

شواهدی تجربی از رابطه بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه گذاری

محمد حسنی^۱ / الناز ذیقمی^۲

چکیده

این پژوهش به طور خاص تورش های رفتاری مدیران در فرآیند تصمیم گیری را مورد بررسی قرار داده است. در حقیقت هدف پژوهش حاضر، بررسی رابطه بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه گذاری و همچنین بررسی اثر هزینه های نمایندگی بر این رابطه است. برای این منظور از داده های ۹۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۳ استفاده شد. آزمون فرضیه ها به کمک مدل های رگرسیونی لجیت چند متغیره مبتنی بر داده های ترکیبی انجام شد. یافته های پژوهش نشان داد که بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه گذاری رابطه معنی دار و مثبتی وجود دارد. بدین معنی که مدیران بیش اطمینان در فرآیند اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری نیز سرمایه گذاری بیش از حد خواهند داشت. همچنین هزینه های نمایندگی بر این رابطه تأثیر معنی داری دارد. یافته ها نشان داد که در شرکت های با هزینه های نمایندگی بالا در مقایسه با شرکت های با هزینه های نمایندگی پایین، رابطه قوی تری بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه گذاری وجود دارد. در حقیقت تضاد منافع موجود بین مدیران و سرمایه گذاران منجر به بیش سرمایه گذاری بیشتری به واسطه بیش اطمینانی می گردد.

واژگان کلیدی: بیش اطمینانی، بیش سرمایه گذاری، هزینه های نمایندگی.

طبقه بندی موضوعی: C32, C52, G12

۱. استادیار حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال

۲. کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال

مقدمه

شاید دائمی‌ترین تصمیمات اقتصادی شرکت، تعیین سطح و ترکیب سرمایه‌گذاری آن باشد. تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت مالی هر شرکت، ترکیب و نوع دارایی‌های آن شرکت را تعیین می‌کند. دلیل اصلی مطالعه سرمایه‌گذاری آن است که نوسانات سرمایه‌گذاری به شناخت چرخه کسب و کار کمک می‌کند. دلیل دیگر آن است که سطح مخارج سرمایه‌گذاری می‌تواند به طور چشم‌گیری تحت تأثیر سیاست‌های مالی قرار گیرد. میزان بهره بالا به سبب سیاست پولی انقباضی یا سیاست‌های مالی انبساطی از مخارج سرمایه‌گذاری می‌کاهد و سیاست‌هایی که میزان بهره را کاهش می‌دهند یا انگیزه‌های مالیاتی برای سرمایه‌گذاری به وجود می‌آورند، می‌توانند بر مخارج سرمایه‌گذاری بیفزایند (Fisher, et al., 1982). اولین مدل‌های نظری سرمایه‌گذاری بر تقاضای شرکت برای سرمایه‌گذاری متمرکز هستند. در این مدل‌ها، در مورد سطح مطلوب سرمایه برای هر دوره تصمیم‌گیری می‌گردد و سپس سطح سرمایه واقعی تا سطح مطلوب تعدیل می‌گردد. سطح سرمایه موجود، سهم سرمایه فعلی شرکت را شکل می‌دهد و سطح سرمایه مطلوب، سطح سرمایه‌ای است که شرکت قصد دارد به آن سطح برسد (بنوجی و کومر، ۲۰۱۰).

مدیران سازمان به عنوان تصمیم‌سازان حیاتی آن، در معرض تورش‌های شناختی و رفتارهای غیرعقلایی قرار دارند. این موضوع باعث می‌گردد که عملکرد مدیران و به تبع آن عملکرد سازمان‌ها کاهش یابد. شناخت رفتارهای غیرعقلایی و تورش‌های روان شناختی و اثرات آن‌ها بر عملکرد مدیران و سازمان‌ها، یکی از مباحث مطالعاتی است که بسیار مورد توجه پژوهشگران در سال‌های اخیر بوده است. رفتار غیرعقلایی در ادبیات مالی رفتاری در نقطه مقابل عقلایی بودن در مالی کلاسیک قرار نمی‌گیرد، بلکه منظور از رفتار غیرعقلایی، رفتاری است که با ویژگی‌های عقلایی تعریف شده مالی کلاسیک به طور کامل انطباق ندارد یا از آن فاصله می‌گیرد (Pompian, 2006). این که افراد هنگام تصمیم‌گیری دارای تورش‌های شناختی بوده و نمی‌توانند کاملاً عقلایی تصمیم‌گیری نمایند، موضوع اصلی مالی رفتاری می‌باشد. یکی از تورش‌های مهم شناختی بیش اطمینانی می‌باشد. مطالعات مختلف نشان داده که افراد حرفه‌ای و مشاغلی که نیاز به تصمیم‌گیری دارند بیش از دیگران در معرض این تورش قرار دارند. مدیریت ارشد سازمان‌های انتفاعی را می‌توان یکی از این مشاغل دانست. فرض بر این است که مدیران تصمیمات خود را به صورت عقلایی اخذ می‌کنند و به دنبال خلق ارزش بیشتر برای سهامداران خود هستند؛ اما همیشه این گونه نیست. تلاش بسیار زیادی برای به اجرا درآوردن آنها می‌نمایند، به طوری که ارزش‌گذاری بازار را نادیده گرفته و گمان بر پرهزینه بودن تأمین مالی خارجی

دارند. در نتیجه تمام وجوه نقد حاصل از فعالیت شرکت را در طرح‌هایی که به گمان خودشان سودآور است، سرمایه‌گذاری می‌نمایند. پیامد این عمل کاهش ارزش شرکت و زیان سهامداران است. بیش اطمینانی یا اعتماد بیش از حد به خود در بیان کلی می‌تواند به عنوان یک اعتماد بی‌اساس در مورد توانایی‌های شناختی، قضاوت‌ها و استدلال شهودی فرد خلاصه شود. تحقیقات نشان داده که مدیران در تصمیم‌گیری، در معرض بیش اطمینانی بیشتری قرار دارند. سنجش بیش اطمینانی بر پایه این فرض است که مدیران بیش اطمینان در برآورد موفقیت شرکت بسیار خوش‌بین بوده و پیش‌بینی‌های خود را خوش‌بینانه انجام می‌دهند.

پژوهش‌های زیادی در این زمینه انجام شده و این فرضیه که مدیران بیش اطمینان، بیش از حد از وجوه نقد داخل شرکت استفاده می‌کنند، مورد تأیید قرار گرفته است. ولی تا کنون تحقیقات کمی از دیدگاه تئوری نمایندگی به این مسئله پرداخته‌اند. مدیران بیش اطمینان با عدم سرمایه‌گذاری درست، استفاده بیش از حد از وجوه نقد داخل شرکت و عدم تقسیم آن، هزینه‌های زیادی را بر سهامداران تحمیل می‌کنند. هزینه‌های نمایندگی، هزینه‌هایی هستند که مالکان به خاطر اعمال نظارت بر عملکرد، فعالیت‌ها و اقدامات مدیران متحمل می‌شوند تا اطمینان پیدا کنند مدیران در راستای حداکثر رساندن منافع آن‌ها کار می‌کنند و یا به عبارتی، هزینه نمایندگی هزینه‌ای است که سهامداران برای کم کردن تضاد منافع نماینده با سهامداران و از بین بردن خطر اخلاقی می‌پردازند. برای محاسبه هزینه‌های نمایندگی در برخی پژوهش‌های قبلی از معیار کارایی دارایی‌ها استفاده شده است. این نسبت یک معیار کمی برای اثربخشی تصمیمات سرمایه‌گذاری و توانایی مدیریت شرکت برای بکارگیری اثربخش دارایی‌ها می‌باشد. شرکت‌ها با مقدار پایین نسبت بکارگیری دارایی‌ها به نظر می‌رسد که تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه اتخاذ نکرده و یا از دارایی‌ها نوانسته‌اند به صورت اثربخش استفاده نمایند و دارایی‌ها درآمدزا نمی‌باشند. در نتیجه هزینه‌های نمایندگی به سهامداران تحمیل می‌کنند. پس می‌توان گفت برای مدیران بیش اطمینان، سهامداران باید هزینه‌های نمایندگی بیشتری نیز پرداخت نمایند.

در زمینه بیش اطمینانی و تصمیمات سرمایه‌گذاران در ادبیات مالی تحقیقاتی صورت گرفته است، اما در ایران تحقیقات بسیار اندکی به بررسی این موضوع و همچنین تأثیر هزینه‌های نمایندگی در این رابطه پرداخته‌اند. با توجه به اهمیت این موضوع، پژوهش حاضر به دنبال بررسی رابطه بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه‌گذاری از دیدگاه تئوری نمایندگی می‌باشد. این موضوع از این جنبه دارای اهمیت است که بیش اطمینانی و بیش سرمایه‌گذاری هر دو از جمله تورش‌های رفتاری مدیران هستند.

از سوی دیگر وجود چنین پژوهش‌هایی جهت اصلاح رفتار مدیران بیش اطمینان بسیار مفید می‌باشد؛ زیرا یکی از روش‌هایی که روانشناسان برای غلبه بر تورش بیش اطمینانی توصیه کرده‌اند، شناخت رفتار و ارائه بازخورد می‌باشد. مدیران با دانستن این که رفتار آنها چگونه بر عملکردشان تأثیر می‌گذارد، دست به اصلاح رفتار خود می‌زنند. از طرفی سهامداران نیز با شناخت اینکه رفتار بیش اطمینانی مدیران بر افزایش هزینه‌های نمایندگی تأثیرگذار است، درصدد کنترل بیشتر مدیران و جلوگیری از زیان‌های بیشتر بر می‌آیند. همچنین به علت آنکه دانش مالی رفتاری در ایران سابقه چندانی نداشته و پژوهش‌های چندانی در این زمینه صورت نگرفته است، اجرای چنین پژوهش‌هایی در گسترش این دانش و شناخت کاربردهای آن و معرفی آن به پژوهشگران و فعالین بازار سرمایه بسیار مفید است.

