



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۱ / شماره ۲ (پیاپی ۴۲) / تابستان ۱۴۰۱
صفحه ۹۳ تا ۱۰۹

بررسی نقش میانجی فرصت‌های رشد بر رابطه میان فرا اطمینانی مدیران و کارایی سرمایه‌گذاری

افشین شالچی

گروه حسابداری، واحد سیرجان، دانشگاه آزاد اسلامی، سیرجان، ایران
shalchi@marandiau.ac.ir

زاداله فتحی

گروه حسابداری، واحد تهران مرکز، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
Zad_fathi@iauctb.ac.ir

حسین شفیعی

گروه حسابداری، واحد سیرجان، دانشگاه آزاد اسلامی، سیرجان، ایران
hossein.shafii@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۸/۰۸/۱۳ تاریخ پذیرش: ۹۸/۱۱/۱۲

چکیده

هدف از این پژوهش، بررسی نقش میانجی فرصت‌های رشد بر رابطه میان فرا اطمینانی مدیران و کارایی سرمایه‌گذاری است. حالات روانی مدیران از جمله فرا اطمینانی مدیران، نقش قابل ملاحظه‌ای در انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری دارند. از طرفی اثرگذاری فرا اطمینانی مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری می‌تواند از طریق فرصت‌های رشد به صورت غیرمستقیم صورت گیرد. این پژوهش از نوع علی، پس رویدادی و کاربردی است. جهت انجام این پژوهش، نمونه آماری شامل ۱۵۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۷ انتخاب گردید. بر اساس روش داده‌های ترکیبی و تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی چند متغیره و لجستیک، یافته‌های پژوهش نشان داد که فرا اطمینانی مدیران منجر به افزایش/کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد/کمتر از حد شرکت‌ها می‌شود. همچنین براساس روش بارون و کنی (۱۹۸۶) فرا اطمینانی مدیران نه تنها به صورت مستقیم بلکه به طور غیر مستقیم و از طریق فرصت‌های رشد (میانجی‌گیری کامل) بر کارایی سرمایه‌گذاری اثر گذار می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: فرا اطمینانی مدیران، فرصت‌های رشد، کارایی سرمایه‌گذاری.

۱- مقدمه

در بازار سرمایه کارا، تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری، مستقل از یکدیگر نیستند و کاستی‌های بازار سرمایه، از قبیل عدم تقارن اطلاعات و هزینه نمایندگی، ناکارایی سرمایه‌گذاری یعنی سرمایه‌گذاری بیش (کم‌تر) از حد را به وجود می‌آورد. با وجود این مسائل، همه طرح‌های با ارزش فعلی مثبت پذیرفته نمی‌شوند (سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد) و برخی طرح‌ها با ارزش فعلی منفی رد نمی‌شوند (سرمایه‌گذاری بیش از حد)؛ در نتیجه می‌توان بیان نمود که ناکارایی سرمایه‌گذاری در نظریه نمایندگی و مسائلی چون هزینه نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات ریشه دارد (هی و همکاران، ۲۰۱۹). از طرفی، رول (۱۹۸۶) با ارائه فرضیه فرا اطمینانی، به صورت علمی به توضیح این موضوع پرداخت که حتی در صورتی که ارزش تحصیل سهام، به‌طور قابل توجهی بیش از قیمت بازار باشد و یا تحصیل یک شرکت منجر به کاهش ارزش شرکت اصلی شود، مدیران فرا اطمینان باز هم نسبت به تحصیل اقدام می‌کنند. در واقع فرا اطمینانی مدیریت، این موضوع که چرا شرکت‌ها به ادغام‌ها یا ترکیب‌های مخدوش‌کننده ارزش و ورود به سایر سرمایه‌گذاری‌ها، تأمین مالی‌ها یا سایر سیاست‌های مالی که می‌تواند هزینه‌بر باشد، دست می‌زنند، شرح می‌دهد. در این ارتباط سانگ و دای (۲۰۱۵) بیان نمودند که بیش‌اعتمادی مدیران به‌طور قابل توجهی منجر به کاهش عملکرد مالی و عملکرد بازار شرکت خواهد شد.

