند با ویژگی‌های رفتاری مدیران مانند محافظه‌کاری و اطمینان بیش از حد با توجه به تیوری سلسله مراتبی (مایرز^۳، ۱۹۸۴)، شرکت‌ها منابع مالی خود را بر پایه هزینه‌های خود اولویت‌بندی می‌کنند، بنابراین تامین مالی داخلی را ترجیح می‌دهند، و سپس بدهی را ترجیح می‌دهند و به عنوان آخرین راه برای افزایش دارایی جدید. مدیران شرکت از دیدگاه مالی رفتاری تمایل دارند که منابع مالی داخلی را نسبت به منابع دیگر انتخاب کنند زیرا آنها کنترل بیشتری بر بودجه داخلی دارند. بنابراین، اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر بهره‌وری پروژه‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه‌گذاری داخلی تاثیر می‌گذارد. اگر مدیران بیش اعتماد، بودجه داخلی کافی برای سرمایه‌گذاری داشته باشند و توسط بازار سرمایه یا مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی کنترل نشوند، آنها به طور سیستماتیک بازگشت به پروژه‌های سرمایه‌گذاری را دست بالا می‌گیرند. با این حال، اگر سرمایه داخلی کافی نداشته باشند، مایل به صدور سهام جدید نیستند، زیرا آنها سهام شرکت خود را کم تر از بازار درک می‌کنند. در نتیجه، آنها سرمایه‌گذاری خود را مهار می‌کنند. اعتماد به نفس کاذب می‌تواند برای انحرافات سرمایه‌گذاری شرکتی به ویژه در یک بازار مانند ایران، که در آن حاکمیت موثر داخلی و مکانیزم‌های پایش خارجی به خوبی تثبیت نشده است، موثر است (ابراهیمی و احمدی، ۱۳۹۵).

در شرایطی که هیچ اصطکاک‌ی مثل انتخاب ناسازگار یا هزینه‌های نمایندگی وجود ندارد، سرمایه‌گذاری ناکارا، صرفنظر کردن از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت است (کم سرمایه‌گذاری). به علاوه سرمایه‌گذاری ناکارا شامل انتخاب پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی نیز می‌شود (بیش سرمایه‌گذاری). حداقل دو معیار نظری برای تعیین کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد: اولاً اینکه، اگر یک شرکت تصمیم به تامین 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 تامین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع را جمع‌آوری نماید. در یک بازار کارا، همه پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت باید تامین مالی شوند؛ هر چند بخش عمده‌ای از ادبیات موجود در حوزه مالی نشان داده است که محدودیت‌های مالی، توانایی مدیران را برای تامین مالی محدود می‌سازد، زیرا شرکت‌های مواجه با محدودیت مالی ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تامین مالی، از قبول و انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت صرف نظر نمایند که این کار به کم سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. 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 اما بازارهای ناکارا دارای نواقصی هستند که می‌تواند سطح سرمایه‌گذاری بهینه شرکت را تحت تاثیر قرار داده و در نهایت، به فرآیند «بیش سرمایه‌گذاری» و یا «کم سرمایه‌گذاری» منتهی شود (کبیری، ۱۳۹۸).

در راستای موضوع پژوهش هی و همکاران^۴ (۲۰۱۹) به بررسی بیش اعتمادی مدیران، تامین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. آنها نشان دادند که تامین مالی داخلی، فرصت‌های شغلی تجاری و کمبود سرمایه را کاهش می‌دهد اما