بیان مسأله پژوهش

مهم‌ترین مرحله در فرآیند تصمیم‌گیری، شناخت و دریافت صحیح اطلاعات پیرامون موضوع است. هر چه شناخت به شکل بهتری انجام شود و کامل‌تر باشد، بدیهی است در ادامه مراحل تصمیم‌گیری کار به نحو بهتری دنبال می‌شود و در غیر این صورت، تصمیم‌گیری پیامد مناسبی نخواهد داشت. تحقیقات محققین روانشناسی نشان می‌دهد به علل مختلف، فرآیند شناخت به درستی انجام نمی‌شود. به همین علت مجموعه‌ای از تورش‌های شناختی که منبع شناخت نادرست است، مورد بررسی قرار می‌گیرند. یکی از تورش‌های شناختی مهم، بیش اطمینانی می‌باشد. افراد در مورد توانایی‌هایی از جمله قدرت پیش‌بینی و ادراک اطلاعاتی و دانش خود اغراق می‌کنند؛ به عبارت دیگر به توانایی‌ها و دانش خویش اعتماد بیش از حد دارند. چگونگی و چرایی اثرات بیش اطمینانی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت، موضوع با اهمیتی در مطالعات مالی می‌باشد. در ادبیات مالی موجود، مطالعه بیش اطمینانی مدیران تحت لوای تئوری مالی رفتاری شرکتی توسعه یافته که ریشه در مطالعات روان شناختی دارد؛ با این باور که مردم به طور کلی بهینه‌بین هستند (Huang, et al., 2011). محققین با گسترش تحقیقات روان‌شناختی در حوزه مالی رفتاری شرکتی دریافته‌اند که مدیران به عنوان گروهی خاص، نسبت به افراد معمولی به احتمال بیشتر رفتار بیش بهینه از خود بروز می‌دهند (Landier, et al., 2009). این مسئله به طور گسترده پذیرفته شده است که زمانی که قضاوت مدیران توسط فرا اعتمادی آن‌ها تحریف شده باشد، تصمیماتی تورش‌دار در مورد سیاست‌های مالی و سرمایه‌گذاری اتخاذ می‌کنند. بنابراین، تصمیمات مدیران فرا اعتماد نسبت به مدیران عقلایی درباره نگهداری وجه نقد و نگهداری دارایی‌ها باید به همان اندازه متفاوت باشد. موجودی‌های نقدی همواره درصد قابل توجهی از دارایی‌های

شرکت را به خود اختصاص داده‌اند. به طور معمول، مدیران به دنبال سطحی از موجودی‌های نقدی هستند که با توجه به مزایا و معایب نگهداری موجودی‌های نقدی حالت بهینه داشته باشد (آقایی و همکاران، ۱۳۸۸). مزیت عمده نگهداری وجه نقد در بازارهای سرمایه ناکارا، افزایش توانایی شرکت برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند و پرهیز از تأمین مالی خارجی گران قیمت است. با این حال همان طور که ریدیک و همکاران (Riddick, et al., 2009) اشاره کرده‌اند، نگهداری وجه نقد اضافی بدون هزینه نمی‌باشد.

مفهوم بیش اطمینانی در مجموعه وسیعی از بررسی‌ها و آزمایش‌های روان‌شناسانه از نوع شناختی بررسی شده است که نشان می‌دهد افراد هم در مورد توانایی‌های خود در پیش‌بینی و هم در مورد دقت اطلاعاتی که در اختیار آنان قرار می‌گیرد، برآوردی بیش از اندازه دارند. مطالعات متعددی نشان داده است که سرمایه‌گذاران به توانایی‌های خود در سرمایه‌گذاری بیش از اندازه اعتماد دارند. مطالعات قبلی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری‌های شرکت را بدون آنکه فرضی در مورد روابط نمایندگی داشته باشند، مورد بررسی قرار داده‌اند. مالکان شرکت (سهامداران)، اختیارات خود را به مدیران می‌دهند تا در راستای منافع آنها کار کنند؛ اما مدیران دارای هدف‌های شخصی هستند و ممکن است با حداکثر رساندن ثروت سهامداران مغایر باشد. لذا تئوری‌های نمایندگی موجب بروز تضاد منافع می‌گردد. این امر منجر به هزینه‌هایی به نام هزینه‌های نمایندگی می‌شود. هزینه‌های نمایندگی به چند گروه تقسیم می‌شوند که از جمله آنها می‌توان به هزینه‌های نظارت بر عملیات مدیران (هزینه حسابرسی)، هزینه‌های مربوط به ساختار سازمانی جهت محدود کردن رفتار نامطلوب مدیران و هزینه‌های فرصت که سهامداران مجبور هستند محدودیت‌هایی اعمال کنند، اشاره نمود. در این راستا می‌توان بیان کرد که حتی اگر در جهت منافع سهامداران عمل گردد، مدیران بیش اطمینان تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری وجوه نقد دارند. هنگامی که منافع داخلی کافی است، آن‌ها گرایش به سرمایه‌گذاری بیش از حد دارند و هنگامی که منابع داخلی به میزان کافی نباشد، گرایش به سرمایه‌گذاری ناچیزی دارند. همان‌طور که در بالا بحث شد، در ادبیات مالی هزینه نمایندگی اشاره به عدم هم‌سویی منافع مدیران و سهامداران دارد که می‌تواند توصیف‌کننده انحراف سرمایه‌گذاری‌ها باشد. دیدگاه نمایندگی می‌گوید که مدیران شرکت‌ها با جریان نقدی فراوان برای دستیابی به اهداف شخصی خود، سرمایه‌گذاری‌های بیش از حد انجام می‌دهند (Huang, et al., 2011).

سؤالی که مطرح می‌شود این است که تأثیر بیش اطمینانی مدیران و هزینه نمایندگی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران چگونه است. این احتمال وجود دارد که هزینه‌های نمایندگی مختلف بتوانند بر قدرت نسبی تمایل به سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد تأثیرگذار باشند. خصوصاً که عدم همسویی منافع مدیران و سهامداران می‌تواند اثر ویژگی‌های شخصی مدیران در ارتباط با تصمیمات سرمایه‌گذاری را تغییر دهد. بنابراین این پژوهش به دنبال بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران می‌باشد. از آنجایی که تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران بر عملکرد شرکت تأثیر گذاشته و در نتیجه سهامداران از آن تأثیر می‌پذیرند، بنابراین هزینه‌های نمایندگی بر سهامداران تحمیل می‌گردد. از طرفی دیگر، سهامداران با صرف هزینه‌های نمایندگی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و به تبع آن بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارند. چگونگی تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران بیش اطمینان و مدیران عقلایی برای سهامداران بسیار با اهمیت است و از میزان هزینه‌های نمایندگی می‌کاهد. همچنین مدیران با دانستن معایب بیش اطمینانی و چگونگی تأثیر آن بر تصمیمات مالی خود، ممکن است در تصمیمات خود تجدید نظر کنند. در این پژوهش رابطه بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن اثر هزینه‌های نمایندگی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

پیشینه پژوهش

هوشی و همکاران (Hoshi, et al., 2001) دریافتند حساسیت سرمایه‌گذاری به منابع داخلی با اتکا شرکت بر تأمین مالی از طریق بانک‌ها افزایش می‌یابد و حساسیت تخمینی برای شرکت‌هایی که تنها با یک بانک در ارتباط هستند نسبت به شرکت‌هایی که با چندین بانک ارتباط دارند، بیشتر است. زمانی که اتکا به بانک برای تأمین مالی افزایش می‌یابد، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی افزایش می‌یابد. توجه آنها برای مشاهدات خود این بود که ارتباط نزدیک بانکداری به کاهش پدیده اطلاعات نامتقارن کمک می‌کند و بنابراین فرآیند تخصیص سرمایه را بهبود می‌بخشد. هیتون (Heaton, 2002) نشان داد که مدیران بیش اطمینان؛ تحت این باور که بازار ارزش پروژه‌های شرکت را کم تخمین می‌زند تمایل به افزایش واکنش (حساسیت) خود نسبت به جریان نقد آزاد دارند. در نتیجه هزینه تأمین مالی خارجی بسیار زیاد می‌شود. مدیران فرا اعتماد برای پروژه‌های سرمایه‌گذاری، ترجیح می‌دهند به جای تأمین از خارج شرکت، به دنبال تأمین مالی از داخل شرکت باشند و احتمال این که نسبت به مدیران دیگر بدهی را بیشتر از دارایی افزایش دهند، بیشتر است. به طور کلی برای