مالمدیر و تیت (۲۰۰۶) و هی و همکاران (۲۰۱۹) نیز اذعان داشتند که در شرکت‌های دارای مدیران فرا اطمینان، حساسیت جریان‌های نقدی افزایش می‌یابد و در نتیجه این شرکت‌ها مستعد سرمایه‌گذاری بیش از حد در زمان وجود جریان‌های نقدی کافی، می‌باشند؛ که این موضوع به دلیل اریب رفتاری است که این دسته از مدیران در زمان شکل دادن به انتظارات خود در مورد جریان‌های نقدی آتی، مرتکب می‌شوند و براساس نظریه نمایندگی منجر به ناکارایی سرمایه‌گذاری خواهد شد. ژو و خو (۲۰۱۱) نیز اذعان داشتند، زمانی که افراد قادر به تصمیم‌گیری نسبت به پروژه‌های سرمایه‌گذاری باشند و بتوانند بر نتایج پروژه‌ها اثرگذار باشند، دچار توهم کنترل می‌شوند. توهم کنترل موجب می‌شود که مدیران فرا اطمینان، پروژه‌های چالش‌برانگیز را انتخاب کنند و تصمیمات جسورانه بگیرند (هی و همکاران، ۲۰۱۹).

جنسن و مورفی (۱۹۹۰) بیان کردند که همسوسازی علایق سرمایه‌ای سهامداران با علایق اعضای مدیریت اجرایی می‌تواند باعث تشویق مدیریت برای به‌حداقل رساندن سرمایه‌گذاری اضافی شود و به‌جای آن از منابع شرکت برای شناسایی و اختصاص بودجه به فرصت‌های سودآور رشد استفاده شود. از سوی دیگر، مدیران بیش‌اعتماد به دلیل اریب رفتاری می‌توانند سهامداران را برای سرمایه‌گذاری بیش از حد در طرح‌های خاص و یا چشم‌پوشی از برخی پروژه‌های به‌خصوص با ارزش فعلی خالص مثبت که مستقیماً به ثروت سهامداران مربوط است، تحت فشار قرار دهند. در نتیجه، اثر انحرافی ایفای فرا اطمینانی مدیریت بر حساسیت سرمایه‌گذاری به فرصت رشد، بستگی به میزان همسویی و هم‌ترازی انگیزه سهامداران و مدیریت دارد؛ که در این صورت می‌توان نقش میانجی فرصت‌های رشد را در رابطه میان فرا اطمینانی مدیران و کارایی سرمایه‌گذاری مطرح نمود (پانایوتیس و همکاران، ۲۰۱۹). لذا این پژوهش درصدد بررسی نقش میانجی فرصت‌های رشد بر رابطه میان فرا اطمینانی مدیران و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران است.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

کارایی سرمایه‌گذاری مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی ممانعت شود که سرمایه‌گذاری در آنها بیش از حد مطلوب است و از دیگر سو، منابع به سمت فعالیت‌هایی هدایت شوند که به سرمایه‌گذاری نیاز بیشتری دارند. سرمایه‌گذاری کارا هم به معنای تأمین مالی و اجرای پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت و رد پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی است. اما به دلیل مشکلات اخلاقی ناشی از هزینه‌های نمایندگی و هزینه‌های بالای تأمین مالی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران ممکن است تمام پروژه‌ها با خالص ارزش فعلی مثبت را به انجام نرسانند.

