

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی  
سال ششم، شماره دوم، شماره پیاپی (۲۰)، تابستان ۱۳۹۳  
تاریخ وصول: ۱۳۹۲/۵/۲۴  
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۳/۳/۲۰  
صص: ۱۱۵-۱۲۸

## بررسی تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه گذاری - جریان‌های نقدی

مهدی عربصالحی<sup>۱\*</sup>، هادی امیری<sup>\*\*</sup>، سپیده کاظمی نوری<sup>\*\*\*</sup>

\* استادیار حسابداری، دانشگاه اصفهان

mehdi\_arabsalehi@acnt.ui.ac.ir

\*\* استادیار اقتصاد، دانشگاه اصفهان

h.amiri@ase.ui.ac.ir

\*\*\* کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه اصفهان

kazemi.sepideh.14@gmail.com

### چکیده

میزان جریان‌های نقدی تاثیر زیادی بر میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت دارد، زیرا ارزان‌تر از منابع تامین مالی خارجی بوده، مدیران کنترل بیشتری بر آن دارند. از این رو، تغییرات جریان‌های نقدی ممکن است به تغییرات میزان سرمایه‌گذاری و بروز حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی منجر شود. حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی علاوه بر ویژگی‌های شرکت و شرایط بازار، تحت تاثیر خصوصیات فردی مدیران مانند اعتماد به نفس بیش از حد نیز قرار دارد. مدیران دارای این ویژگی، به دلیل خوشبینی مفرط اقدام به سرمایه‌گذاری در طرح‌هایی می‌نمایند که فاقد جریان نقدی مورد نیاز برای کسب بازده مورد انتظار سهامداران است. این پژوهش با استفاده از رگرسیون لجستیک به بررسی تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی پرداخته است. بدین منظور، نمونه‌ای شامل ۱۰۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ مطالعه شده است. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که در دوره زمانی مورد بررسی، اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد باعث افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی شده است.

**واژه‌های کلیدی:** حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی، اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری.

**مقدمه**

بی‌شک، مساله سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین وظایف مدیران شرکت است. در صورتی که مدیران بتوانند به درستی فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش (طرح‌های با ارزش فعلی خالص مثبت) در بازار را تشخیص دهند و به میزان مناسب در هر یک از آن‌ها سرمایه‌گذاری نمایند، در نهایت، این امر سبب رشد شرکت شده، ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت. میزان جریان‌های نقدی شرکت به دلیل هزینه سرمایه کمتر نسبت به تامین مالی خارجی و همچنین، کنترل بیشتر مدیران بر آن، تاثیر زیادی بر میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت دارد. پژوهش‌های انجام شده نشان می‌دهد که حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی، علاوه بر ویژگی‌های شرکت و شرایط بازار، تحت تاثیر خصوصیات فردی مدیران نیز قرار دارد. در سال‌های اخیر مطالعات زیادی در این زمینه انجام پذیرفته که نشان می‌دهد مدیران همواره به صورت کاملاً عقلایی رفتار نکرده، تحت تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد و خوشبینی‌های مفرط ممکن است تصمیماتی غیرعقلایی اتخاذ کنند که تاثیری مهم بر فعالیت‌های مالی شرکت، به ویژه بحث سرمایه‌گذاری دارد [۶]. از این‌رو، در پژوهش حاضر به بررسی تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی پرداخته شده است. شایان ذکر است تاکنون در پژوهش‌های داخلی اعتماد به نفس بیش از اندازه به عنوان یکی از عوامل تاثیرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاران بررسی شده است، اما در این پژوهش این فرضیه برای اولین بار از دید مدیریت بررسی شده است. در ادامه، به مبانی نظری پژوهش در ارتباط با حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی،

کارایی سرمایه‌گذاری، اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد و پیشینه پژوهش پرداخته و سپس روش پژوهش و نتایج حاصله بیان گردیده است.

**مبانی نظری و پیشینه پژوهش**

مدیران شرکت‌ها، با شناخت عوامل مؤثر 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 [۱۱]. 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. فرضیه بیش و کم سرمایه‌گذاری بیان می‌کند شرکت‌هایی که کمتر از سطح بهینه سرمایه‌گذاری کنند، از مشکل کم سرمایه‌گذاری و شرکت‌هایی که بیشتر از سطح بهینه سرمایه‌گذاری کنند، از مشکل بیش سرمایه‌گذاری آسیب می‌بینند؛ لذا شناخت عوامل مهم و تاثیرگذار بر سطح سرمایه‌گذاری‌ها، در ارزیابی، شناسایی و تعیین سطح بهینه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، بسیار حائز اهمیت است [۱]. با توجه به مطالعات انجام شده، منابع تامین مالی داخلی شرکت از مواردی است که می‌تواند بر میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت تاثیرگذار باشد [۱۷]، [۲۵].

میزان اتکای یک شرکت بر منابع داخلی از طریق "حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی" آن شرکت تعیین می‌شود. شاخص حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی برای نخستین بار توسط فازاری و همکاران [۱۱] معرفی گردید که از طریق اندازه‌گیری میزان تغییرات در مخارج سرمایه‌ای

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 فرصت‌های سرمایه‌گذاری، 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 [۱۶]، 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 می‌شود. مروری بر مطالعات انجام شده (برای مثال؛ هوانگ و همکاران [۱۷]؛ مل مندر و تیت [۲۱] و ریچاردسون [۲۵]) نشان می‌دهد که عوامل مختلفی از جمله محدودیت مالی و عوامل ایجاد کننده این محدودیت مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی تأثیرگذارند و می‌توانند به ناکارایی سرمایه‌گذاری منجر شوند. حساسیت بالای سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی همچنین، ممکن است به دلایل مالی - رفتاری بروز نماید [۱۷]، [۲۱] و یکی از این عوامل رفتاری، اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد شرکت‌هاست.