1. Richardson
2. Lin and et al
3. Myers
4. He and et al

ممکن است باعث سرمایه‌گذاری بیش از حد بخصوص در بنگاه‌های دارای اعتماد به نفس مدیریتی شود. این مشکل سرمایه‌گذاری به طور قابل توجهی مربوط به اعتماد به نفس مدیریتی در شرکت‌های دولتی است. همچنین در سال (۲۰۱۸) هانگ و همکاران^۱ در بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی، نشان دادند 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. فرچیلد^۲ (۲۰۱۷) در پژوهشی تحت عنوان «اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی، مسئله نمایندگی، تصمیمات مالی و عملکرد شرکت» بیان می‌کند که یک مدیر با اعتماد به نفس بیش از حد، توانایی‌های خود را بیش از حد واقع، و محدودیت‌های مالی را کمتر از واقع در نظر می‌گیرد. در بررسی رفتار مدیران، مالمندر و تات^۳ (۲۰۱۶) دریافتند که خصوصیات شخصی آن‌ها علی‌الخصوص اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی، ممکن است منجر به انحرافات در تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت شود، و این مدیران خوش بین به طور معنی‌داری حساسیت سرمایه‌گذاری بیشتری به جریان‌های نقدی آزاد به ویژه در شرکت‌های سهامی دارند. همچنین مدیران با اعتماد به نفس بیش از اندازه تأمین مالی از طریق بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند. ایخولم و پسترنک^۴ (۲۰۱۵) نیز در پژوهشی با عنوان «اعتماد به نفس بیش از اندازه و حجم سرمایه‌گذاری» نشان دادند که سرمایه‌گذاران جزئی‌تر و با اعتماد به نفس بالاتر، آسیب بیشتری از رفتارهای سرمایه‌گذاریشان می‌بیند. به علاوه رفتار سرمایه‌گذار با اندازه و حجم سرمایه‌گذاری تغییر کرده و از آن متأثر است. دشموک و همکاران^۵ (۲۰۱۳) بیان کردند که مدیران نسبت به مدیران منطقی سود کمتری تقسیم می‌کنند تا برای نیازهای سرمایه‌ای آتی، منابع مالی بیشتری انباشته کنند.

در پژوهش‌های انجام شده در ایران کبیری در سال (۱۳۹۸) به بررسی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریت و تأمین مالی داخلی بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداخت. نتایج او نشان داد که بیش اعتمادی مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معکوس و تأمین مالی داخلی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارند. بشکوه و کشاورز (۱۳۹۷) به بررسی فرا اطمینانی مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام، نشان دادند که بیش اعتمادی مدیران با معیار پیش‌بینی سود و رشد غیرعادی دارایی‌ها بر ریسک سقوط قیمت سهام بر اساس نوسان بالا به پایین و سیگمای حداکثری تأثیر مستقیم و معناداری دارد. همچنین در سال (۱۳۹۶) کاشانی پور و محمدی در بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران با نگهداشت وجه نقد و حساسیت جریان نقدی وجه نقد نشان دادند که رابطه مثبت و معناداری بین بیش اطمینانی مدیران و وجه نقد نگهداری شده وجود دارد. همچنین، نتایج به دست آمده بیانگر آن است که بیش اطمینانی مدیران اثر مثبت و معناداری بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد دارد. به بیان دیگر، مدیران بیش اطمینان وجه نقد بیشتری از جریان‌های نقدی عملیاتی تجاری را در شرکت ذخیره می‌کنند. این یافته‌ها مطابق با این دیدگاه است که مدیران بیش اطمینان هزینه‌های تأمین مالی آتی خارج از شرکت را بیش از اندازه تلقی می‌کنند. بنابراین، سعی می‌کنند با نگهداری وجه نقد، سرمایه‌گذاری‌های بیش رو را از منابع داخلی شرکت تأمین مالی کنند. یافته‌های فروغی و همکاران نیز در سال (۱۳۹۵) نشان داد که مدیران توانا تمایل به سرمایه‌گذاری بیش از حد دارند. علاوه بر این، کیفیت گزارشگری مالی باعث کاهش تأثیر مثبت توانایی مدیریتی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌گردد. همچنین سالطه و همکاران (۱۳۹۴) دریافتند که سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر ارزش شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری ندارد. همچنین سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر ارتباط بین کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت، تأثیر معناداری نشان نداد. عربصالحی و همکاران (۱۳۹۳) در 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 شده است.

۲-۱-۱- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری ارائه شده فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین شدند:

فرضیه اول: بین اهرم مالی و بیش سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت و بیش سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر رابطه بین اهرم مالی و بیش سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری دارد.