براساس ادبیات نظری، حداقل دو عامل تعیین‌کننده برای کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد. اول، از آنجائیکه شرکت‌ها برای تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود، نیاز به افزایش سرمایه دارند و در یک بازار سرمایه کامل همه پروژه‌های خالص با ارزش فعلی مثبت بایستی تأمین مالی شوند؛ اگر شرکت‌ها با محدودیت‌های تأمین مالی مواجه شوند و توانایی مدیران برای تأمین مالی پروژه‌های بالقوه، محدود شده باشد، به دلیل هزینه‌های بالای افزایش سرمایه، مدیریت از پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت صرف نظر خواهد کرد که منجر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌شود. عامل دوم کارایی سرمایه‌گذاری بیان می‌کند که، حتی اگر شرکت تصمیم به افزایش سرمایه بگیرد، ضمانتی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری‌های صحیح انجام شود (هی و همکاران، ۲۰۱۹). در این ارتباط اغلب پژوهش‌های انجام‌شده، نشان دادند که انتخاب بد یک پروژه، شرکت را به سوی سرمایه‌گذاری بیشتر از حد سوق خواهد داد (هی و همکاران، ۲۰۱۹). از طرفی، سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها علاوه بر ویژگی‌های شرکت، بازار و شرایط اقتصادی، تحت تأثیر خصوصیات فردی مدیران نیز قرار می‌گیرد. در سال‌های اخیر، مطالعات زیادی در این زمینه انجام پذیرفت که مدیران همواره به صورت عقلایی رفتار نکرده و تحت تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد قرار می‌گیرند که تأثیر مهمی بر فعالیت‌های مالی شرکت، به‌ویژه بحث سرمایه‌گذاری دارد (خین و همکاران، ۲۰۰۷). اعتماد به نفس بیش از حد یک ویژگی شخصی است که می‌تواند به صورت اریب رفتاری و داشتن اعتقادات غیر واقعی (مثبت) در رابطه با هر یک از جنبه‌های یک پیامد در شرایط عدم اطمینان تعریف می‌شود. در این صورت در برآورد میانگین اغراق خواهد شد (گوئل و تاکور، ۲۰۰۸). شواهد نشان داده است که افراد قابلیت‌ها و توانایی‌های خود را بیش از واقع می‌پندارند. اطمینان بیش از اندازه به افراد کمک می‌کند تا روحیه خود را در شرایط سخت و رقابتی حفظ کنند. به گفته مالمندیر و تیت (۲۰۰۸) افراد موفقیت‌ها را به قابلیت‌های خود و شکست‌ها را به شناس بد و عوامل خارجی و فاکتورهای محیطی نسبت می‌دهند. این موضوع را می‌توان ناشی از خودفریبی که نوعی انحراف شناختی است، دانست که براساس این نظریه افراد هوش و قدرت خود را بیش از واقع ارزیابی می‌کنند؛ که این موضوع عاملی است تا این دسته از افراد در سمت مدیریت، تصمیمات سرمایه‌گذاری پرمخاطره‌تری را اتخاذ نمایند، به‌نحویکه کارایی سرمایه‌گذاری تحت شعاع قرار گیرد (هی و همکاران، ۲۰۱۹). از سوی دیگر، به اعتقاد مایرز (۱۹۷۷)، ارزش شرکت از فرصت‌های رشد و دارایی‌های درحال تولید آن شرکت (توانایی آتی برای سرمایه‌گذاری‌های سودآور) تشکیل شده است. در حقیقت ارزش فعلی فرصت‌های رشد، نه تنها از جریانهای نقدی موردانتظار، بلکه از احتمال کسب منافع ناشی از آنها، حاصل می‌شود. وجود سیاست‌های سرمایه‌گذاری ناکارا حتی

توانایی شرکت برای بقا تا زمان بهره‌برداری از فرصت‌های رشد را نیز می‌تواند خدشه‌دار می‌کند. مدیران تنها در صورتی می‌توانند از مزایای فرصت‌های رشد استفاده نمایند که از عهده کنترل شرکت برآیند که یکی از موارد مهم آن تصمیم‌گیری‌های مناسب سرمایه‌گذاری می‌باشد. بنابراین مدیران باید متعهد به حفظ توانایی آتی شرکت در کسب منابع مالی مورد نیاز برای استفاده از مزایای فرصت‌های رشد باشند (هی و همکاران، ۲۰۱۹). پاناپوتیس و همکاران (۲۰۱۹) بیان نمودند که در شرکت‌های نوپا و در حال رشد به دلیل عدم اطمینان و ریسک، سرمایه‌گذاری کمتر از حد صورت می‌گیرد. در مقابل سرمایه‌گذاری بیش از حد در شرکت‌های بالغ با فرصت‌های رشد اندک دیده می‌شود. با این حال دیده شده است شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های رشد بالاتری بوده اما با محدودیت‌های مالی مواجه هستند، به احتمال بیشتری مدیران فرا اطمینان را منصوب می‌کنند که این موضوع می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد (گراهام و همکاران، ۲۰۱۳). گراهام و همکاران (۲۰۱۳) بیان نمودند اگرچه هم مسائل نمایندگی و هم مدیران فرا اطمینان، تمایل به اجتناب از سرمایه‌گذاری کارا را توجیه می‌کنند؛ اما برخلاف مسائل نمایندگی که سرمایه‌گذاران ناکارا به دلایل فرصت‌طلبانه، صورت می‌گیرد، مدیران بیش اطمینان اعتقاد دارند که به بهترین شکل در راستای منافع سهامداران عمل می‌کنند و بنابراین، در راستای سرمایه‌گذاری ناکارا اقدام می‌کنند؛ که این موضوع در شرکت‌های دارای فرصت‌های رشد و شرکت‌های فاقد فرصت‌های رشد متفاوت است؛ به نحویکه مدیران فرا اطمینان در شرکت‌های دارای فرصت‌های رشد، رفتار متهورانه بیشتری را در خصوص تصمیمات سرمایه‌گذاری از خود نشان می‌دهند. در ادامه به پیشینه تجربی پژوهش پرداخته می‌شود.