اعتماد به نفس بیش از حد یک ویژگی شخصیتی است که می‌تواند به صورت اریب رفتاری و داشتن اعتقادات غیرواقعی (مثبت) در رابطه با هر یک از جنبه‌های یک پیشامد در شرایط عدم اطمینان تعریف

شرکت به ازای یک واحد تغییر در جریان‌های نقدی، تعریف می‌شود؛ بدین معنی که نوسان‌های میزان سرمایه‌گذاری‌ها در مقابل تغییرات جریان‌های نقدی بیانگر مفهوم حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی است.

ریچاردسون [۲۵] حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی را به عنوان بیش (کم) سرمایه‌گذاری نسبت به آنچه برای نگهداری مناسب دارایی‌ها و برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های جدید مورد انتظار در پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت از طریق منابع داخلی، مورد نیاز است، تعریف می‌کند. بنابراین، وجود بیش (کم) سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی داخلی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری که شرکت با آن روبه‌روست، بیان کننده حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی است و هرچه حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی بالاتر باشد، در نتیجه، بروز بیش (کم) سرمایه‌گذاری و ناکارایی سرمایه‌گذاری بیشتر می‌شود [۱۱]، [۱۷]، [۲۵].

واحد تجاری زمانی کارا در سرمایه‌گذاری تعریف می‌شود که همه پروژه‌هایی را که ارزش فعلی خالص مثبت داشته باشد، انتخاب کند. بنابراین، درشرایطی که هیچ اصطکاکی مثلاً انتخاب ناسازگار<sup>۱</sup> یا هزینه‌های نمایندگی وجود ندارد، سرمایه‌گذاری ناکارا، صرف‌نظر کردن از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت است (کم سرمایه‌گذاری). به‌علاوه 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،

<sup>۱</sup> adverse selection

## پیشینه پژوهش

در سال‌های اخیر مطالعاتی در زمینه محدودیت‌های مالی، حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی، کارایی سرمایه‌گذاری انجام شده است، اما تاکنون هیچ پژوهش داخلی در رابطه با اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد و تأثیر آن بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی انجام نشده است. در ادامه، به بعضی از تحقیقات خارجی و داخلی مربوط اشاره می‌گردد:

کرامر و لیو [۱۹] در پژوهشی با استفاده از معیارهای اندازه‌گیری اعتماد به نفس بیش از حد مل‌مندیر و تیت [۲۱] و [۲۲] در رابطه با زمان اعمال اختیاراتی معامله در دست مدیریت، به بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر دیدگاه تحلیلگران پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد، تحلیلگران، سودهای شرکت‌هایی را که دارای مدیران با اعتماد به نفس بالا هستند، خوشبینانه تلقی می‌کنند. هوانگ و همکاران [۱۷]، در پژوهشی به بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی و همچنین، بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رابطه مذکور پرداختند.

نتایج این پژوهش نشان داد که به‌طور 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.

فیرچیلد [۱۲] در پژوهشی با عنوان "اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی، مسأله 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

شود [۲۶]. اکثر مدیرانی که دارای اعتماد به نفس بالا هستند، نسبت به تصمیمات خود و نتایج آن‌ها علی‌الخصوص در زمینه تصمیمات سرمایه‌گذاری بسیار خوش‌بین هستند [۹]. این مدیران به دلیل خوش‌بینی بیش از حد، ممکن است جریان‌های نقدی حاصل از پروژه‌ها را اشتبهاً بسیار مطلوب پیش‌بینی کرده و از این رو، بسیاری از پروژه‌ها را بالاتر از ارزش واقعی‌شان ارزش‌گذاری کنند. از طرف دیگر، آن‌ها اعتقاد دارند که بازار شرکت آنان را کمتر از واقع ارزش‌گذاری می‌کند و باعث می‌شود تأمین مالی خارجی پرهزینه باشد. به همین دلیل، در صورتی که شرکت دارای منابع داخلی باشد، ممکن است مدیرانی با اعتماد به نفس بیش از حد، تمایل بیشتری به بیش سرمایه‌گذاری از خود نشان دهند، اما در صورتی که تأمین مالی پروژه‌ها نیازمند منابع خارجی باشد، ممکن است کم سرمایه‌گذاری صورت گیرد [۲۲].

پژوهش‌های هیتون [۱۵] و لین و همکاران [۲۰] نیز نشان داد که حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی در شرکت‌هایی که مدیران آن‌ها دارای اعتماد به نفس بیش از حد هستند، شدیدتر است.

در پژوهش‌های مالی معیارهای متفاوتی، از جمله سه معیار نگهداری اختیار معامله (توسط مدیران ارشد) به مدت طولانی<sup>۱</sup>، نگهداری اختیار معامله (توسط مدیران ارشد) تا زمان سررسید<sup>۲</sup>، و اعتیاد به خرید سهام<sup>۳</sup> [۲۱]، معیار پوشش رسانه‌ها [۲۱]، میزان حقوق نسبی مدیران ارشد [۱۴] و معیار سودهای پیش‌بینی شده توسط مدیران [۲۰] برای بررسی اعتماد به نفس بیش از حد مدیران استفاده شده است.

<sup>۱</sup> holding options too long

<sup>۲</sup> holding options forever

<sup>۳</sup> habitual buyer of stock

ریچاردسون [۲۵] در پژوهشی دریافت که سرمایه‌گذاری به میزانی بیش از حد بهینه، در شرکت‌های دارای سطوح بالای جریان‌های نقد آزاد بیشتر است. همچنین، وی طی بررسی رابطه ساختار نظام راهبری شرکت و سرمایه‌گذاری بیش از حد بهینه جریان‌های نقد آزاد، دریافت که برخی از ساز و کارهای نظام راهبری شرکت باعث کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد بهینه می‌گردد.