۳- روش پژوهش

این پژوهش از نوع کاربردی است که به توصیف همبستگی بین متغیرهای مورد مطالعه می‌پردازد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، مدل‌های رگرسیون بر مبنای پانل برآورد شدند. اطلاعات مورد نیاز از شرکت‌های تولیدی فعال در بورس اوراق بهادار

1. Huang and et al
2. Fairchild
3. Malmendier and Tate
4. Ekholm and Pasternake
5. Deshmukh and et al

تهران که پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند بوده، نماد معاملاتی آنها توقف بیش از شش ماه نداشته طی دوره ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ جمع آوری شدند. با توجه به محدودیت‌های اعمال شده نمونه پژوهش شامل ۹۹ شرکت می‌باشد. در این پژوهش به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات از آمار توصیفی و استنباطی استفاده شده است. در آمار توصیفی اطلاعات مربوط به شاخصهای مرکزی، شاخصهای پراکندگی، انحراف از قرینگی و انحراف از کشیدگی در مورد بانک‌های نمونه محاسبه می‌شود. در آمار استنباطی از آزمون هم‌خطی (عامل تورم واریانس)، آزمون مانایی متغیرها، آزمون چاو، آزمون هاسمن و آزمون همسانی واریانس بهره گرفته می‌شود. همچنین از روش‌های رگرسیون حداقل مربعات معمولی و حداقل مربعات تعمیم یافته که شامل آزمون‌های معتبری نظیر تی استیودنت و F فیشر جهت آزمون معنی دار بودن ضرایب رگرسیون و آزمون معنی دار بودن معادله رگرسیون است استفاده می‌گردد. و برای توصیف تغییرات متغیرهای پژوهش نسبت به یکدیگر از ضریب تعیین و برای بررسی خودهمبستگی داده‌ها از آزمون دوربین-واتسون^۱ استفاده می‌شود.

۳-۱- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

متغیر وابسته

بیش سرمایه‌گذاری (Over-IN): در این پژوهش برای اندازه‌گیری بیش سرمایه‌گذاری از مدل بیدل و همکاران^۲ (۲۰۰۹) به صورت زیر اعمال می‌شود.

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t} + \beta_2 GO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$INV_{i,t}$: تفاوت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت مشهود سال جاری و سال قبل تقسیم بر سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت مشهود سال قبل.

$CFO_{i,t}$: جریان وجه نقد حاصل از عملیات می‌باشد که به منظور همگن‌سازی بر سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت مشهود ابتدای سال تقسیم می‌گردد.

$GO_{i,t}$: فرصت‌های رشد از تفاوت درآمد فروش سال جاری و سال قبل تقسیم بر درآمد فروش سال قبل بدست می‌آید.

$\varepsilon_{i,t}$: باقیمانده مدل (قدمیاری و افتخاری، ۱۳۹۴).

از باقیمانده مدل فوق، شاخص سرمایه‌گذاری بیشتر یا کمتر از حد به دست می‌آید. چنانچه باقیمانده مدل بزرگتر از صفر باشد ($\hat{E} > 0$) بیش سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود. به بیان دیگر چنانچه سرمایه‌گذاری واقعی بیشتر از سطح سرمایه‌گذاری نرمال مورد انتظار باشد، بیش سرمایه‌گذاری خواهیم داشت (مرادزاده فرد، ۱۳۹۵).

متغیر مستقل

اهرم مالی (IL) برای محاسبه اهرم مالی از نسبت بدهی‌های بلندمدت و بهره‌دار بر کل دارایی‌های شرکت استفاده می‌شود.

متغیر تعدیلگر

اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت (OC) برای اندازه‌گیری اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت به پیروی از (هانگ و همکاران، ۲۰۱۱) از طریق تفاوت سود پیش‌بینی شده سالانه توسط مدیریت و سود واقعی محاسبه می‌شود. اگر در طول دوره مورد مطالعه تعداد دفعاتی که مدیریت سود را بیش از واقع پیش‌بینی می‌کند، بیشتر از تعداد دفعاتی باشد که کمتر از واقع پیش‌بینی می‌کند، مدیریت دارای اعتماد بیش از اندازه خواهد بود و متغیر OC مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر لحاظ می‌شود (عربصالحی و همکاران، ۱۳۹۳).

متغیرهای کنترل

اندازه شرکت (Size) لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت i در پایان سال مالی t .

ارزش بازار به دفتری (MTB): نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت i در پایان سال مالی t .

بازده دارایی (ROA): نسبت سود خالص بر کل دارایی‌های شرکت i در پایان سال مالی t .