هی و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی نشان دادند که تأمین مالی داخلی می‌تواند کمبود سرمایه را کاهش دهد؛ اما باعث سرمایه‌گذاری بیش از حد به‌ویژه در شرکت‌های دارای مدیران فرا اطمینان می‌شود. به علاوه مشکل سرمایه‌گذاری بیش از حد در شرکت‌های دولتی بیش از شرکت‌های خصوصی است.

بورخارد و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی نقش فرا اطمینانی مدیران بر عملکرد شرکت‌ها با استفاده از رویکرد فراتحلیل پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که فرا اطمینانی مدیران با عملکرد شرکت‌ها رابطه مثبت دارد و این رابطه از طریق اختیارات مدیریت تعدیل می‌شود.

کیم و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی رابطه بین فرا اطمینانی مدیران و ریسک سقوط سهام پرداختند. نتایج پژوهش ایشان نشان داد که ریسک سقوط سهام در شرکت‌های دارای مدیران فرا اطمینان بیشتر از سایر شرکت‌ها است. همچنین نتایج نشان می‌دهد که اثر اعتماد به نفس کاذب مدیر عامل شرکت در خطر سقوط برای شرکت‌های با سیاست‌های حسابداری محافظه کارانه‌تر بیشتر، کمتر است.

کیونگ و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی نقش تعدیل‌کنندگی مالکیت دولتی بر رابطه بین فرا اطمینانی مدیریت و ساختار سرمایه پرداختند. نتایج آن‌ها نشان داد که بین فرا اطمینانی مدیریت و مالکیت دولتی با اهرم مالی رابطه معناداری وجود دارد و مالکیت دولتی رابطه بین فرا اطمینانی مدیریت و اهرم مالی را تضعیف می‌کند.

بادآور نهندی و تقی زاده خانقاه (۱۳۹۷) به بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت‌ها پرداختند. نتایج نشان می‌دهد ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد تأثیر مثبتی داشته و بر عملکرد شرکت تأثیر منفی می‌گذارد.

حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی رابطه دقت پیش‌بینی سود با کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که دقت پیش‌بینی سود با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و با سرمایه‌گذاری کمتر از حد و سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه منفی دارد.

بادآور نهندی و تقی زاده خانقاه (۱۳۹۵) به بررسی ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین دوره وصول مطالبات، دوره پرداخت بدهی و کارایی چرخه تبدیل وجه نقد با ناکارایی سرمایه‌گذاری ارتباط منفی و معنی‌داری وجود دارد، در حالی که ارتباطی بین دوره گردش موجودی کالا با ناکارایی سرمایه‌گذاری مشاهده نشد. همچنین شواهد نشان داد که بین چرخه تبدیل وجه نقد، نگهداشت وجه نقد و نسبت جاری با ناکارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد. در کل می‌توان بیان کرد که مدیریت کارایی سرمایه در گردش موجب کاهش انحراف از سطح مطلوب سرمایه‌گذاری می‌شود.