هیتون [۱۵] تلاش کرد تا مدلی برای بررسی فرآیند تصمیم‌گیری مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد، بدون در نظر گرفتن هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی ارائه نماید. یافته‌های پژوهش وی نشان می‌دهد که مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد، تحت این باور که بازار ارزش پروژه‌های شرکت را کمتر از واقع تخمین می‌زند و هزینه‌های تأمین مالی خارجی بسیار بالا خواهد بود، حساسیت سرمایه‌گذاری خود را نسبت به جریان‌های نقدی آزاد افزایش خواهند داد. همچنین، مدیران خوشبین، اغلب جریان‌های نقدی را بیشتر از واقع پیش‌بینی می‌کنند، در نتیجه فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت نیز بیش از واقع ارزش‌گذاری خواهد شد.

تهرانی و حصارزاده [۱] در پژوهشی با عنوان "تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری" به بررسی رابطه بین جریان‌های نقدی آزاد و بیش سرمایه‌گذاری و همچنین، رابطه بین محدودیت در تأمین مالی و کم سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که رابطه مستقیم و معناداری میان جریان‌های نقدی آزاد و بیش

کمتر از واقع در نظر می‌گیرد. بررسی‌های وی مشخص کرد که با در نظر گرفتن عامل مسأله نمایندگی در حالت کم کاری مدیریت، یک رابطه مثبت میان اعتماد به نفس مدیریتی و اهرم بدهی شرکت وجود دارد.

مل مندی و همکاران [۲۱]، در بررسی رفتار مدیران دریافتند که خصوصیات شخصی آن‌ها، به ویژه اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی، ممکن است به انحرافات در تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت منجر شود، و این مدیران خوشبین به‌طور معنی‌داری حساسیت سرمایه‌گذاری بیشتری به جریان‌های نقدی آزاد، به ویژه در شرکت‌های سهامی دارند. نتایج آن‌ها همچنین نشان داد که مدیران با اعتماد به نفس بیش از اندازه، تأمین مالی از طریق بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند.

اخولم و پاسترناک [۱۰]، در پژوهشی با عنوان "اعتماد به نفس بیش از اندازه و حجم سرمایه‌گذاری" به بررسی رابطه میان رفتار سرمایه‌گذاران و ظرفیت سرمایه‌گذاریشان در کشور فنلاند پرداختند.

روش کار به این شکل بود که سرمایه‌گذاران در برابر واکنش به اخبار جدید مثبت و منفی مورد آزمایش قرار گرفته و عکس‌العمل آن‌ها در جهت‌های مثبت و منفی از دیدگاه ظرفیت و آستانه سرمایه‌گذاری تحلیل شد. یافته‌های این پژوهش نشان داد که سرمایه‌گذاران جزئی‌تر و با اعتماد به نفس بالاتر، آسیب بیشتری از رفتارهای سرمایه‌گذاریشان می‌بینند. در پایان، آن‌ها با جمع‌آوری نتایج حاصله به این باور دست یافتند که رفتار سرمایه‌گذار با اندازه و حجم سرمایه‌گذاری تغییر کرده و از آن متأثر است.

سرمایه‌گذاری وجود دارد، اما رابطه میان محدودیت در تأمین مالی و کم سرمایه‌گذاری تأیید نشد.

عربصالحی و اشرفی [۳] در پژوهشی با عنوان "نقش ذخایر نقدی در تعیین حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" با بررسی ۷۲ شرکت برای یک دوره زمانی ۱۰ ساله نشان دادند که ذخایر نقدی نقش مثبتی در افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی ندارد. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که اختلافی در حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی شرکت‌های دچار کمبود نقدینگی با شرکت‌های فاقد کمبود نقدینگی مشاهده نمی‌گردد.

#### فرضیه‌های پژوهش

همان‌طور که بیان شد، این پژوهش به دنبال بررسی ارتباط میان اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد و حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی است. با توجه به اهداف ذکر شده، فرضیه‌های این پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: میزان جریان‌های نقدی بر سطح سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است.

فرضیه دوم: اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی تأثیرگذار است.

#### روش پژوهش

پژوهش حاضر بر مبنای هدف از نوع پژوهش‌های کاربردی است. همچنین، از نظر ماهیت و روش از نوع پژوهش‌های توصیفی - همبستگی محسوب می‌شود.

قلمرو موضوعی این پژوهش مالی - رفتاری است و جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده

در بورس اوراق بهادار تهران است. بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ برای این پژوهش در نظر گرفته شده است. داده‌های مورد نیاز پژوهش نیز از اطلاعات مالی مندرج در صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های نمونه آماری، نرم‌افزار تدبیر پرداز، نرم افزار ره‌آورد نوین، سایت مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار<sup>۱</sup> و همچنین، شبکه کدال استخراج گردیده است.

برای آماده‌سازی متغیرهای لازم جهت استفاده در مدل‌های مربوط به آزمون فرضیه‌ها، از نرم افزار صفحه گسترده (اکسل) استفاده شده است. برای انجام تحلیل‌های نهایی، از نرم افزار Eviews، نرم افزار stata و نرم افزار Spss استفاده شده است. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از آزمون معنی‌داری تفاوت میانگین‌ها با استفاده از آماره t و همچنین، از مدل‌های آماری رگرسیون چند متغیره و رگرسیون لجستیک استفاده شده است.

در این پژوهش به منظور نمونه‌گیری از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک استفاده شده است.

بدین منظور، کلیه شرکت‌های جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده‌اند، به عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف شده‌اند:

۱- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها آخرین روز اسفند ماه باشد.

۲- به منظور همگن بودن اطلاعات، ماهیت فعالیت آن‌ها واسطه‌گری مالی نباشد.