۳-۲- الگوی فرضیه‌های پژوهش

مدل پژوهش که به منظور آزمون فرضیه‌ها از آنها استفاده میشود، به شرح ذیل است:

مدل آزمون فرضیه اول و دوم

1. Durbin-watson
2. Biddle and et al

$$Over - INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IL_{i,t} + \beta_2 OC_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 MTB_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

مدل آزمون فرضیه سوم

$$Over - INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IL_{i,t} + \beta_2 OC_{i,t} + \beta_3 IL_{i,t} \times OC_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 MTB_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

یافته‌های پژوهش

در این پژوهش به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات از آمار توصیفی^۱ و استنباطی^۲ استفاده خواهد شد. در آمار توصیفی اطلاعات مربوط به میانگین، میانه، انحراف معیار، چولگی، کشیدگی، حداقل و حداکثر مقادیر متغیرهای پژوهش در مورد بانک‌های نمونه محاسبه می‌شود. در آمار استنباطی از همبستگی و وابستگی بین متغیرها، آزمون هم‌خطی (عامل تورم واریانس)، آزمون مانابی متغیرها، آزمون چاو، آزمون هاسمن و آزمون همسانی واریانس بهره گرفته می‌شود. همچنین از روش‌های رگرسیون حداقل مربعات معمولی و حداقل مربعات تعمیم‌یافته که شامل آزمون‌های معتبری نظیر تی‌استیودنت و F فیشر جهت آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون و آزمون معنادار بودن معادله رگرسیون است استفاده می‌گردد. به علاوه برای توصیف تغییرات متغیرهای پژوهش نسبت به یکدیگر از ضریب تعیین و برای بررسی خودهمبستگی داده‌ها از آزمون دوربین-واتسون استفاده می‌شود. برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از نرم‌افزار Eviews بهره گرفته شد.

۴-۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نتایج حاصل در جدول شماره (۱) آمار توصیفی داده‌های پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول شماره (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	بیش سرمایه‌گذاری	اهرم مالی	اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت	اندازه شرکت	ارزش بازار به دفتری	بازده دارایی
نماد متغیرها	OVER_INV	IL	OC	SIZE	MTB	ROA
میانگین	102/0	549/0	532/0	174/14	547/3	223/0
میانه	000/0	563/0	000/1	989/13	001/3	166/0
بیشترین مقدار	630/2	965/0	000/1	773/19	919/13	938/0
کمترین مقدار	000/0	056/0	000/0	103/10	011/1	001/0
انحراف معیار	265/0	180/0	449/0	505/1	200/2	198/0
چولگی	468/5	-332/0	130/0-	980/0	686/1	424/1
کشیدگی	575/39	567/2	017/1	661/4	456/6	748/4
تعداد مشاهدات	693					

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول شماره (۱) متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر وضعیت فراوانی برای هر متغیر به صورت مجزا است. میانگین متغیر بیش سرمایه‌گذاری ۰/۱۰۲ می‌باشد که نشان می‌دهد که به طور میانگین ۱۰ درصد از سرمایه‌گذاری مدیران شرکت‌های نمونه انحراف داشته و دارای بیش سرمایه‌گذاری است. بیشترین مقدار بیش سرمایه‌گذاری در سال ۱۳۹۷ و کمترین مقدار در سال ۱۳۹۲ به ترتیب برای شرکت‌های شیمیایی فارس و البرز دارو می‌باشد. میانگین اهرم مالی شرکت‌های نمونه برابر با ۰/۵۴۹ درصد بوده که بیانگر این موضوع می‌باشد که به طور متوسط ۵۴ درصد از دارایی‌های شرکت‌های نمونه از بدهی‌های آنها تشکیل شده است. بیشترین مقدار اهرم مالی متعلق به شرکت دشت مرغاب و کمترین مقدار متعلق به شرکت توسعه صنایع بهشهر در سال ۱۳۹۷ می‌باشد. میانگین اندازه شرکت ۱۴/۱۷۴ می‌باشد که نشان از بزرگ بودن شرکت‌های نمونه انتخابی است. معمولاً شرکت‌هایی که از لحاظ اندازه بزرگتر هستند، به علت دسترسی به بازارهای محصول بیشتر و صرفه‌جویی در مقیاس در تاثیر عوامل تولید از ریسک تجاری کمتری برخوردارند، که بیشترین مقدار در سال ۱۳۹۷ برای شرکت فولاد مبارکه اصفهان و کمترین مقدار در سال ۱۳۹۲ برای شرکت کشت و صنعت پیادر می‌باشد. میانگین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت

1. Descriptive statistics
2. Inferential statistics

های نمونه ۳/۵۴۷ می‌باشد که بیشترین مقدار برای شرکت اما در سال ۱۳۹۳ و کمترین مقدار متعلق به شرکت سیمان داراب در سال ۱۳۹۲ است. میانگین بازده دارایی برابر با ۰/۲۲۳ می‌باشد که نشان می‌دهد که ۲۲ درصد از شرکت‌های نمونه سودآور هستند. عدد ۰/۹۳۸ در بازده دارایی بیانگر این است که شرکت فروسیلیس ایران در سال ۹۲، ۰/۹۳۸ برابر زمان خرید خود سود سرمایه‌ای و جاری داشته است.