شرکت‌ها خصوصاً برای شرکت‌های با محدودیت مالی، تأمین مالی از خارج شرکت هزینه برتر از تأمین مالی از داخل شرکت است. مدیران فرا اعتماد به استفاده از تأمین مالی از خارج شرکت بیشتر از مدیران عقلایی بی میل هستند؛ به طوری که عقیده دارند ارزش شرکت در بازارهای مالی پایین‌تر از حد در نظر گرفته شده و هزینه سرمایه‌گذاری خارجی بیش از حد قیمت‌گذاری می‌گردد. از طرفی هر چه قدر که مدیری فرا اعتمادتر باشد، وجه نقد بیشتری برای معاملات بزرگ‌تر نگهداری می‌کند. مالمندیر و همکاران (Malmendier, et al., 2005) دریافتند مدیران بهینه‌بین تورش زیادی نسبت به پیش‌بینی جریان نقدی داشته، بنابراین اغلب فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت را بیش از حد خود ارزش‌گذاری می‌کنند. به وسیله این قبیل پیش‌بینی‌ها، مطالعات تجربی دریافتند که خصوصیات شخصیتی مدیران، به خصوص رفتارهای مرتبط با بیش اطمینانی می‌تواند وارد تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت گردد و این‌گونه مدیران بهینه‌بین به خصوص در شرکت‌های سهامی و یا شرکت‌هایی که با محدودیت تأمین مالی روبرو هستند، به طور معنی‌داری واکنش بیشتری به سرمایه‌گذاری جریان نقدی شرکت دارند. لیاندرس و همکاران (Lyandres, et al., 2005) دریافتند که بین اهرم مالی و بیش سرمایه‌گذاری به لحاظ آماری رابطه معنی‌داری وجود ندارد. به علاوه آنها نشان دادند که شرکت‌هایی که از طریق اوراق مالکانه تأمین مالی کرده‌اند، نسبت به شرکت‌هایی که از طریق اوراق بدهی اقدام به تأمین مالی نموده‌اند، تمایل کمتری به افزایش سرمایه‌گذاری و تمایل بیشتری به کاهش سرمایه‌گذاری دارند. واروج و همکاران (Varouj, et al., 2005) در پاسخ به این پرسش که آیا هنگام سرمایه‌گذاری (اعم از سرمایه‌گذاری بیش از حد یا سرمایه‌گذاری کمتر از حد) بر اهرم مالی توجه می‌شود یا نه، دریافتند که ارتباط منفی برای شرکت‌های با فرصت رشد کمتر نسبت به شرکت‌های با فرصت‌های رشد بیشتر به طور با اهمیتی قوی‌تر است. چنین استدلالی حاکی از تأیید این مفهوم است که اهرم نقش مهارکنندگی برای شرکت‌هایی دارد که فرصت‌های رشد ضعیفی پیش‌رو دارند. وردی (Verdi, 2006) نشان داد که شاخص‌های کیفیت گزارشگری مالی هم با سرمایه‌گذاری کمتر از حد و هم با سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه منفی دارد. وی دریافت ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری بیش از حد برای شرکت‌هایی که دارای مانده وجه نقد بیشتری هستند و سرمایه‌گذاران پراکنده‌ای دارند، بسیار قوی است که این امر خود به این نکته اشاره دارد که کیفیت گزارشگری مالی، عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از مشکلات نمایندگی و در نتیجه هزینه‌های سهامداران برای نظارت و پایش مدیریت را کاهش داده، به گزینش صحیح پروژه‌ها منجر می‌گردد. وی نشان داد رابطه کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری کمتر از حد برای شرکت‌هایی

که با محدودیت در تأمین مالی مواجه بوده‌اند، قوی‌تر است. همچنین اثبات رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های دارای محیط‌های اطلاعاتی با اهمیت با کیفیت پایین، قوی‌تر است. هاواکیمیان و همکاران (Hovakimian, et al., 2003) دریافتند حساسیت جریان‌های نقدی با هر دو نوع سرمایه‌گذاری کمتر از حد در زمان پایین بودن جریان‌های نقدی و سرمایه‌گذاری بیش از حد در زمان بالا بودن جریان‌های نقدی مرتبط است. امکان تأمین مالی از منابع خارج از شرکت با جریان‌های نقدی همبستگی مثبت دارد و حساسیت جریان‌های نقدی را تشدید می‌نماید. این نتایج بیانگر حساس بودن جریان‌های نقدی به محدودیت‌های مالی هنگام مواجهه شرکت با جریان‌های نقدی پایین می‌باشد. لین و همکاران (Lin, et al., 2008) نشان دادند مدیران بیش اطمینان تأمین مالی داخلی را به تأمین مالی بدهی، و بدهی را به روش انتشار سهام ترجیح می‌دهند. مالمندیر و تیت (۲۰۰۸) نشان دادند مدیران بیش اطمینان اغلب زیان را کمتر از حد واقعی ارزیابی کرده و مبالغ بیشتری برای اکتساب شرکت‌ها در جریان ادغام و اکتساب پرداخت می‌کنند. دشماک (Deshmuck, 2009) دریافت مدیران بیش اطمینان معمولاً سود سهام کمتری تقسیم می‌کنند. کمبل (Campbell, 2009) نشان داد مدیران بیش اطمینان احتمال بیشتری دارد که تغییر کنند و از کار خود برکنار شوند. مالمندیر و همکاران (Malmendier, et al., 2011) نشان دادند که ویژگی‌های مدیریتی قابل اندازه‌گیری، قدرت توضیحی معنی‌داری برای تصمیمات مالی شرکت، خارج از عوامل سنتی تعیین‌کننده ساختار سرمایه دارند. اولاً مدیرانی که عقیده دارند شرکتشان پایین‌تر از ارزش واقعی تخمین زده شده است به تأمین مالی خارجی خصوصاً سهام به صورت عاملی بیش از حد قیمت‌گذاری شده نگاه می‌کنند. این چنین مدیران فرا اعتمادی، از تأمین مالی خارجی کمتر استفاده و مشروط بر دسترسی به سرمایه پرمخاطره، سهام کمتری نسبت به هم ردیفان خود منتشر می‌کنند. ثانیاً مدیرانی که تجربه رکود دارند از بدهی و وام‌های بیش از حد در تأمین مالی داخلی گریزانند. هوانگ و همکاران (Huang, et al., 2011) دریافتند که بیش اطمینانی مدیران با افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی همراه است. نتایج نشان داد که این رابطه تنها در شرکت‌های دارای مالکیت دولتی معنی‌دار بوده، اما چنین رابطه معنی‌داری در شرکت‌های فاقد مالکیت دولتی مشاهده نشد. همچنین نتایج حاکی از اثرگذاری معنی‌دار هزینه‌های نمایندگی بر رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی است؛ به گونه‌ای که همچنان رابطه معنی‌دار مثبتی بین بیش اطمینانی مدیران و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در شرکت‌های دارای هزینه‌های نمایندگی بالا قابل مشاهده است. هریبار و همکاران (Hribar, et al., 2011) دریافتند مدیران دارای

اعتماد به نفس بیشتر هنگامی که دارای وجه نقد زیادی هستند، بازده پروژه‌های سرمایه‌گذاری را بیش از واقعیت برآورد کرده و سرمایه‌گذاری بیشتری انجام می‌دهند. آزوئی و همکاران (Azouzi, et al., 2012) نشان دادند رهبری که به وسیله سوءگیری‌های رفتاری (بهینه‌بینی، ریسک‌گریزی و فرا اعتمادی) تحت تأثیر قرار می‌گیرد، برای خلق ارزش سهامدار و اطمینان از واقع شدن وی در رأس تیم مدیریتی، سیاست سود تقسیمی خود را بر اساس توانایی خود در دسترسی به گزینه‌ها (بیش اطمینانی) و پیش‌بینی ریسک (ریسک‌گریزی) تنظیم می‌کند. دشموخ و همکاران (Deshmukh, et al., 2013) نشان دادند مدیران فرا اعتماد، تأمین مالی خارجی را گران می‌بینند؛ بنابراین از طریق پایین آوردن میزان سود تقسیمی، منابع مالی را برای احتیاجات سرمایه‌گذاری آتی استفاده می‌کنند. آنها دریافتند سطح پرداخت سود تقسیمی در شرکت‌هایی که به وسیله مدیران فرا اعتماد اداره می‌شوند، یک ششم پایین‌تر است. این کاهش در سود تقسیمی مرتبط با فرا اعتمادی مدیریت در شرکت‌های با فرصت رشد و جریان نقدی پایین‌تر، بیشتر است. آنها همچنین نشان دادند در مورد شرکت‌های با عدم اطمینان و فرا اعتمادی بالاتر، واکنش مثبت بازار به آگاهی افزایش سود تقسیمی بیشتر است. کوتیاس و همکاران (Cutillas, et al., 2014) نشان دادند که کیفیت گزارشگری مالی، سرمایه‌گذاری بیش از حد را تعدیل می‌کند. علاوه بر این، سررسید بدهی پایین می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود بخشد، به گونه‌ای که سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد را کاهش می‌دهد. نتایج نشان داد کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی سازوکارهایی هستند که می‌توانند تا حدی در کسب سرمایه‌گذاری کارا تر نسبت به همدیگر جانشین باشند؛ در شرکت‌های دارای بدهی‌های کوتاه مدت پایین، کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر تحت تأثیر کیفیت گزارشگری مالی می‌باشد. بن محمد و همکاران (Ben Mohamed, et al., 2014) نشان دادند خوش‌بینی مدیریت بر ارتباط بین سرمایه‌گذاری و جریان نقد داخلی مؤثر است. ضمناً نتایج بررسی‌های آنها نشان داد ارتباطی مستقیم و معنی‌دار بین سرمایه‌گذاری و جریان نقدی برقرار است. کین و همکاران (Qin, et al., 2015) رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیران و چسبندگی هزینه‌ها را بررسی کردند. آنها دریافتند که چسبندگی هزینه‌ها ناشی از دیدگاه رفتاری مدیران است و زمانی که مدیران اطمینان بیش از حد دارند، چسبندگی هزینه‌ها بیشتر است. در حقیقت هنگامی که سطح فروش کاهش پیدا می‌کند، مدیران با اطمینان بیش از حد نسبت به برگشت سطح فروش در آینده خوش‌بین هستند. در نتیجه سطح بالاتری از هزینه‌های عمومی، اداری و فروش را نگهداری می‌کنند. این موضوع منجر به چسبندگی هزینه‌ها می‌شود.