۳- معاملات سهام آن‌ها طی دوره پژوهش بیش از یک سال در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد؛ بدین منظور که بازه سالانه سهام قابل محاسبه باشد.

<sup>۱</sup> www.rdis.ir

متغیر از طریق برآورد مدل بیش (کم) سرمایه‌گذاری در ادامه و در رابطه (۴) بیان گردیده است.

**Confidence**: معیار اندازه‌گیری اعتماد به نفس بیش از اندازه مدیران است که به پیروی از هوانگ و همکاران [۱۷]، جیانگ و همکاران [۱۸]، لین و همکاران [۲۰] و پارک و کیم [۲۴] و 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، بیش از تعداد دفعاتی باشد که کمتر از واقع پیش‌بینی می‌کند، مدیریت دارای اعتماد به نفس بیش از اندازه خواهد بود و متغیر **Confidence** مقدار یک می‌گیرد و در غیر این صورت برای این متغیر مقدار صفر در نظر گرفته می‌شود.

**Cashflow**: نسبت خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی در طول سال مالی، به کل دارایی‌ها در انتهای سال؛

**Tobin'sQ**: فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت که از طریق رابطه (۳) محاسبه می‌شود:

$$Tobin'sQ = \frac{MVS+BVD}{BVA} \quad \text{رابطه (۳)}$$

**MVS**: ارزش بازار سهام عادی

**BVD**: ارزش دفتری بدهی‌ها

**BVA**: ارزش دفتری دارایی‌ها

**Lev**: اهرم که از طریق تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

**Size**: اندازه شرکت که از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

۴- اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این تحقیق قابل دسترسی باشد.

با اعمال شرایط فوق تعداد اعضای نمونه این پژوهش شامل ۱۰۳ شرکت است.

همان‌طور که ذکر گردید، در این پژوهش برای نخستین بار در میان پژوهش‌های داخلی، اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد اندازه‌گیری شده است و طبق بررسی‌های آماری این پژوهش، در دوره زمانی مورد بررسی حدود ۵۵/۳ درصد از مدیران ارشد (شرکت‌های نمونه) اعتماد به نفس بیش از اندازه داشته‌اند.

#### مدل‌های پژوهش

در این پژوهش، برای بررسی فرضیه‌های اول و دوم به ترتیب از مدل‌های رگرسیون لجستیک نشان داده شده در رابطه‌های (۱) و (۲) استفاده شده است.

رابطه (۱)

$$\begin{aligned} Overinvest_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Cashflow_{i,t} \\ & + \beta_2 Tobin'sQ_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} \\ & + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Top1_{i,t} + \\ & \beta_6 ROE_{i,t} + \beta_7 Group_{i,t} + \varepsilon \end{aligned}$$

رابطه (۲)

$$\begin{aligned} Overinvest_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Cashflow_{i,t} \\ & + \beta_2 (Cashflow_{i,t} * Confidence_{i,t}) \\ & + \beta_3 Tobin'sQ_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \\ & \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Top1_{i,t} + \\ & \beta_7 ROE_{i,t} + \beta_8 Group_{i,t} + \varepsilon \end{aligned}$$

در این روابط، متغیرها به صورت ذیل تعریف می‌گردند:

**Overinvest**: بیش (کم) سرمایه‌گذاری متغیر وابسته مدل است که مقدار آن صفر (کم سرمایه‌گذاری) یا یک (بیش سرمایه‌گذاری) است. نحوه محاسبه این

Top1: درصد سهامی که در دست بزرگترین سهامدار

قرار دارد.

ROE: عملکرد شرکت که از طریق تقسیم سود خالص بر میانگین ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود.

Group: چنانچه شرکت مورد نظر شرکت اصلی گروه باشد، این متغیر یک می‌گیرد و در غیر این صورت، صفر می‌گیرد.

### مدل بیش / کم سرمایه‌گذاری

برای دستیابی به داده‌های مربوط به متغیر Overinvest ابتدا لازم است تا مدل بیش (کم) سرمایه‌گذاری برآورد شود. همان‌گونه که ذکر گردید، حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی ممکن است به صورت بیش یا کم سرمایه‌گذاری بروز نماید. بررسی ادبیات موضوع نشان می‌دهد که بسیاری از محققان، از مدل فرصت‌های رشد شرکت برای برآورد حد مطلوب سرمایه‌گذاری استفاده نموده‌اند [۷]، [۸]، [۲۳]، [۲۷]. مبنای نظری این مدل این است که فرصت‌های رشد شرکت باید سرمایه‌گذاری‌های جدید شرکت را توجیه کند.

چنانچه فرصت‌های رشد نتواند سرمایه‌گذاری‌ها را توجیه نماید، مقادیر خطای حاصل از رگرسیون، بیش و کم سرمایه‌گذاری را نشان خواهد داد. در نظر گرفتن بیش یا کم سرمایه‌گذاری نسبت به میزان جریان‌های نقدی بیانگر عامل حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی خواهد بود. در این پژوهش، بیش (کم) سرمایه‌گذاری با استفاده از مدل رگرسیونی نشان داده شده در رابطه (۴) که توسط ریچاردسون [۲۵] و هوانگ و همکاران [۱۷] نیز استفاده شده، محاسبه شده است.

$$\begin{aligned} \text{Newinvt}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Grow}_{i,t-1} + \\ & \beta_2 \text{Lev}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Cash}_{i,t-1} + \\ & \beta_4 \text{Age}_{i,t-1} + \beta_5 \text{Size}_{i,t-1} + \\ & \beta_6 \text{Return}_{i,t-1} + \beta_7 \text{Newinvt}_{i,t-1} \\ & + \sum_{i=1}^n \beta_{i,t} \text{Industry}_i + \sum_{i=1}^5 \beta_{i,t} \text{Year}_t + \varepsilon \end{aligned}$$

در این رابطه:

Newinvt: سرمایه‌گذاری‌های جدید شرکت که از طریق خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری محاسبه می‌شود.