۴-۲- نتایج آزمون فرضیه اول و دوم

فرضیه اول پژوهش: بین اهرم مالی و بیش سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.
فرضیه دوم پژوهش: بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت و بیش سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد. نتایج فرضیه‌های اول و دوم در جدول (۲) ارائه گردیده است.

جدول شماره (۲) ضرایب مدل رگرسیونی فرضیه اول و دوم

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال
مقدار ثابت	-343/1	-012/10	000/0
IL	050/0	388/1	165/0
OC	012/0	811/1	040/0
SIZE	098/0	944/10	000/0
MTB	003/0	106/2	035/0
ROA	026/0	284/1	199/0
ضریب تعیین	360/0	آماره F	183/3
ضریب تعیین تعدیل شده	247/0	احتمال آماره F	000/0
آماره دوربین- واتسون	838/1		

منبع: یافته‌های پژوهش

سطح معنی‌داری آماره F نشان‌دهنده برازش صحیح مدل می‌باشد، همانطور که در جدول (۲) ملاحظه می‌گردد، سطح معنی‌داری آماره F در سطح خطای ۵ درصد و میزان اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار بوده و فرض خطی بودن مدل و معنی‌داری آن پذیرفته می‌شود. در جدول فوق ضریب تعیین ۰/۳۶۰ است که نشان‌دهنده درصد تبیین متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در مدل است. برای آزمون عدم همبستگی واریانس‌های بیان نشده در دوره‌های مختلف که یکی از فرضیه‌های تجزیه و تحلیل رگرسیون است و خودهمبستگی نامیده می‌شود، فرض استقلال خطاها از یکدیگر است. در صورتی که فرض استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند، امکان استفاده از رگرسیون وجود نخواهد داشت. به منظور بررسی استقلال خطاها از آزمون دوربین- واتسون استفاده شد. چنان که آماره دوربین- واتسون در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گیرد، فرضیه صفر آزمون (عدم خودهمبستگی بین خطاها) مورد پذیرش قرار می‌گیرد و در غیر این صورت فرضیه صفر رد می‌شود. نتیجه آزمون دوربین- واتسون در جدول (۲) عدم خودهمبستگی بین خطاها را نشان می‌دهد. با توجه به مقدار احتمال و علامت آماره t، بین متغیرهای اهرم مالی و بیش اعتمادی مدیران با بیش سرمایه‌گذاری به ترتیب عدم رابطه معنادار و رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، که نشان‌دهنده عدم پذیرش فرضیه اول و پذیرش فرضیه دوم پژوهش است. همچنین بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام با بیش سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

۴-۳- نتایج آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم پژوهش: اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر رابطه بین اهرم مالی و بیش سرمایه‌گذاری تاثیر معناداری دارد. نتایج فرضیه سوم در جدول (۳) ارائه گردیده است.

جدول شماره (۳) ضرایب مدل رگرسیونی فرضیه سوم

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال
مقدار ثابت	-345/1	-971/9	000/0
IL	058/0	524/1	127/0
OC	026/0	318/1	187/0
$IL \times OC$	-026/0	-731/0	464/0
SIZE	098/0	905/10	000/0
MTB	004/0	216/2	027/0
ROA	026/0	251/1	211/0
ضریب تعیین	358/0	آماره F	129/3
ضریب تعیین تعدیل شده	244/0	احتمال آماره F	000/0
آماره دوربین- واتسون	835/1		