مدرس و همکاران (۱۳۸۷) نشان دادند علاوه بر این که سطح گزارشگری مالی با سطح کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌دار و مثبتی دارد، کیفیت گزارشگری موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. همچنین، بین بیش یا کم سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد. بنابراین، کیفیت گزارشگری مالی از طریق بیش (کم) سرمایه‌گذاری می‌تواند موجب ارتقای کارایی سرمایه‌گذاری گردد. تهرانی و همکاران (۱۳۸۸) به این نتیجه رسیدند که جریان نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی به ترتیب سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد را به دنبال خواهند داشت. کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۹) نشان دادند که شرکت‌های با محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی، از حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی بالاتری برخوردارند و هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری بر جریان‌های نقدی داخلی تأکید بالایی می‌کنند. ثقفی و همکاران (۱۳۸۹) نشان دادند رابطه معنی‌داری میان کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری وجود ندارد. هاشمی و همکاران (۱۳۸۹) نشان دادند در شرکت‌های دارای اقلام تعهدی اختیاری مثبت بزرگ، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای، حساسیت بیشتری به جریان‌های نقدی داخلی دارد. ثقفی و همکاران (۱۳۹۰) نشان دادند شرکت‌های با سرمایه‌گذاری زیاد که از حساب‌برسان با کیفیت بالاتر استفاده کنند، سطح بالاتری از کارایی سرمایه‌گذاری را تجربه خواهند کرد. این در حالی بود که کیفیت حساب‌رسی بالاتر، برخلاف انتظار تأثیری در کاهش دستکاری در اقلام تعهدی اختیاری ندارد. سلیمانی‌امیری و همکاران (۱۳۹۱) نشان دادند کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد رابطه منفی دارد. همچنین کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌هایی که عمدتاً از بانک تأمین مالی می‌کنند، با سرمایه‌گذاری کمتر و بیشتر از حد رابطه منفی دارد. در شرایط فشار مالیاتی، کیفیت گزارشگری مالی با سرمایه‌گذاری کمتر و بیشتر از حد رابطه مثبت دارد. بنابراین در شرایط فشار مالیاتی، کیفیت گزارشگری مالی باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری نمی‌شود. ثقفی و همکاران (۱۳۹۱) نشان دادند هرچه کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت‌ها بالاتر باشد، مسأله سرمایه‌گذاری بیش از حد، کمتر به وجود می‌آید و این ارتباط در شرکت‌های با جریان‌های نقد آزاد بالا بیشتر رخ می‌دهد و تأثیر کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد، از طریق کیفیت اطلاعات حسابداری در این شرکت‌ها به مراتب بیشتر است. حسنی و همکاران (۱۳۹۲) نشان دادند بین اهرم مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری رابطه معکوسی وجود دارد؛ به عبارتی وجود اهرم مالی در بروز ناکارایی سرمایه‌گذاری واکنش عکس نشان می‌دهد. به این ترتیب که اهرم مالی به کم سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) دامن زده و از بروز بیش سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری بیشتر از حد) جلوگیری می‌کند. حسنی

(۱۳۹۲) نشان داد بین حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری به عنوان معیار سنجش کارایی سرمایه گذاری و محافظه کاری حسابداری رابطه منفی معنی داری وجود دارد. این یافته منطبق بر دیدگاه قراردادهای کارآ است. به گونه ای که شرکت های با درجه بالاتر گزارشگری محافظه کارانه، حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری کمتری خواهند داشت. حسنی و همکاران (۱۳۹۲) دریافتند افق سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی در کوتاه مدت تأثیر مثبت، ولی در بلندمدت تأثیر منفی بر حساسیت جریان نقد سرمایه گذاری دارد. سرمایه گذاران نهادی با افق بلندتر انگیزه و کارایی بیشتری برای وارد شدن به نظارتی مؤثر دارند. این نظارت باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات شرکت می شود و به این ترتیب هزینه تأمین وجوه را کاهش می دهد. در نتیجه، حساسیت سرمایه گذاری جریان نقد داخلی شرکت در حضور سرمایه گذاران نهادی با افق بلندمدت کاهش می یابد. حسنی و همکاران (۱۳۹۴) نشان دادند رابطه معنی دار و منفی بین بیش اطمینانی مدیران و نسبت پرداخت سود سهام برقرار است. به این ترتیب که مدیران دارای اطمینان بیشتر از حد در مقایسه با مدیران دارای اطمینان کمتر از حد، تمایل کمتری به پرداخت سود نقدی به سهامداران دارند. حسنی و همکاران (۱۳۹۴) دریافتند رابطه معنی دار و منفی بین بیش اطمینانی مدیران و اهرم مالی برقرار است. در حقیقت، مدیران بیش اطمینان تأمین مالی اهرمی کمتری از طریق بدهی ها دارند. این نتیجه مطابق با نظریه سلسله مراتبی است. حسنی و همکاران (۱۳۹۴) نشان دادند ناکارایی سرمایه گذاری حساسیت معنی دار و مثبتی به جریان های نقدی آزاد دارد. این حساسیت در شرکت های کم سرمایه گذار و دارای جریان نقد آزاد منفی به دلیل محدودیت های مالی و همچنین در شرکت های بیش سرمایه گذار و دارای جریان نقد آزاد مثبت به دلیل هزینه های نمایندگی نیز معنی دار و مثبت است.

فرضیه های پژوهش

نتایج مطالعات مختلف (هیتون (۲۰۰۲)؛ المندیر و تیت (۲۰۰۵)؛ لین و همکاران (۲۰۰۵ و ۲۰۰۸)) گواه این مطلب است که مدیران بیش اطمینان تمایل بیشتری به سرمایه گذاری وجوه نقد داخل شرکت دارند و تمایلی به توزیع سود نقدی ندارند. مدیران بیش اطمینان برای تأمین مالی پروژه های سرمایه گذاری ترجیح می دهند به دنبال تأمین مالی از داخل شرکت باشند تا تأمین مالی از خارج شرکت. هنگامی که منابع وجوه نقد داخلی کافی است، آن ها گرایش به بیش سرمایه گذاری بیش از حد دارند و هنگامی که منابع داخلی به میزان کافی نباشد، گرایش به سرمایه گذاری ناچیزی دارند. با

توجه به مباحث مطرح شده، انتظار می‌رود رابطه معنی‌داری بین میزان اطمینان مدیران و سرمایه‌گذاری انتظاری آنان وجود داشته باشد. در نتیجه فرضیه اول پژوهش را می‌توان به صورت زیر تدوین نمود:

فرضیه اول: بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌داری وجود دارد.

مدیران بیش اطمینان معمولاً زیان طرح‌های مختلف را کمتر از حد واقعی خود ارزیابی می‌کنند و ارزش بیش از حدی برای طرح‌ها و پروژه‌های خود قائل هستند (Malmendier, et al., 2008). با استفاده بیشتر از وجوه نقد داخل شرکت و عدم تقسیم آن توسط مدیران بیش اطمینان، سهامداران از بازده امنی که نصیب آن‌ها می‌شود محروم می‌گردند (Deshmuk, et al., 2009). احتمالاً جریان‌های نقدی در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری می‌گردد که نمی‌تواند بازده مورد نظر سهامداران را تأمین نماید؛ در نتیجه ارزش شرکت پایین آمده و سهامداران زیان می‌بینند. این مسئله باعث می‌گردد که هزینه‌های نمایندگی بیشتری بر سهامداران تحمیل گردد. حتی اگر در جهت منافع سهامداران عمل گردد، مدیران بیش اطمینانی تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری وجوه نقد دارند. هنگامی که منابع وجوه نقد داخلی کافی است، آنها گرایش به سرمایه‌گذاری بیش از حد دارند و هنگامی که منابع داخلی به میزان کافی نباشد، گرایش به سرمایه‌گذاری ناچیزی دارند. دیدگاه نمایندگی می‌گوید که مدیران شرکت‌های با جریان نقدی فراوان برای دستیابی به اهداف شخصی خود، سرمایه‌گذاری‌های بیش از حد انجام می‌دهند. هوانگ و همکاران (Huang, et al., 2011) نشان دادند که هزینه‌های نمایندگی در مدیران بیش اطمینان با حساسیت به استفاده از وجوه نقد داخل شرکت رابطه معنی‌داری دارد. بنابراین، فرضیه‌های دوم و سوم پژوهش را می‌توان به صورت زیر تدوین نمود:

فرضیه دوم: هزینه‌های نمایندگی بر رابطه بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه‌گذاری اثر معنی‌داری دارند.

فرضیه سوم: رابطه بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با هزینه‌های نمایندگی بالا قوی‌تر از شرکت‌هایی با هزینه‌های نمایندگی پایین است.

مدل و متغیرهای پژوهش

در پژوهش حاضر برای بررسی فرضیه‌ها از مدل زیر استفاده شد:

$$OINV_{it} = \alpha + \beta_1 OCON_{it} + \beta_2 AC_{it-1} + \beta_3 OCON_{it} * AC_{it-1} + \beta_4 CF_{it-1} + \beta_5 INVOP_{it-1} + \beta_6 INSOW_{it-1} + \beta_7 BSIZE_{it-1} + \beta_8 PER_{it-1} + \beta_9 LEV_{it-1} + \beta_{10} SIZE_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

$OINV_{it}$: بیش سرمایه‌گذاری؛ برای اندازه‌گیری بیش سرمایه‌گذاری (واکنش بیش از حد به سرمایه‌گذاری وجوه نقد) از مدل ارایه شده ریچاردسون (Richardson, 2006) استفاده شد. برای هر

شرکت مقدار پسماند مدل رگرسیونی که در ادامه تشریح می‌شود، استخراج شد. در نهایت برای اندازه‌گیری بیش سرمایه‌گذاری از متغیر مجازی صفر و یک استفاده شد. اگر مقدار پسماند مدل رگرسیونی شرکتی مثبت باشد، در گروه شرکت‌های دارای بیش سرمایه‌گذاری قرار گرفته و به آن عدد ۱ اختصاص یافت و در غیر این صورت، عدد صفر برای آن در نظر گرفته شد. مدل رگرسیونی مربوطه به قرار زیر است:

$$NINV_{it} = \alpha + \beta_1 GRO_{it-1} + \beta_2 LEV_{it-1} + \beta_3 CH_{it-1} + \beta_4 AGE_{it-1} + \beta_5 SIZE_{it-1} + \beta_6 RET_{it-1} + \beta_7 NINV_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

$NINV_{it}$: سرمایه‌گذاری جدید (وجه نقد پرداختی شرکت برای تحصیل یا ساخت دارایی‌های ثابت، دارایی‌های نامشهود یا سایر دارایی‌های غیرجاری تقسیم بر کل دارایی‌های ابتدای دوره (یانگ و جیانی، ۲۰۰۸)).