Grow: فرصت‌های رشد شرکت که از طریق نرخ رشد درآمد فروش محاسبه شده است.

Lev: اهرم شرکت که از طریق تقسیم کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها محاسبه شده است.

Cash: موجودی نقد شرکت که از طریق لگاریتم طبیعی مجموع وجوه نقد و سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار کوتاه مدت محاسبه شده است.

Age: سال‌هایی که نماد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران ثبت شده است.

Size: اندازه شرکت که از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها محاسبه شده است.

Return: بازده سالانه سهام شرکت که از نرم افزار تدبیرپرداز استخراج شده است.

Industry: متغیر مجازی نوع صنعت.

Year: متغیر مجازی سال.

ε: جزء خطا

در این مدل لازم است علاوه بر معنی‌داری مدل، ضریب متغیر Grow نیز معنی‌دار محاسبه شود.

بر اساس مطالعات انجام شده (برای مثال، تهرانی و حصارزاده [۱]؛ هاشمی و همکاران [۵]؛ بیدل و هیلاری [۸]؛ فازاری [۱۱]؛ هوانگ و همکاران [۱۷]؛



۵٪ است، می‌توان نتیجه گرفت استفاده از داده‌های تابلویی صحیح است [۴]. برای تعیین روش اثرهای ثابت یا اثرهای تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است. با توجه به اینکه احتمال آماره آزمون هاسمن کوچکتر از ۰/۰۵ و برابر با ۰/۰۰۰ محاسبه شد، بنابراین، استفاده از روش اثرهای ثابت صحیح است [۴]. نتایج برآورد مدل (۴) به‌طور خلاصه در نگاره (۱) نشان داده شده است.

مطابق نگاره (۱)، ضریب تعیین تعدیل شده مدل، ۰/۷۱۳ محاسبه شده است که نشان می‌دهد حدود ۷۱٪ از تغییرات متغیر وابسته، به وسیله متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. احتمال آماره F کمتر از سطح خطای ۵٪ محاسبه شده است که نشان می‌دهد مدل معنی‌دار بوده و از اعتبار کافی برخوردار است.

به منظور بررسی خود همبستگی و ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها به ترتیب از آزمون‌های xtserial و Irtest استفاده شده است. نتایج آزمون‌های مذکور نشان دهنده وجود ناهمسانی واریانس در باقیمانده‌های مدل است. از این رو، برای تصحیح خطای استاندارد ضرایب برآورد شده از روش white cross section استفاده گردیده است. نتایج آزمون xtserial نشان‌دهنده عدم خود همبستگی مرتبه اول است.

وردی [۲۷]) برای اندازه‌گیری سرمایه‌گذاری‌های جدید شرکت از معیارهای تفاوت دارایی‌های ثابت مشهود ابتدا و پایان سال مالی، تفاوت دارایی‌های غیرجاری ابتدا و انتهای سال مالی، تفاوت سرمایه‌گذاری‌های بلند مدت ابتدا و پایان سال مالی، تفاوت مجموع دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری‌های بلند مدت ابتدا و پایان سال مالی استفاده شده است.

همچنین، برای اندازه‌گیری فرصت‌های رشد از معیار Q-Tobin و همچنین، رشد فروش استفاده شده است. بنابراین، در مجموع ۱۰ مدل مختلف (با استفاده از چهار معیار سرمایه‌گذاری‌های جدید فوق‌الذکر و همچنین، خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و دو معیار فرصت‌های رشد) برآورد شده است. تمامی مدل‌های برآورد شده در فاصله اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بوده‌اند، اما تنها زمانی که معیار اندازه‌گیری سرمایه‌گذاری‌های جدید، خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و معیار اندازه‌گیری فرصت‌های رشد، رشد فروش باشد، ضریب متغیر Grow مثبت و معنی‌دار محاسبه می‌شود. بنابراین، در نهایت از معیارهای مذکور برای اندازه‌گیری بیش و کم سرمایه‌گذاری شرکت‌های نمونه در مدل مذکور استفاده شده است. برای برآورد مدل به پیروی از ریچاردسون [۲۵] و هوانگ [۱۷] از داده‌های ترکیبی با اثرهای ثابت زمانی و اثرهای ثابت صنعت استفاده شده است. به منظور بررسی صحت استفاده از مدل داده‌های تابلویی از آزمون F لیمر استفاده شده است [۲].

با توجه به اینکه احتمال محاسبه شده آزمون F لیمر با آماره ۳/۹۶۸، برابر با ۰/۰۰۳ و کمتر از خطای

نگاره ۱. نتایج برآورد مدل بیش و کم سرمایه‌گذاری

متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	p-value
عرض از مبدأ	-۱۵۱۰۶۰/۴	۳۷۷۴۴۹/۷	-۰/۴۰۰۲۱۳	۰/۶۸۹۲
GROW (-۱)	۱۸۳۸۷/۷۱	۷۸۲۳/۹۸۲	۲/۳۵۰۱۷۳	۰/۰۱۹۲
CASH (-۱)	-۸۳/۶۱۷۸۷	۱۱۵۳۲/۹	-۰/۰۷۲۵	۰/۹۹۴۲
LEV (-۱)	-۱۲۳۹۲۸/۹	۴۵۶۲۶/۴۷	-۲/۷۱۶۱۶۲	۰/۰۰۶۸
AGE (-۱)	-۶۱۱/۲۷۳	۳۰۴/۳۲۹۸	-۲/۰۰۸۵۸۷	۰/۰۴۵۱
SIZE (-۱)	۱۸۳۳۵/۳۴	۲۳۰۴۷/۷۳	۰/۷۹۵۵۳۸	۰/۴۲۶۷
RETURN (-۱)	-۴۳/۷۶۵۷۵	۵۲/۸۷۸۵۱	-۰/۸۲۷۶۶۶	۰/۴۰۸۳
NEWINVT (-۱)	۰/۸۶۴۵۳۷	۰/۰۵۸۶۴۹	۱۴/۷۴۰۸۴	۰
ضریب تعیین تعدیل شده				
F آماره				
احتمال آماره F				
آماره دوربین - واتسون				

سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است.