منبع: یافته‌های پژوهش

سطح معنی‌داری آماره F برازش صحیح مدل را نشان می‌دهد. در جدول فوق ضریب تعیین درصد تبیین متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در مدل را نشان می‌دهد. آماره دوربین-واتسون در جدول (۳) نشان‌دهنده عدم خودهمبستگی بین خطاها است. با توجه به مقدار احتمال و علامت آماره t ، بین متغیر تاملی $IL \times OC$ با بیش‌سرمايه‌گذاري رابطه معناداری وجود ندارد، که نشان‌دهنده عدم پذیرش فرضیه سوم پژوهش است. همچنین بین متغیرهای اهرم مالی و بیش اعتمادی مدیران با بیش‌سرمايه‌گذاري رابطه معناداری یافت نشد. بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام با بیش‌سرمايه‌گذاري رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

سرمايه‌گذاري بیش از حد بیانگر رفتارهای ناکارآمد سرمايه‌گذاري بوده که منجر به وقوع زیان و هدر رفتن سرمايه اجتماعی می‌شود. تئوری سرمايه‌گذاري بر این اعتقاد است که شرکت‌ها مایل به سرمايه‌گذاري در پروژه‌های با نرخ بازده ثابت و بالاتر از هزینه سرمايه و نیازمند هزینه تامین مالی کمتر می‌باشند. شرکت‌ها برای تامین منابع مالی مورد نیاز، جهت توسعه و انجام فعالیت‌های اقتصادی خود از منابع مختلف درون سازمانی یا برون سازمانی استفاده می‌کنند. این منابع عبارت از سود انباشته، سهام عادی، سهام ممتاز، بدهی کوتاه‌مدت و بدهی بلندمدت، می‌باشد. اتخاذ تصمیماتی که در رابطه با تعیین منابع مالی شرکت است از نظر ساختار سرمايه نیز با اهمیت بوده و بسیاری از تصمیمات مدیریت را تحت تاثیر قرار می‌دهد. در این شرایط مدیران بیش اعتماد نیز تمایل دارند بازده سرمايه‌گذاري‌ها را بیش از اندازه و احتمال و دامنه تغییرات شوک‌های منفی را کمتر از اندازه برآورد کنند. یک تعصب خوش‌بینانه اولیه در سود هرچند عمدی نباشد، می‌تواند منجر به ارائه نادرست سود دوره آتی توسط مدیران بیش اعتماد شود. در بررسی تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر رابطه بین اهرم مالی و بیش سرمايه‌گذاري، به منظور اندازه‌گیری بیش سرمايه‌گذاري از مدل کارایی سرمايه‌گذاري بهره گرفته شد و از باقیمانده مدل، شاخص سرمايه‌گذاري بیشتر از حد به دست آمد. در واقع چنانچه باقیمانده مدل بزرگتر از صفر باشد ($t > 0$) بیش سرمايه‌گذاري محسوب می‌شود. برای اندازه‌گیری اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت از تفاوت سود پیش‌بینی شده سالانه توسط مدیریت و سود واقعی استفاده شد. در بررسی پژوهش‌های انجام شده نتایج حاکی از آن بود زمانی که مدیران به منظور تامین مالی از منابع درون سازمانی استفاده می‌کنند احتمال انحراف از سرمايه‌گذاري کاهش می‌یابد. اما نتایج فرضیه اول نشان داد که در شرکت‌های مورد بررسی اهرم مالی با بیش سرمايه‌گذاري رابطه معناداری ندارد. نتایج فرضیه اول پژوهش مغایر با نتایج هی و همکاران (۲۰۱۹) و نتایج کبیری (۱۳۹۸) می‌باشد.