GRO_{it-1} : رشد؛ نسبت تغییرات در آمد فروش.

LEV_{it-1} : اهرم مالی؛ نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها.

CH_{it-1} : نگهداشت وجه نقد؛ لگاریتم طبیعی وجه نقد شرکت.

AGE_{it-1} : عمر؛ لگاریتم طبیعی سن از زمان تأسیس.

$SIZE_{it-1}$: اندازه؛ لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌ها.

RET_{it-1} : بازده سهام.

ε_{it} : مقدار پسماند مدل

$OCON_{it}$: بیش اطمینانی؛ برای اندازه‌گیری بیش اطمینانی از دیدگاه هوانگ و همکاران (Huang, et al., 2011) به صورت متغیر مجازی صفر و یک استفاده شد. بر این اساس، ابتدا تفاوت بین سود هر سهم پیش‌بینی شده و سود هر سهم واقعی محقق شده را مدنظر قرار داده، اگر سود هر سهم پیش‌بینی شده بیش‌تر از واقعی باشد، مدیر را به عنوان بیش اطمینان در نظر گرفته و به آن عدد ۱ اختصاص داده شد و در غیر این صورت، عدد صفر برای آن منظور شد.

AC_{it-1} : هزینه‌های نمایندگی؛ برای اندازه‌گیری آن با توجه به پژوهش‌های انگ و همکاران (Ang, et al., 2000) و سینگ و همکاران (Singh, et al., 2003) از کارایی دارایی‌ها استفاده شد. این نسبت حاصل تقسیم درآمد فروش به ارزش دفتری دارایی‌ها است.

$OCON_{it} * AC_{it-1}$: متغیر برهم‌کنشی بیش اطمینانی و هزینه‌های نمایندگی (به منظور بررسی اثر هزینه‌های نمایندگی بر رابطه بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه‌گذاری)

CF_{it-1} : جریان‌های نقدی عملیاتی؛ نسبت جریان‌های نقدی عملیاتی به ارزش دفتری دارایی‌ها.

$INVOP_{it-1}$: فرصت سرمایه گذاری؛ از معیار کیوتوین استفاده شد. کیوتوین برابر است با جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها.

$INSOW_{it-1}$: مالکیت نهادی؛ درصد سهام در اختیار سهامداران نهادی.

$BSIZE_{it-1}$: اندازه هیأت مدیره؛ لگاریتم طبیعی تعداد اعضای هیأت مدیره.

PER_{it-1} : عملکرد؛ از معیار بازده حقوق صاحبان سهام استفاده شد. بازده حقوق صاحبان سهام برابر است با نسبت سود خالص به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.

LEV_{it-1} : اهرم مالی؛ نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها.

$SIZE_{it-1}$: اندازه؛ لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌ها.

جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش جاری کلیه شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی پژوهش دوره شامل سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۳ است. با توجه به ماهیت پژوهش و وجود برخی ناهم‌آهنگی‌ها میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، شرایط زیر به منظور تعیین نمونه آماری پژوهش در نظر گرفته شد. بنابراین، روش نمونه‌گیری پژوهش از نوع غربال‌گری (حذف سیستماتیک) است.

۱. شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۸۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
۲. شرکت‌های مورد نظر در کل دوره زمانی پژوهش در بورس اوراق بهادار تهران حضور و فعالیت داشته باشند.

۳. بین سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۳ تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.
- از تعداد شرکت‌های موجود در فهرست بورس اوراق بهادار تهران با در نظر گرفتن شرایط ارائه شده برای نمونه پژوهش، در نهایت تعداد ۹۹ شرکت برای آزمون فرضیه‌های پژوهش باقی ماند. تعداد شرکت‌های مورد استفاده بر حسب نوع صنعت موجود در بورس اوراق بهادار تهران به شرح جدول (۱) می‌باشند:

جدول (۱): صنایع و شرکت های نمونه آماری پژوهش

نوع صنعت	تعداد شرکت ها	نوع صنعت	تعداد شرکت ها
خودرو و قطعات	۱۴	کاشی و سرامیک	۶
دستگاه های برقی	۳	کانه های فلزی	۳
سیمان، آهک و گچ	۷	کانی غیرفلزی	۴
شیمیایی	۱۳	لاستیک و پلاستیک	۳
غذایی بجز قند و شکر	۷	ماشین آلات و تجهیزات	۴
فرآورده های نفتی	۲	محصولات فلزی	۳
فلزات اساسی	۹	مواد دارویی	۲۱

یافته های پژوهش

برای استخراج ناکارایی سرمایه گذاری و به پیروی از آن برای استخراج بیش سرمایه گذاری بر اساس مدل شرح داده شده در بخش های قبل، از مدل رگرسیونی چندمتغیره از نوع داده های ترکیبی استفاده شد. برای تعیین الگوی مناسب رگرسیونی نیاز به انجام آزمون های مقدماتی است که نتایج این آزمون ها در جدول (۲) ارائه شده اند:

جدول (۲): نتایج مربوط به انتخاب الگوی مدل ناکارایی سرمایه گذاری

نوع آزمون و آماره	مقدار آماره	احتمال آماره	نتیجه
آماره F آزمون چاو	۲/۴۸۳	۰/۰۰۰	داده های تابلویی
آماره χ^2 آزمون هاسمن	۵۵/۸۷	۰/۰۰۰	اثرات ثابت

با توجه به جدول (۲)، آماره F محاسبه شده حاکی از معنی داری روش تابلویی در مقابل روش تلفیقی است. از سوی دیگر، نتیجه آزمون هاسمن حاکی از کارایی اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی است. بنابراین، برای تخمین مدل پژوهش از روش داده های تابلویی مبتنی بر اثرات ثابت استفاده شد.

یکی از پیش فرض های اساسی رگرسیون، همسانی واریانس جملات خطا است. بررسی مقادیر آماره χ^2 آزمون در جدول (۳) نشان می دهد که فرضیه صفر برابری واریانس رد می شود و مشکل ناهمسانی واریانس در مدل مشهود است.

جدول (۳): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس در مدل ناکارایی سرمایه گذاری

نوع آزمون و آماره	مقدار آماره	احتمال آماره	نتیجه
آماره χ^2 آزمون نسبت درستمایی	۳۸۵/۳۹	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس

با توجه به این که یکی از روش های رفع مشکل ناهمسانی واریانس، برآورد مدل به روش حداقل مربعات تعمیم یافته است، برای تخمین مدل ناکارایی سرمایه گذاری از روش تابلویی با اثرات ثابت مبتنی بر حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شد. یکی دیگر از پیش فرض های رگرسیون، استقلال خطاها است. جدول (۴)، نتایج آزمون وولدریج را به منظور شناسایی وجود یا عدم وجود خود همبستگی در مدل ناکارایی سرمایه گذاری را نشان می دهد. برون داد آزمون وولدریج حاکی از آن می باشد که فرضیه صفر در این آزمون مبنی بر عدم وجود خود همبستگی مرتبه اول رد نمی شود. بنابراین، در برازش مدل داده های تابلویی با اثرات ثابت مبنی بر حداقل مربعات تعمیم یافته مشکل خود همبستگی وجود ندارد.

جدول (۴): نتایج آزمون خود همبستگی در مدل ناکارایی سرمایه گذاری

نوع آزمون و آماره	مقدار آماره	احتمال آماره	نتیجه
آماره F آزمون وولدریج	۳/۰۱۲	۰/۰۸۲۶	استقلال خطاها

برای مدل ناکارایی سرمایه گذاری از روش تابلویی با اثرات ثابت مبتنی بر روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده که نتایج آن در جدول (۵) ارائه گردیده است. یکی از پیش فرض های اساسی رگرسیون چند متغیره این است که متغیرهای توضیحی با یکدیگر همبسته نباشند. در اکثر موارد رابطه بین متغیرهای توضیحی غیر صفر خواهد بود، اما غالباً درجه کمی از رابطه بین متغیرهای توضیحی سبب کاهش چندانی در دقت مدل نخواهد شد. اما زمانی که همبستگی بین متغیرهای توضیحی بسیار زیاد باشد، سبب بروز مشکلی به نام هم خطی چندگانه می شود. یکی از آزمون های آماری رایج برای شناسایی وجود یا عدم وجود مشکل هم خطی استفاده از آزمون وی ای اف است. نتایج این آزمون برای مدل برازش شده در جدول (۵) ارائه گردیده است. مقدار آماره وی ای اف برای کلیه متغیرهای پژوهش کمتر از ۵ (معیار تصمیم گیری) می باشد که این مقدار حکایت از این دارد که در مدل برازش شده، مشکل هم خطی وجود ندارد.