ضریب متغیر Cashflow برابر با ۴/۲۱۷ محاسبه شده است. احتمال ضریب برآورد شده کوچک‌تر از سطح خطای ۵٪ محاسبه شده است، بنابراین، ضریب محاسبه شده در فاصله اطمینان ۹۵ معنی‌دار است. به عبارت دیگر، میزان جریان‌های نقدی بر سطح سرمایه‌گذاری‌ها تاثیر گذار است و فرضیه اول پژوهش تایید می‌شود. تاثیرگذاری جریان‌های نقدی بر سطح سرمایه‌گذاری‌ها بیانگر وجود حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی است.

به منظور بررسی برازش مدل برآورد شده از آزمون هاسمر - لمشو استفاده شده و با توجه به اینکه احتمال آماره آزمون هاسمر - لمشو بزرگتر از ۰/۰۵ محاسبه است، بنابراین، مدل برآورد شده از برازش مناسبی برخوردار است.

بر اساس معیار در نظر گرفته شده توسط هوانگ و همکاران [۱۷] و ریچاردسون [۲۵]، اگر در رابطه (۴)، جزء خطا مثبت باشد، به معنی بیش سرمایه‌گذاری و چنانچه منفی باشد، به معنای کمتر سرمایه‌گذاری در شرکت است.

### یافته‌های پژوهش

#### نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

فرضیه اول این پژوهش به بررسی تاثیر میزان جریان‌های نقدی بر سطح سرمایه‌گذاری‌ها پرداخته است. برای آزمون فرضیه اول، با توجه به نوع داده‌ها و به پیروی از هوانگ و همکاران [۱۷] از روش رگرسیون لجستیک استفاده شده است که در رابطه (۱) بیان گردید.

نتایج برآورد مدل مذکور در نگاره (۲) نشان داده شده است. مطابق نگاره احتمال آماره LR کمتر از سطح خطای ۵٪ است که نشان می‌دهد این مدل در

نگاره ۲. نتایج برآورد مدل لجستیک برای فرضیه اول

متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره Z	P-Value
عرض از مبدأ	۱/۵۸۸۸	۱/۱۵۶۹	۱/۳۷۳۲	۰/۱۶۹۷
CASHFLOW	۴/۲۱۷۸	۰/۹۵۴۵	۴/۴۱۸۵	۰/۰۰۰
QTOBIN	۰/۰۹۱۹	۰/۱۷۲۲	۰/۵۳۳۶	۰/۵۹۳۶
LEV	۲/۷۰۱۵	۰/۵۸۷۹	۴/۵۹۵۲	۰/۰۰۰
SIZE	-۰/۲۷۴۱	۰/۰۸۵۴	-۳/۲۰۸۳	۰/۰۰۱۳
ROE	-۰/۰۴۳۱	۰/۱۰۴۴	-۰/۴۱۲۸	۰/۶۷۹۷
TOP	-۰/۰۰۶۲	۰/۰۰۴۷	-۱/۳۱۷۶	۰/۱۸۷۶
GROUP	۰/۰۳۸۸	۰/۲۱۹۰	۰/۱۷۷۴	۰/۸۵۹۲
ضریب تعیین مک فادن				۰/۰۸۰۶
آماره LR				۵۷/۵۷۶
احتمال آماره LR				۰/۰۰۰۰

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

ضریب متغیر  $Confidence * Cashflow$  برابر  $۲/۵۳$  محاسبه شده است و احتمال ضریب برآورد شده کوچکتر از سطح خطای  $۵\%$  محاسبه شده است، بنابراین، ضریب محاسبه شده در فاصله اطمینان  $۹۵$  معنی‌دار است. به عبارت دیگر، اعتماد به نفس مدیران ارشد باعث افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی شده است.

فرضیه دوم این پژوهش به بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی پرداخته است. برای آزمون فرضیه دوم، به پیروی از هوانگ و همکاران [۱۷] از روش رگرسیون لجستیک استفاده شده است که در رابطه (۲) بیان گردید.

به منظور بررسی برازش مدل برآورد شده از آزمون هاسمر - لمشو استفاده شده و با توجه به اینکه احتمال آماره آزمون هاسمر - لمشو برابر با  $۰/۲۶۱۵$  و بزرگتر از  $۰/۰۵$  محاسبه است، بنابراین، مدل برآورد شده از برازش مناسبی برخوردار است.

نتایج برآورد مدل مذکور در نگاره (۳) نشان داده شده است. مطابق نگاره احتمال آماره LR کمتر از سطح خطای  $۵\%$  است که نشان می‌دهد این مدل در سطح اطمینان  $۹۵\%$  معنی‌دار بوده، از اعتبار بالایی برخوردار است.