عرب صالحی و هاشمی (۱۳۹۴) به بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر اجتناب مالیاتی پرداختند. نتایج نشان داد که اطمینان بیش از حد مدیریت سبب افزایش اجتناب مالیاتی در فرآیند گزارشگری مالی می‌شود. حسنی و ذیقمی (۱۳۹۴) به ارائه شواهدی تجربی از رابطه بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه‌گذاری پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان داد که بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌دار و مثبتی وجود دارد. بدین معنی که مدیران بیش اطمینان در فرآیند اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری نیز سرمایه‌گذاری بیش از حد خواهند داشت.

بولو و حسنی القار (۱۳۹۴) در تحقیقی تأثیر فرا اطمینانی مدیریت بر هموارسازی سود را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش، برای اندازه‌گیری فرا اطمینانی مدیریت از دو معیار مبتنی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان داد که فرا اطمینانی مدیریت به طور معناداری منجر به افزایش هموارسازی سود می‌گردد.

۳- فرضیات پژوهش

با توجه به ادبیات پژوهش، فرضیه‌های زیر تدوین و مورد آزمون قرار خواهند گرفت:

فرضیه اول: فرا اطمینانی مدیریت تأثیر مثبت و معناداری بر بیش سرمایه‌گذاری دارد.

فرضیه دوم: فرا اطمینانی مدیریت تأثیر منفی و معناداری بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد دارد.

فرضیه سوم: فرا اطمینانی مدیریت از طریق فرصت‌های رشد بر بیش سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد.

فرضیه چهارم: فرا اطمینانی مدیریت از طریق فرصت‌های رشد بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد تأثیر می‌گذارد.

۴- روش شناسی پژوهش

این پژوهش بر اساس طبقه‌بندی بر مبنای هدف، کاربردی است و از لحاظ طبقه‌بندی برحسب روش از نوع همبستگی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی، انجام شده است. داده‌های خام مربوط به صورت‌های مالی با استفاده از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و استفاده از شبکه جامع اطلاع‌رسانی (کُدال) بورس اوراق بهادار جمع‌آوری گردید. همچنین در برآورد مدل از نرم‌افزار استاتا ۱۵ استفاده شده است. جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا سال ۱۳۹۷ (دوره ۱۰ ساله) است. نمونه، متشکل از کلیه شرکت‌های موجود در جامعه آماری بوده که حائز این شرایط باشند؛ ۱- سال مالی آن‌ها به ۱۲/۲۹ هر سال ختم شود؛ ۲- در طول دوره پژوهش، تغییر در دوره (سال) مالی نداشته باشند؛ ۳- داده‌های مورد نیاز جهت متغیرهای پژوهش در طول دوره زمانی مورد بررسی موجود باشند؛ ۴- شرکت‌هایی که در گروه سرمایه‌گذاری، مؤسسات مالی و اعتباری، بانک‌ها، بیمه‌ها و هلدینگ‌ها نباشند. در نهایت با در نظر گرفتن شرایط فوق و با استفاده از فرمول کوکران تعداد ۱۵۶ شرکت (۱۵۶۰ سال / شرکت) مشخص و با استفاده از روش نمونه‌گیری تصادفی مورد مطالعه قرار گرفتند.

برای آزمون فرضیه اول از مدل رگرسیونی زیر استفاده می‌شود:

مدل (۱)

$$\text{OVERINEFF}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{OVERCON}_{i,t} + \beta_2 \text{SALES}_{i,t} + \beta_3 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_4 \text{LEV}_{i,t} + \beta_5 \text{CASH}_{i,t} + \beta_6 \text{BM}_{i,t} + \beta_7 \text{ROA}_{i,t} + \beta_8 \text{TANG}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

برای آزمون فرضیه دوم از مدل رگرسیونی زیر استفاده می‌شود:

مدل (۲)

$$\text{UNDERINEFF}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{OVERCON}_{i,t} + \beta_2 \text{SALES}_{i,t} + \beta_3 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_4 \text{LEV}_{i,t} + \beta_5 \text{CASH}_{i,t} + \beta_6 \text{BM}_{i,t} + \beta_7 \text{ROA}_{i,t} + \beta_8 \text{TANG}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

برای آزمون فرضیات سوم و چهارم، نقش میانجی با استفاده از روش بارون و کنی^۱ (۱۹۸۶) بررسی می‌گردد. طبق نظر بارون و کنی (۱۹۸۶) باید سه شرط زیر وجود داشته باشد تا اثر متغیر میانجی^۲ سنجیده شود:

شرط اول: متغیر یا متغیرهای مستقل بایستی بر متغیر میانجی اثر داشته باشد؛

شرط دوم: متغیر یا متغیرهای مستقل بایستی بر متغیرهای وابسته در یک رگرسیونی از متغیر مستقل بر متغیر وابسته تأثیر داشته باشد؛

شرط سوم: متغیر میانجی بایستی بر متغیر وابسته در یک رگرسیونی از متغیرهای مستقل و متغیر میانجی بر متغیر وابسته تأثیر داشته باشد.