سطح معنی داری آماره فیشر کمتر از ۱ درصد می باشد، پس می توان گفت این مدل با احتمال ۹۹ درصد معنی دار است. به دیگر سخن، این مدل از اعتبار بالایی برخوردار است. علاوه بر این، ضریب

تعیین تعدیل شده این مدل ۵۶ درصد است؛ این عدد نشان می‌دهد که ۵۶ درصد از مقادیر متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی، توضیح داده می‌شود. با توجه به سطح معنی‌داری ضرایب هر متغیر و مقایسه آن‌ها با سطح خطای ۵ درصد، معنی‌دار بودن اکثر متغیرهای توضیحی شامل رشد، اهرم مالی، اندازه و سرمایه‌گذاری جدید دوره قبل تأیید گردید؛ اما شواهدی از معنی‌داری متغیرهای نگهداشت وجه نقد، عمر و بازده سهام بدست نیامد. در نهایت پس از برازش مدل ناکارایی سرمایه‌گذاری مقادیر مثبت پسماند مدل به عنوان بیش سرمایه‌گذاری در نظر گرفته شد و به صورت متغیر مجازی صفر و یک در ادامه تحلیل‌ها لحاظ شد.

جدول (۵): نتایج تخمین مدل ناکارایی سرمایه‌گذاری

متغیر وابسته: $NINV_{it}$					
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	احتمال	VIF
C	-۰/۵۲۰۹	۰/۱۵۷۰	-۳/۳۱۷	۰/۰۲۷۸	
GRO_{it-1}	۰/۰۲۵۴	۰/۰۰۳۶	۷/۰۵۵	۰/۰۰۰۰	۱/۲۵
LEV_{it-1}	۰/۰۳۵۹	۰/۰۱۷۲	۲/۰۸۷۲	۰/۰۱۱۷	۱/۷۳
CH_{it-1}	-۰/۰۱۶۶	۰/۰۵۳۰	-۰/۳۱۳۲	۰/۶۸۹۴	۱/۰۴
AGE_{it-1}	-۰/۰۰۱۵	۰/۰۰۷۴	-۰/۲۰۲۷	۰/۷۲۵۱	۱/۰۷
$SIZE_{it-1}$	۰/۰۵۴۷	۰/۰۱۲۸	۴/۲۷۳۴	۰/۰۰۰۵	۱/۶۱
RET_{it-1}	۰/۰۱۶۷	۰/۰۱۰۹	۱/۵۳۲۱	۰/۱۴۷۳	۱/۳۰
$NINV_{it-1}$	۰/۰۸۳۵	۰/۰۲۱۴	۳/۹۰۱۸	۰/۰۰۰۰	۱/۱۴
آماره F: ۴۳/۲۸	احتمال آماره F: ۰/۰۰۰۰	آماره R^2 : ۰/۵۶۲۴			

برای ارائه نمای کلی از خصوصیات متغیرهای پژوهش، در جدول (۶) برخی شاخص‌های آمار توصیفی این متغیرها ارائه شده‌اند. با توجه به نتایج، میانگین ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های عضو نمونه طی سال‌های مورد بررسی برابر با ۶۱/۲ درصد است. این موضوع به معنای این است که حدود ۶۱ درصد مشاهدات شرکت-سال دیدگاه بیش سرمایه‌گذاری دارند. میانگین متغیر بیش اطمینانی شرکت‌های نمونه برابر با ۷۱/۶ درصد می‌باشد. این مقدار نشان می‌دهد که مدیران در اکثر پیش‌بینی‌های خود به خصوص پیش‌بینی سود هر سهم شرکت به صورت بیش اطمینان عمل می‌کنند. میانگین هزینه‌های نمایندگی حدود ۷۹ درصد است که نشان می‌دهد درآمد حاصل از فروش به طور میانگین حدود ۷۹ درصد دارایی‌ها است. جریان نقد عملیاتی شرکت‌های مورد بررسی به طور میانگین حدود ۱۳ درصد دارایی‌ها است. فرصت سرمایه‌گذاری شرکت‌های مورد بررسی به طور میانگین

حدود ۱/۴۲ واحد است که حاکی از ارزش آفرینی نه چندان زیاد شرکت‌های مورد بررسی است، زیرا ارزش بازار شرکت تنها حدود یک و نیم برابر ارزش دفتری است. به طور میانگین حدود ۶۵ درصد از سهام شرکت‌ها توسط سهامداران نهادی نگهداری می‌شود. میانگین عملکرد شرکت حدود ۴۱ درصد است که بیانگر میزان سودآوری خالص به ازای مبالغ سرمایه‌گذاری شده توسط صاحبان سهام است. اهرم مالی نیز بیانگر این است که بدهی شرکت‌های مورد بررسی به طور میانگین حدود ۶۴ درصد دارایی‌ها و بخش عمده ساختار سرمایه این شرکت‌ها را در بر گرفته است. اندازه شرکت‌ها به طور میانگین حدود ۲۷/۵۳ واحد لگاریتمی است.

جدول (۶): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	مشاهده‌ها
$OINV_{it}$	۰/۶۱۲	۰/۴۷۱	۰	۱	۱۲۸۷
$OCON_{it}$	۰/۷۱۶	۰/۱۰۹	۰	۱	۱۲۸۷
AC_{it-1}	۰/۷۹۰	۰/۲۹۸	۰/۰۱۶	۱/۸۱۵	۱۲۸۷
CF_{it-1}	۰/۱۲۷	۰/۱۴۵	-۰/۴۱۲	۰/۹۱۷	۱۲۸۷
$INVOP_{it-1}$	۱/۴۲۲	۰/۶۹۵	۰/۵۰۸	۳/۵۴۴	۱۲۸۷
$INSOW_{it-1}$	۰/۶۵۴	۰/۳۰۱	۰	۱	۱۲۸۷
$BSIZE_{it-1}$	۱/۵۵۱	۰/۱۱۰۸	۱/۰۹۸	۱/۹۴۵	۱۲۸۷
PER_{it-1}	۰/۴۱۶	۰/۶۲۳	-۱/۰۱۷	۳/۴۸۷	۱۲۸۷
LEV_{it-1}	۰/۶۴۳	۰/۲۱۲	۰/۰۵۸	۰/۹۹۸	۱۲۸۷
$SIZE_{it-1}$	۲۷/۵۳	۱/۷۱۶	۲۳/۸۴	۳۴/۷۰	۱۲۸۷

فرضیه‌های پژوهش حاضر با استفاده از اطلاعات گردآوری شده از شرکت‌های نمونه و انجام آزمون رگرسیون لجستیک بررسی شد. لازم به ذکر است که نوع داده‌های پژوهش از نوع ترکیبی می‌باشد. نظر به این که متغیر وابسته مدل پژوهش (بیش سرمایه‌گذاری) یک متغیر دو حالتی (صفر و یک) می‌باشد، باید برای بررسی فرضیه‌های پژوهش از مدل داده‌های ترکیبی مبتنی بر روش لجستیک استفاده شود. نتایج آزمون مدل در جدول (۷) ارایه گردیده است. آماره آزمون LR محاسبه شده (نسبت درستنمایی برای معنی‌داری مدل لجستیک)، معادل ۸۰/۲۱ و سطح معنی‌داری آن کمتر از سطح خطای ۱ درصد می‌باشد که این نشان می‌دهد مدل با احتمال ۹۹ درصد معنی‌دار می‌باشد؛ به دیگر سخن، این مدل از اعتبار بالایی برخوردار است.

مقدار احتمال آماره Z متغیر بیش اطمینانی برابر با $۰/۰۰۰۰$ است که این مقدار از سطح خطای ۵ درصد پایین‌تر بوده و حکایت از این دارد که این متغیر با بیش سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌داری دارد. ضریب تأثیر متغیر بیش اطمینانی نیز $۱/۵۲۴۱$ است که با توجه به علامت ضریب متغیر مذکور نیز چنین می‌توان استدلال نمود که این متغیر با بیش سرمایه‌گذاری رابطه مثبت معنی‌داری دارد. این رابطه مثبت نشان می‌دهد که مدیران بیش اطمینان اقدام به بیش سرمایه‌گذاری می‌کنند. همان‌طور که از لحاظ نظری انتظار می‌رفت بین بیش اطمینانی و سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه معنی‌داری وجود داشته باشد، ملاحظه می‌شود که از لحاظ تجربی نیز این انتظار تأیید می‌شود. بنابراین، فرضیه اول پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنی‌دار بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه‌گذاری تأیید می‌شود. به این ترتیب شرکت‌های دارای بیش اطمینانی به احتمال بیشتری با بیش سرمایه‌گذاری مواجه بوده‌اند.