نگاره ۳. نتایج برآورد مدل لجستیک برای فرضیه دوم

متغیر	ضریب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره Z	P-Value
عرض از مبدأ	۱/۵۶۵۲۶۷	۱/۱۶۰۰۷۲	۱/۳۴۹۲۸۵	۰/۱۷۷۲
CASHFLOW	۲/۷۲۲۶۹۱	۱/۱۷۹۸۷۶	۲/۳۰۷۶۰۸	۰/۰۲۱
CONFIDENCE * CASHFLOW	۲/۵۳۷۵۰۱	۱/۲۱۵۷۹۵	۲/۰۸۷۱۱۳	۰/۰۳۶۹
QTOBIN	۰/۰۹۲۵	۰/۱۷۶۳۸۶	۰/۵۲۴۴۱۸	۰/۶۰
LEV	۲/۴۲۲۰۹۴	۰/۵۹۵۶۲۵	۴/۰۶۶۴۷۲	۰/۰۰
SIZE	-۰/۲۵۱۲۷۹	۰/۰۸۵۷۲۶	-۲/۹۳۱۱۸۶	۰/۰۰۳۴
ROE	-۰/۰۳۶۰۸۹	۰/۰۷۹۵۲۱	-۰/۴۵۳۸۲۶	۰/۶۵
TOP	-۰/۰۰۷۴۰۸	۰/۰۰۴۷۸۹	-۱/۵۴۶۷۷۲	۰/۱۲۱۹
GROUP	۰/۰۰۰۷۲۲	۰/۲۲۰۹۹۵	۰/۰۰۳۲۶۸	۰/۹۹۷۴
ضریب تعیین مک فادن				۰/۰۸۶
آماره LR				۶۱/۹۹۶
احتمال آماره LR				۰/۰۰۰

شرکت‌ها دارای اعتماد به نفس بیش از حد باشند، تمایل زیادی به بیش سرمایه‌گذاری از محل جریان‌های نقدی آزاد شرکت دارند.

شایان ذکر است که نتایج حاصل از این پژوهش با نتایج پژوهش هیتون [۱۵]، لین و همکاران [۲۰]، هوانگ و همکاران [۱۷] و یانگ و گوارینگلیا [۱۳] مطابقت دارد.

### محدودیت‌های پژوهش

در این پژوهش تاثیر اعتماد به نفس مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی بررسی شده است. از آنجایی که متغیر اعتماد به نفس مدیران ارشد به ویژگی‌های شخصیتی افراد بستگی دارد، لازم است دوره زمانی مورد بررسی در حد امکان کوتاه باشد.

در این صورت، جا به جایی اعضای هیأت مدیره و مدیران ارشد سازمان، نتایج بهتر و قابل اتکاتری به دست می‌دهد. یکی از مشکلات دوره زمانی کوتاه‌تر، کاهش تعداد مشاهدات (سال - شرکت) است.

با توجه به روش نمونه‌گیری مورد استفاده در این پژوهش، بسیاری از شرکت‌های عضو جامعه آماری به دلیل نداشتن برخی ویژگی‌های مورد نظر، از نمونه آماری حذف شده‌اند.

بنابراین، لازم است در تعمیم نتایج حاصل از پژوهش به کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، احتیاط شود.

در این پژوهش اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد با استفاده از انحراف سودهای پیش‌بینی شده از سودهای واقعی تحقق یافته اندازه‌گیری شده است.

ارائه سودهای پیش‌بینی شده در میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال

بنابراین، بر اساس نتایج فوق‌الذکر می‌توان نتیجه گرفت، در صورتی که مدیران ارشد شرکت‌ها دارای اعتماد به نفس بیش از حد باشند، حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی افزایش خواهد یافت. از این رو، فرضیه دوم پژوهش مبنی بر تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی تأیید می‌شود.

### نتیجه پژوهش

غیرمنطقی بودن مدیریت می‌تواند تاثیر درخور توجهی بر روی سایر سیاست‌های شرکت داشته باشد [۱۵]، [۲۲]. همان‌طور که بیان شد، هدف از این پژوهش بررسی تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی است. بدین منظور، نمونه‌ای شامل ۱۰۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۸۹ بررسی شدند.

نتایج آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت تاثیر مثبتی بر میزان سرمایه‌گذاری‌های جدید شرکت دارند. به عبارت دیگر، حساسیت سرمایه‌گذاری بر جریان‌های نقدی در میان شرکت‌های مورد مطالعه وجود دارد. در آزمون فرضیه دوم تاثیرگذاری اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر میزان سرمایه‌گذاری بررسی شد. نتایج نشان می‌دهند که حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی در شرکت‌هایی که مدیران آن‌ها دارای اعتماد به نفس بیش از حد هستند، بالاتر است.

به بیان دیگر، نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که میزان جریان‌های نقدی هر شرکتی تاثیر مستقیمی بر حساسیت سرمایه‌گذاری‌ها دارد و چنانچه مدیران

بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری،  
تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ش ۳، صص  
۵۰-۶۷.

۲- زراء نژاد، منصور و ابراهیم انواری. (۱۳۸۴).  
کاربرد داده‌های ترکیبی در اقتصاد سنجی، فصلنامه  
بررسی‌های اقتصادی، ش ۴، صص ۵۲-۲۱.

۳- عربصالحی، مهدی و مجید اشرفی. (۱۳۹۰). نقش  
ذخایر نقدی در تعیین حساسیت سرمایه‌گذاری -  
جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس  
اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های حسابداری  
مالی، ش ۳، صص ۹۴-۷۵.

۴- گجراتی، دامودار. (۱۳۸۸). مبانی اقتصاد سنجی،  
ترجمه: حمید ابریشمی، انتشارات دانشگاه تهران،  
چاپ هفتم.

۵- هاشمی، سیدعباس، محسن صادقی و افسانه  
سروش یار. (۱۳۸۹). ارزیابی نقش کیفیت سود بر  
الگو، شیوه تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری  
شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار  
تهران، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ش ۶،  
صص ۱۰۱-۸۶.

6- Baker, M., Ruback, R., and Wurgler, J. (2007). Behavioral Corporate Finance. *Handbook of corporate finance: Empirical corporate finance*, Vol 1, Pp 89-145.

7- Biddle, G., Hilary, G., and Verdi, R. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, Vol 48, No 1, Pp 112-131.

8- Biddle, G., Hilary, G. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. *The Accounting Review*, Vol 81, Pp 963-982.