فرضیه دوم پژوهش رابطه بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت و بیش سرمايه‌گذاري را بررسی نمود که نتایج آن با نتایج هی و همکاران (۲۰۱۹)، ایخولم و پسترنک (۲۰۱۵)، نتایج کبیری (۱۳۹۸) و عربصالحی و همکاران (۱۳۹۳) همسو می‌باشد. با توجه به تایید فرضیه فرعی دوم که بیان می‌دارند، بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت و بیش سرمايه‌گذاري رابطه معناداری وجود دارد. می‌توان بیان کرد که مدیران بیش اعتماد احتمال و اثر رویدادهای مطلوب روی جریان نقدی شرکت را بیش برآورد کرده و احتمال و اثر رویدادهای نامطلوب را کم تخمین می‌زند این امر موجب می‌گردد تا آنها توانایی مالی جهت سرمايه‌گذاري در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت با نرخ رایج نداشته و نتوانند وجوه اضافی برای سرمايه‌گذاري را بدست آورند زیرا سرمايه‌گذاري بیش از حد مدیریت مبتنی بر این فرضیه است که مدیران بر اهمیت نقش خود تاکید دارند. در این پژوهش اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت از انحراف سود پیش‌بینی شده سالانه توسط مدیریت و سود واقعی اندازه‌گیری شده است. ارائه سودهای پیش‌بینی شده در میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۷ به صورت رسمی در گزارش هیات مدیره به مجمع عمومی عادی سالیانه انجام گرفته است. پیش از این دوره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به صورت پراکنده سودهای فصلی و سالانه خود را پیش‌بینی می‌کردند. از این رو جمع‌آوری اطلاعات مربوط به سودهای پیش‌بینی شده شرکت‌ها دشواری‌های زیادی در پی داشت. بنابراین با توجه به نتایج پژوهش به مدیران پیشنهاد می‌شود در صورت مشاهده انحراف مثبت سودهای پیش‌بینی شده در دوره‌های متوالی، اقدام به تجدیدنظر در نحوه پیش‌بینی سود و همچنین تصمیمات سرمايه‌گذاري خود نمایند. به علاوه نتایج سوم نشان داد که اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر رابطه بین اهرم مالی و بیش سرمايه‌گذاري تاثیر معناداری ندارد. نتایج فرضیه سوم پژوهش مغایر با نتایج هی و همکاران (۲۰۱۹) و نتایج کبیری (۱۳۹۸) می‌باشد. همچنین بررسی تاثیر توانایی‌های مدیران بر رابطه بین اهرم مالی و بیش و کم سرمايه‌گذاري، بررسی تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر کارایی تصمیمات سرمايه‌گذاري در شرایط اهرام و بررسی موضوع پژوهش با استفاده از مدل‌های دیگری همچون مدل بیدل و همکاران (۲۰۰۹) می‌تواند در پژوهش‌های آتی مورد توجه علاقمندان قرار گیرد.

مراجع

۱. ابراهیمی، سید کاظم، احمدی، مقدم، منصور (۱۳۹۵)، «تاثیر بیش اطمینانی مدیران بر مدیریت سود واقعی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، چشم انداز مدیریت مالی، شماره ۱۵، صص ۹-۲۳.