جدول (۷): نتایج تخمین مدل پژوهش برای فرضیه‌های اول و دوم

متغیر وابسته: $OINV_{it}$				
متغیرهای توضیحی	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	احتمال
C	۱/۲۱۸۰	۳/۱۴۵۱	۰/۳۸۷۹	۰/۶۹۸۶
$OCON_{it}$	۱/۵۲۴۱	۰/۲۱۷۸	۶/۹۹۷۷	۰/۰۰۰۰
AC_{it-1}	-۰/۰۷۱۵	۰/۱۱۹۸	-۰/۵۹۶۸	۰/۵۹۵۲
$OCON_{it} * AC_{it-1}$	۰/۰۰۰۷	۳/۲۰۰۴	۲/۳۱۸۰	۰/۰۳۷۱
CF_{it-1}	-۰/۲۰۷۴	۰/۲۱۹۰	-۰/۹۴۷۰	۰/۳۸۴۱
$INVOP_{it-1}$	۰/۱۴۷۱	۰/۰۷۲۸	۲/۰۲۰۶	۰/۰۴۱۲
$INSOW_{it-1}$	-۰/۳۷۸۲	۰/۳۳۹۶	-۱/۱۱۳۶	۰/۱۵۳۹
$BSIZE_{it-1}$	۰/۶۲۱۶	۰/۲۹۵۲	۲/۱۰۵۶	۰/۰۳۲۵
PER_{it-1}	۰/۰۶۱۹	۰/۰۵۹۹	۱/۰۳۳۳	۰/۲۰۹۱
LEV_{it-1}	-۰/۲۳۲۸	۰/۱۳۵۹	-۱/۷۱۳۰	۰/۰۸۱۶
$SIZE_{it-1}$	۰/۲۷۳۹	۰/۰۵۸۸	۴/۶۵۸۱	۰/۰۰۰۰
نتایج برازش مدل	آماره LR	۸۰/۲۱	احتمال آماره	۰/۰۰۰۰

مقدار احتمال متغیر بر هم کنشی بیش اطمینانی و هزینه‌های نمایندگی برابر با $۰/۰۳۷۱$ است که این مقدار از سطح خطای ۵ درصد پایین‌تر بوده و حکایت از آن دارد که هزینه‌های نمایندگی بر رابطه بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه‌گذاری، تأثیر معنی‌داری دارد. با توجه به علامت مثبت ضریب متغیر مذکور نیز چنین می‌توان استدلال نمود که اثرگذاری آن مستقیم است. مشاهده می‌شود که متغیر

هزینه‌های نمایندگی به صورت معنی‌دار، رابطه بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار می‌دهد. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش مبنی بر تأثیر معنی‌دار هزینه‌های نمایندگی بر رابطه بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه‌گذاری، تأیید می‌شود. همچنین نتایج نشان داد که متغیرهای فرصت سرمایه‌گذاری، اندازه هیأت مدیره، اهرم مالی و اندازه با بیش سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌داری دارند. این رابطه در مورد فرصت سرمایه‌گذاری، اندازه هیأت مدیره و اندازه شرکت مثبت و معنی‌دار و در مورد اهرم مالی منفی و معنی‌دار است. به این ترتیب شرکت‌های دارای فرصت سرمایه‌گذاری کمتر (بیشتر)، اندازه هیأت مدیره کوچکتر (بزرگتر) و اندازه شرکت کوچکتر (بزرگتر)، با مقادیر کمتر (بیشتر) بیش سرمایه‌گذاری مواجه خواهند بود، در حالی که شرکت‌های دارای اهرم مالی کمتر (بیشتر)، با مقادیر بیشتر (کمتر) بیش سرمایه‌گذاری مواجه خواهند بود. در این پژوهش شواهدی مبنی بر اثرگذاری متغیرهای نسبت جریان نقد عملیاتی، مالکیت نهادی و عملکرد شرکت بر بیش سرمایه‌گذاری مشاهده نشد.

به منظور بررسی فرضیه سوم پژوهش، کلیه شرکت‌های حاضر در نمونه را بر مبنای میانه هزینه‌های نمایندگی به دو دسته شرکت‌های با هزینه‌های نمایندگی بالا و پایین دسته‌بندی نموده و سپس مدل پژوهش برای هر کدام از آن‌ها برازش گردید. نتایج برای دو دسته شرکت‌های با هزینه‌های نمایندگی بالا و پایین در جدول (۸) ارایه گردیده است. آماره آزمون LR محاسبه شده برای شرکت‌هایی با هزینه‌های نمایندگی بالا و پایین، به ترتیب معادل $81/57$ و $85/43$ و سطح معنی‌داری آن‌ها کمتر از سطح خطای ۱ درصد می‌باشد؛ این مقادیر نشان می‌دهند که مدل پژوهش برای شرکت‌هایی با هزینه‌های نمایندگی بالا و شرکت‌هایی با هزینه‌های نمایندگی پایین با احتمال ۹۹ درصد معنی‌دار می‌باشد.

مقدار احتمال آماره Z متغیر بیش اطمینانی برای هر دو دسته شرکت‌ها (شرکت‌هایی با هزینه‌های نمایندگی بالا و شرکت‌هایی با هزینه‌های نمایندگی پایین) از سطح خطای ۵ درصد پایین‌تر بوده و این مهم حکایت از آن دارد که این متغیر در هر دو دسته شرکت‌ها با سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه معنی‌داری دارد. با مقایسه برآورد ضریب متغیر بیش اطمینانی در هر دو دسته شرکت‌ها (مقادیر $1/823$ و $1/075$) ملاحظه می‌شود که رابطه بین متغیر بیش اطمینانی و بیش سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با هزینه‌های نمایندگی بالا در مقایسه با شرکت‌هایی با هزینه‌های نمایندگی پایین قوی‌تر است. بنابراین، فرضیه سوم پژوهش مبنی بر این که رابطه بین بیش اطمینانی و سرمایه‌گذاری بیش از حد در شرکت‌هایی با هزینه‌های نمایندگی بالا قوی‌تر از شرکت‌هایی با هزینه‌های نمایندگی پایین است، تأیید

می‌شود. فرض بر این است که مدیران تصمیمات خود را به صورت عقلایی اخذ می‌کنند و به دنبال خلق ارزش بیشتر برای سهامداران خود هستند، اما همیشه این گونه نیست؛ تلاش بسیار زیادی برای به اجرا درآوردن آن‌ها می‌نمایند، به طوری که ارزش‌گذاری بازار را نادیده گرفته و گمان بر پرهزینه بودن تأمین مالی خارجی دارند. در نتیجه تمام وجوه نقد حاصل از فعالیت شرکت را در طرح‌هایی که به گمان خویش سودآور است، سرمایه‌گذاری می‌نمایند. پیامد این عمل کاهش ارزش شرکت و زیان سهامداران است. مدیران بیش اطمینان با عدم سرمایه‌گذاری درست، استفاده بیش از حد از وجوه نقد داخل شرکت، و عدم تقسیم آن هزینه‌های زیادی را بر سهامداران تحمیل می‌کنند. پس می‌توان گفت برای مدیران بیش اطمینان سهامداران باید هزینه‌های نمایندگی بیشتری نیز پرداخت نمایند.

جدول (۸): نتایج تخمین مدل پژوهش برای فرضیه سوم

متغیر وابسته: $OINV_{it}$								
متغیرهای توضیحی	هزینه‌های نمایندگی پایین				هزینه‌های نمایندگی بالا			
	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	احتمال	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	احتمال
$OCON_{it}$	۱/۰۷۵	۰/۳۱۸	۳/۳۸۰	۰/۰۰۱	۱/۸۲۳	۰/۳۶۶	۴/۹۷۵	۰/۰۰۰
CF_{it-1}	۰/۰۷۳	۰/۲۹۸	۰/۲۴۴	۰/۷۹۲	-۰/۵۴۷	۰/۴۵۱	-۱/۲۱۴	۰/۳۳۲
$INVOP_{it-1}$	۰/۳۹۲	۰/۰۸۷	۴/۵۱۰	۰/۰۰۰	-۰/۰۲۶	۰/۱۱۵	-۰/۲۲۶	۰/۷۸۳
$INSOW_{it-1}$	۰/۴۲۹	۰/۳۷۹	۱/۱۳۲	۰/۲۱۹	۰/۳۲۷	۰/۴۱۸	۰/۷۸۲	۰/۵۱۴
$BSize_{it-1}$	-۱/۹۲۱	۰/۶۹۴	-۲/۷۶۷	۰/۰۳۸	۱/۴۸۵	۰/۴۰۲	۳/۶۹۴	۰/۰۰۰
PER_{it-1}	-۰/۳۱۴	۰/۱۲۱	-۲/۵۸۳	۰/۰۰۵	۰/۲۵۲	۰/۱۱۸	۲/۱۳۵	۰/۰۰۹
LEV_{it-1}	۰/۵۲۸	۰/۲۲۸	۲/۳۱۷	۰/۰۱۲	-۱/۲۱۴	۰/۲۱۹	-۵/۵۴۳	۰/۰۰۰
$SIZE_{it-1}$	۰/۲۰۱	۰/۱۲۵	۱/۶۱۴	۰/۰۸۵	۰/۳۶۴	۰/۰۸۲	۴/۴۳۹	۰/۰۰۰
نتایج برازش	LR آماره ۴۳/۸۵				LR آماره ۸۷/۵۱			
مدل‌ها	احتمال آماره LR ۰/۰۰۰۰				احتمال آماره LR ۰/۰۰۰۰			

نتایج کلی و پیشنهاد‌های پژوهش

طبق نتایج مطالعات پژوهشگران مختلف که در بخش پیشینه پژوهش مطرح شدند، انتظار بر این بود که مدیران بیش اطمینان تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری وجوه نقد داخل شرکت داشته و تمایلی به توزیع سود نقدی نداشته باشند. هنگامی که منابع وجوه نقد داخلی کافی است، آنها گرایش به سرمایه‌گذاری بیش از حد دارند و هنگامی که منابع داخلی به میزان کافی نباشد، گرایش به سرمایه‌گذاری ناچیزی

دارند. یافته‌های مربوط به فرضیه اول پژوهش نیز گواه همین مطالب است و می‌توان بیان نمود که در بورس اوراق بهادار تهران، مدیران بیش اطمینان‌گرایی به بیش سرمایه‌گذاری دارند. این نتیجه منطبق با انتظارات مبتنی بر نتایج پژوهش پژوهشگرانی مانند هیتون (2002)، المندیر و تیت (2005)، المندیر و تیت (2008)، هوانگ و همکاران (2011)، هریار و یانگ (2011) و بن‌محمد و همکاران (2014) می‌باشد. همچنین دیدگاه نمایندگی بیان می‌دارد که مدیران شرکت‌هایی با جریان نقدی فراوان برای دستیابی به اهداف شخصی خود، سرمایه‌گذاری‌های بیش از حد انجام می‌دهند. نتایج برخی پژوهش‌ها نشان دادند که هزینه‌های نمایندگی در مدیران بیش اطمینان با حساسیت به استفاده از وجوه نقد داخل شرکت رابطه معنی‌داری دارد. یافته‌های مربوط به فرضیه‌های دوم و سوم پژوهش نیز گواه این مطالب است که در بورس اوراق بهادار تهران، هزینه‌های نمایندگی بر رابطه بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه‌گذاری اثر معنی‌داری داشته و رابطه بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با هزینه‌های نمایندگی بالا قوی‌تر از شرکت‌هایی با هزینه‌های نمایندگی پایین است. این نتیجه منطبق با انتظارات مبتنی بر نتایج پژوهش هوانگ و همکاران (2011) است.

سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی که به دنبال حداکثر کردن ثروت خود هستند، با شناخت بهتر از بورس اوراق بهادار تهران و اثر بیش اطمینانی و هزینه‌های نمایندگی و سایر متغیرهای بررسی شده (ابزارهای حاکمیت شرکت، اهرم مالی، فرصت سرمایه‌گذاری و ...) بر سرمایه‌گذاری شرکت در این بازار تصمیم مناسب را خواهند گرفت. همچنین با توجه به تأثیر معنی‌دار هزینه‌های نمایندگی بر رابطه بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه‌گذاری، به ذینفعان شرکت و تصمیم‌گیرندگان بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود با اتخاذ رویه‌هایی از بیش اطمینانی مدیران که منجر به بیش سرمایه‌گذاری و احتمالاً ناکارایی سرمایه‌گذاری می‌شود، جلوگیری نمایند. به مدیران پیشنهاد می‌شود در فرآیند سرمایه‌گذاری‌ها دچار تورش رفتاری شدید نشوند و از بیش اطمینانی زیاد پرهیز نمایند تا بتوانند با تصمیمی سنجیده، تلاش خود را هم در راستای اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری بکار گیرند و هم بتوانند جهت جلب رضایت‌مندی سهامداران نسبت به پرداخت مبالغ مناسب سود نقدی به آن‌ها اقدام کنند. بدیهی است اگر بیش اطمینانی مدیران منتج به بازدهی مناسب نشود، سرمایه‌گذاری‌ها را از سطح بهینه دور خواهد کرد و منجر به وقوع ناکارایی سرمایه‌گذاری می‌گردد. در نتیجه، به مدیران پیشنهاد می‌شود به این موضوع نیز توجه داشته باشند و از اتخاذ تصمیمات تورش‌دار پرهیز نمایند. به مجریان نظام راهبری شرکتی پیشنهاد می‌شود با نظارت بهتر و مناسب‌تر، وقوع تورش‌های رفتاری مدیران را کنترل نمایند.

منابع و مأخذ

۱. آقایی، محمدعلی؛ نظافت، احمدرضا؛ ناظمی‌اردکانی، مهدی و جوان، علی‌اکبر. (۱۳۸۸)، "بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری‌های موجودی‌های نقدیدر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۱ و ۲، صص ۷۰-۵۳.
۲. تهرانی، رضا و حصارزاده، رضا. (۱۳۸۸)، "تأثیر جریان نقد آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری"، تحقیقات حسابداری، شماره ۱ (۳)، صص ۶۷-۵۰.
۳. ثقفی، علی؛ بولو، قاسم و محمدیان، م. (۱۳۹۰)، "کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد"، پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۳، شماره ۲، صص ۶۳-۳۷.
۴. ثقفی، علی و عرب‌مازار یزدی، مصطفی. (۱۳۸۹)، "کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری"، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ۲، شماره ۴، صص ۲۰-۱.
۵. ثقفی، علی و معتمدی‌فاضل، مجید. (۱۳۹۰)، "رابطه میان کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با امکانات سرمایه‌گذاری بالا"، پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۳، شماره ۴ (۱۰)، صص ۱۴-۱.
۶. حسنی، محمد. (۱۳۹۲)، "مطالعه تجربی رابطه بین حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری و محافظه‌کاری حسابداری (دیدگاه قراردادهای کارآ یا دیدگاه تحریف سیستم‌های اطلاعاتی؟)"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، شماره ۳، صص ۸۴-۵۹.
۷. حسنی، محمد و احمدی‌زاده، ساناز. (۱۳۹۴)، "آزمون رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و اهرم مالی (با تمرکز بر نظریه سلسله مراتبی و نظریه توافقی ایستا)"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال.
۸. حسنی، محمد و حاجی‌سیداسماعیل، ماهرخ سادات. (۱۳۹۲)، "بررسی تأثیر افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی بر حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال.
۹. حسنی، محمد و شکری‌فرد، پانیذ. (۱۳۹۴)، "تحلیل تجربی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و سیاست پرداخت سود"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال.

۱۰. حسنی، محمد و صادقی‌راد، فرحناز (۱۳۹۲)، "بررسی رابطه بین اهرم مالی و کارایی سرمایه‌گذاری (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران)"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال.
۱۱. سلیمانی‌امیری، غلامرضا و فرش، زهرا. (۱۳۹۱)، "بررسی تأثیر تأمین مالی از بانک‌ها و اهداف مالیاتی بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دانش حسابداری، سال سوم، شماره ۱۱، صص ۸۳-۵۷.
۱۲. کاشانی‌پور، م؛ راسخی، س؛ نقی‌نژاد، ب و رسائیان، احمد. (۱۳۸۹)، "محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران"، پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۲، شماره ۲، صص ۷۴-۵۱.
۱۳. مدرس، احمد و حصارزاده، رضا. (۱۳۸۷)، "کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۲، صص ۱۱۶-۸۵.
۱۴. هاشمی، عباس؛ صادقی، محسن و سروش‌یار، افسانه. (۱۳۸۹)، "ارزیابی نقش کیفیت سود بر الگو، شیوه تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری، شماره ۶.

15. Azouzi, M.A., and Jarboui, A. (2012), "The Evidence of Management Motivation to Revalue Property Plant and Equipment in Tunisia", African Journal of Hospitality, Tourism and Leisure, Vol 2(1).
16. Ben Mohamed, Ezzeddine; Fairchild, Richard and Bouri, Abdelfettah, (2014), "Investment cash flow sensitivity under managerial optimism: New evidence from NYSE panel data firms", Journal of Economics, Finance and Administrative Science, 19: 11-18.
17. Campbell, C., Johnson, S., Rutherford, J., Stanley, B. (2009), "CEO Confidence and Forced Turnover", Working Paper, WFA Annual Meeting.
18. Cutillas Gomariz, M^a F., Sánchez Ballesta, J.P. (2014), "Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency", Journal of Banking & Finance, Volume 40, PP 494-506.
19. Deshmuk, S., Goel, A., Howe, K. (2009), "CEO Overconfidence and Dividend Policy: Theory and Evidence", Working Paper, WFA Annual Meeting.
20. Deshmukh, S., Goel, A.M., & Howe, K.M. (2013), "CEO overconfidence and dividend policy", Journal of Financial Intermediation, No 22(3), PP 440-463.
21. Heaton, J.B. (2002), "Managerial optimism and corporate finance", Financial Management, No 31, PP 33-45.
22. Hoshi, T., Kashyap, A., and Scharfstein, D. (2001), "Bank Monitoring and Investment: Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationships," in Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment, ed. by G. Hubbard, PP 105-26, University of Chicago Press.

23. Hovakimian, G., and Titman, SH. (2006), "Corporate Investment with Financial Constraints: Sensitivity of Investment to Funds from Voluntary Asset Sales", *Journal of Money, Credit & Banking* (Ohio State University Press), No 38, PP 357-374.
24. Huang, W., Jiang, F., Liu, Z., Zhang, M. (2011), "Agency cost, top executives' overconfidence, and investment-cash flow sensitivity: Evidence from listed companies in China", *Pacific-Basin Finance Journal*, No 19, PP 261-277.
25. Landier, A., Thesmar, D. (2009), "Financial contracting with optimistic entrepreneurs", *Review of Financial Studies*, No 22, PP 117-150.
26. Lin, Y., Hu, S., Chen, M. (2005), "Managerial optimism and corporate investment: some empirical evidence from Taiwan", *Pacific-Basin Finance Journal*, No 13, PP 523-546.
27. Lin, Y., Hu, S., Chen, M. (2008), "Testing pecking order prediction from the viewpoint of managerial optimism: some empirical evidence from Taiwan", *Pacific-Basin Finance Journal*, No 16, PP 160-181.
28. Lyandres, E., and Zhdanov, A. (2005), "Underinvestment or Overinvestment: The Effects of Financial Leverage on Investment", Working Paper, Presented at EFA 2006.
29. Malmendier, U., Tate, G. (2005), "CEO overconfidence and corporate investment", *The Journal of Finance*, No 6, PP 2661-2700.
30. Malmendier, U., Tate, G. (2008), "Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction", *Journal of Financial Economics*, No 89, PP 20-43.
31. Malmendier, U., Tate, G. & Yan, J. (2011), "Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies", *Journal of Finance*, No 66(5), PP 1687-1733.
32. Pompian, Michael M. (2006), "Behavioral finance and wealth management: building optimal portfolios that account for investor biases", *John Wiley & Sons*, 10-12.
33. Riddick, L.A, Whited, T.M. (2009), "The corporate propensity to save", *The Journal of Finance*, No 64 (4), PP 1729-1766.
34. Varouj, A., Ying, G. and Jiaping, Q. (2005), "The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence", *Journal of Corporate Finance*, No 11 (1), PP 277-291.
35. Verdi, Rodrigo.S. (2006), "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency", Working Paper, Sloan School of Management, MIT.