9- Cooper, A.C., Woo, C., & Dunkelberg, W., (1988). Entrepreneurs perceived chances for success. *Journal of Business Venturing*, Vol 3, Pp 97-108.

10- Ekholm, A., and Pasternake, D. (2007). Over confidence and investor Size.

۱۳۸۷ به صورت رسمی در گزارش هیات مدیره به  
مجمع عمومی عادی سالانه انجام گرفته است. پیش  
از این دوره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق  
بهادار به صورت پراکنده سودهای فصلی و سالانه  
خود را پیش‌بینی کرده‌اند. از این رو، جمع‌آوری  
اطلاعات مربوط به سودهای پیش‌بینی شده شرکت‌ها  
دشواری‌های زیادی در پی داشته است.

### پیشنهاد‌های پژوهش

به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد، در صورت  
مشاهده انحراف مثبت سودهای پیش‌بینی شده در  
دوره‌های متوالی، اقدام به تجدید نظر در نحوه  
پیش‌بینی سود و همچنین، تصمیم‌های تامین مالی  
خود کنند.

در این پژوهش برای اولین بار در میان  
پژوهش‌های داخلی، اعتماد به نفس بیش از حد  
مدیران ارشد بررسی و محاسبه شده است.

از این رو، پیشنهاد می‌گردد در پژوهش‌های آتی  
به موضوع‌های مرتبط با اعتماد به نفس مدیران ارشد  
پرداخته و ادبیات موضوع را غنی‌تر سازند.

در این پژوهش، اعتماد به نفس بیش از حد  
مدیران ارشد با استفاده از انحراف سودهای پیش‌بینی  
شده از سودهای واقعی تحقق یافته اندازه‌گیری شده  
است.

بنابراین، پیشنهاد می‌گردد در پژوهش‌های آتی، در  
صورت امکان با استفاده از معیارهای دیگری که در  
پژوهش بیان گردید، به محاسبه این متغیر اقدام گردد.

### منابع

۱- تهرانی، رضا و رضا حصارزاده. (۱۳۸۸). تاثیر  
جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی

- and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*. Vol 89, Pp 20-43.
- 22- Malmendier, U., and Tate, G. (2005). Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence. *European Financial Management*. Vol 11, No 5, Pp 649-659.
- 23- Morgado, A., and Pindado, J. (2003). The Underinvestment and Overinvestment Hypotheses: an Analysis Using Panel Data. *European Financial Management*. Vol 9, Pp 163-177.
- 24- Park, Ch., & Kim, H. (2009). The Effect of Managerial Overconfidence on Leverage. *International Business & Economics Research Journal*. Vol 8, No 12, Pp 115-126.
- 25- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*. Vol 11, Pp 159-189.
- 26- Skala, D. (2008). Overconfidence in psychology and finance - an interdisciplinary literature review. *Bank i Kredyt*. Pp 33-50.
- 27- Verdi, R. S. (2006). Financial reporting quality and investment efficiency. *Dissertations available from. ProQuest. Paper AAI3246251.*
- European financial management*. Vol 14, No 1, Pp 82-98. doi: 10.1111/j. 1468-036X.00405.x.
- 11- Fazzari, S., Hubbard, R, G., and Petersen, B. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brooking Papers on Economic Activity*. Vol 19, Pp 141-195.
- 12- Fairchild, R. (2009). Managerial Overconfidence, Moral Hazard Problems, and Excessive Life-cycle Debt Sensitivity. *Investment Management and Financial Innovations*, Vol 6, N 3, Pp 35-42.
- 13- Guariglia, Aand J, Yang. (2012) Is Investment Inefficiency Caused by Financial Constraints or Agency Costs? Evidence from Chinese Firms. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1928021> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1928021>.
- 14- Hayward, M.L.A., and Hambrick, D.C. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: evidence of CEO hubris. *Administrative Science Quarterly*. Vol 42, Pp 103-127.
- 15- Heaton, J.B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, Vol 31, Pp 33-45.
- 16- Hubbard, R. (1998). Capital-Market Imperfections and Investment. *Journal of Economic Literature*, Vol 36, No 1, Pp 193-225.
- 17- Huang, W., Jiang F., Liu, Z., and Zhang M. (2011). Agency cost, top executives' overconfidence, and investment-cash flow sensitivity- Evidence from listed companies in China. *Pacific- Basin Finance Journal*. Vol 19, Pp 261-277.
- 18- Jiang, F., Zhang, M., Lu, Z., and Chen, C. (2009). Managerial Overconfidence, Firm Expansion and Financial distress. *Economic Research Journal*. 1,131-143.
- 19- Kramer, L.A and Liao, C.M. (2012). The Cost of False Bravado: Management Overconfidence and its Impact on Analysts' Views. *North American Finance Conference*.
- 20- 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.
- 21- Malmendier, U., and Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence

## **The Effect of Top Executives' Overconfidence on the Investment-Cash Flow Sensitivity**

**\* M. Arabsalehi**

Assistant Professor of Accounting, University of Isfahan

**H. Amiri**

Assistant Professor of Economics, University of Isfahan

**S. Kazemi Noori**

M.A of Financial Management, University of Isfahan

### **Abstracts**

The amount of firm's cash flow as a cheap finance source have an important effect on investment level. Changes in cash flow levels may change investment level of the firm. Investment-cash flow sensitivity depends on firm characteristics, market situations and also executives' personality such as overconfidence. Managers with these characteristics (being optimistic and overconfident managers) invest free cash flows in projects that have negative net present value. This study investigates the effect of top executives' overconfidence on investment-cash flow sensitivity. Research sample includes 103 firms listed in (TSE) during 2007 to 2011. In order to investigate the research hypothesizes logistic regression model has been applied. Results show that overconfident managers have higher investment-cash flow sensitivity than other managers.

**Keywords:** Managerial Overconfidence, Investment–Cash flow Sensitivity, investment efficiency.