۲. اسدی، غلامحسین، محمدی، شاپور و یوسف معمار، فاطمه (۱۳۹۰)، «بررسی سیاستهای تامین مالی شرکتها بر اساس تئوری حرکت همگام با بازار»، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۹، صص ۶۵-۷۷.
۳. برزیده، فرخ، جوانی قلندری، موسی و عظیمی، عابد. (۱۳۹۷). «بررسی تاثیر استراتژی های تجاری بر کارایی سرمایه گذاری». دانش حسابداری. دوره ۹، شماره ۴، صص ۱۵۳-۱۸۴.
۴. بشکوه، مهدی و کشاورز، فاطمه. (۱۳۹۷). «بررسی فرا اطمینانی مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام». راهبرد مدیریت مالی. سال ۶ شماره ۲۱، صص ۱۸۳-۲۰۸.
۵. سالطه، حیدر محمدزاده، بادآور نهندي، یونس و اسماعیل نژاد، مجید. (۱۳۹۴). «بررسی تأثیر نظام راهبردی شرکت بر ارزش شرکت با تأکید بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». بررسی های حسابداری و حسابرسی. دوره ۲۲، شماره ۱، صص ۱۲۵-۱۴۲.
۶. عربصالحی، مهدی، امیری، هادی و کاظمی نوری، سپیده. (۱۳۹۳). «بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه گذاری- جریانهای نقدی». پژوهش های حسابداری مالی. سال ۶ شماره ۲، صص ۱۱۵-۱۲۸.
۷. فروغی، داریوش، امیری، هادی و ساکیانی، امین. (۱۳۹۵). «توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه گذاری و کیفیت گزارشگری مالی». پژوهش های تجربی حسابداری. سال ۶ شماره ۲۱، صص ۶۳-۸۹.
۸. قدمیاری، نسرين و افتخاری خراسان، فاطمه. (۱۳۹۴). «بررسی رابطه بین ساختار سرمایه با بیش سرمایه گذاری». سومین کنفرانس بین المللی پژوهش های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری. صص ۱-۱۷.
۹. کاشانی پور، محمد و محمدی، منصور. (۱۳۹۶). «بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران با نگهداشت وجه نقد و حساسیت جریان نقدی وجه نقد». پژوهش های حسابداری مالی. سال ۹، شماره ۳، صص ۱۷۳۲.
۱۰. کبیری، روشنگر. (۱۳۹۸). «تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریت و تامین مالی داخلی بر کارایی سرمایه گذاری». فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری. سال سوم، شماره ۵۱، جلد سوم، صص ۳۱-۱۶.
۱۱. مرادزاده فرد، مهدی. (۱۳۹۵). «توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه گذاری و ریسک سقوط آتی قیمت سهام». مطالعات تجربی حسابداری مالی. سال ۱۳، شماره ۵۰، صص ۲۵-۵۶.
۱۲. ملکیان کله بستی، اسفندیار، کامیابی، یحیی و میرکاظمی، سیده رقیه. (۱۳۹۲). «بررسی رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیران و محافظه کاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». همایش حسابداری ایران.
۱۳. واعظ، سیدعلی و رشیدی باغی، محسن. (۱۳۹۳). «تأثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین محافظه کاری حسابداری و کارایی سرمایه گذاری». پیشرفتهای حسابداری دانشگاه شیراز. دوره ۶ شماره ۲، صص ۱۶۷-۱۹۵.
14. Biddle, Gary, Gilles Hilary and Rodrigo. s V. (2009). "How does financial reporting quality relate to investment efficiency?", *Journal of Accounting and Economics*, Volume 48
15. Deshmukh, S., A. M. Goel, and K. M. Howe. (2013). CEO Overconfidence and Dividend Policy. *Journal of Financial Intermediation*. Vol. 22, No. 3, Pp. 440° 463.
16. Deshmukh, S., A. M. Goel, and K. M. Howe. (2015). Do CEO Belief affect Firm Cash Holding ?. *Corporate Governance & Sociology or Psychology eJournal*.
17. Ekholm, A., and Pasternake, D. (2015). Over confidence and investor Size. *European financial management*. Vol 14, No 1, Pp 82°98. doi: 10.1111/j. 1468-036X.00405.x
18. Fairchild, R. (2017). Managerial Overconfidence, Moral Hazard Problems, and Excessive Lifecycle Debt Sensitivity. *Investment Management and Financial Innovations*, Vol 6, N 3, Pp 35-42. 13-
19. Gomariz, M.F. C. & Ballesta, J.P.S. (2013). "Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency". *Journal of Banking and Finance*, Available at: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.013>.
20. He, Y. Chen, C. Hu, Y. (2019). Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: Evidence from China. *Research in International Business and Finance* 47(2019) 501-510.
21. Huang, W., Jiang F., Liu, Z., and Zhang M. (2018). Agency cost, top executives' overconfidence, and investment-cash flow sensitivity- Evidence from listed companies in China. *Pacific- Basin Finance Journal*. Vol 19, Pp 261-277
22. Jensen, C. M. (1986). Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76 (2): 71-92.
23. Lin, Y., Hu, S. and Chen, M. (2005). Managerial optimism and corporate investment: some empirical evidence from Taiwan. *Pacific- Basin Finance Journal*. Vol 13, Pp 523-546.
24. Malmendier, U., and Tate, G. (2016). Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence. *European Financial Management*. Vol 11, No 5, Pp 649-659.
25. Myers, S.C. & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2): 187-221.

26. Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*. Vol 11, Pp 159-189.
27. Wong, Y. (2005). The Effects of Dividend Initiations on Stock Returns: A Propensity Score Matching Approach. *Journal of Accounting and Economics*, 40:112-126.

Investigating the effect of management overconfidence on the relationship between financial leverage and overinvestment

Abstract

The purpose of this study was to investigate the effect of management overconfidence on the relationship between financial leverage and overinvestment in companies listed on the Tehran Stock Exchange during the years 1392 to 1398. For this purpose, the data of 99 manufacturing companies listed on the Tehran Stock Exchange were analyzed. This research is of an applied type that describes the correlation between the studied variables. To test the research hypotheses, regression models were estimated based on the panel. The results of testing the research hypotheses show that there is no significant relationship between financial leverage and overinvestment. The results also showed that there is a positive and significant relationship between management overconfidence and overinvestment. But the results showed that management overconfidence did not have a significant effect on the relationship between financial leverage and overinvestment.

Keywords: management overconfidence, financial leverage, overinvestment