¹ Baron and Kenny

² Mediating Variable

اگر سه شرط فوق وجود داشت و اثر فرا اطمینانی مدیریت در معادله سوم کمتر از معادله دوم باشد (ضریب تأثیر کمتر باشد) می‌توان نتیجه گرفت نقش اثر میانجی ایجاد شده است.

در نتیجه بارون و کنی (۱۹۸۶) بیان می‌کنند که اثر میانجی کامل زمانی ایجاد می‌شود که متغیر یا متغیرهای مستقل در معادله سوم هیچ تأثیری بر متغیر وابسته نداشته باشد، اما در معادله سوم اگر متغیر مستقل بر متغیر وابسته تأثیر کمتری نسبت به معادله دوم داشته باشد در آن صورت نقش متغیر میانجی جزئی خواهد بود. لازم به ذکر است چارچوب بارون و کنی (۱۹۸۶) در حال حاضر از رایج‌ترین چارچوب‌ها در ادبیات متغیرهای میانجی است (بارون و کنی، ۱۹۸۶).

برای بررسی شرط اول بارون و کنی، مدل زیر برآزش خواهد شد:

مدل (۳)

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{OVERCON}_{i,t} + \beta_2 \text{SALES}_{i,t} + \beta_3 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_4 \text{LEV}_{i,t} + \beta_5 \text{CASH}_{i,t} + \beta_6 \text{BM}_{i,t} + \beta_7 \text{ROA}_{i,t} + \beta_8 \text{TANG}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

برای بررسی شرط دوم بارون و کنی، مدل اول پژوهش مدنظر قرار می‌گیرد.

برای بررسی شرط سوم بارون و کنی (در راستای آزمون فرضیه سوم) مدل زیر برآزش خواهد شد:

مدل (۴)

$$\text{OVERINEFF}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{OVERCON}_{i,t} + \beta_2 Q_{i,t} + \beta_3 \text{SALES}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{LEV}_{i,t} + \beta_6 \text{CASH}_{i,t} + \beta_7 \text{BM}_{i,t} + \beta_8 \text{ROA}_{i,t} + \beta_9 \text{TANG}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در ارتباط با آزمون فرضیه چهارم، علاوه بر شروط اول و دوم بارون و کنی که پیش‌تر بیان گردیدند، برای بررسی شرط سوم بارون و کنی مدل زیر برآزش خواهد شد:

مدل (۵)

$$\text{UNDERINEFF}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{OVERCON}_{i,t} + \beta_2 Q_{i,t} + \beta_3 \text{SALES}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{LEV}_{i,t} + \beta_6 \text{CASH}_{i,t} + \beta_7 \text{BM}_{i,t} + \beta_8 \text{ROA}_{i,t} + \beta_9 \text{TANG}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

۵- متغیرهای پژوهش

۵-۱- متغیرهای وابسته

متغیرهای وابسته (OVERINEFF و UNDERINEFF): بیش سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری کمتر از حد؛ برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری مطابق با مدل ریچاردسون (۲۰۰۶) عمل خواهد شد. از آنجایی که کارایی سرمایه‌گذاری اختلاف بین سطح موجود سرمایه‌گذاری و سطح مطلوب سرمایه‌گذاری می‌باشد، لذا ابتدا مدل زیر که رابطه بین سرمایه‌گذاری با رشد فروش، اهرم مالی، سطح نگهداشت وجه نقد، سن شرکت و اندازه شرکت را نشان می‌دهد را برآورد کرده و جمله پسماندهای مثبت، بیش سرمایه‌گذاری، جمله پسماندهای منفی، سرمایه‌گذاری کمتر از حد و جمله پسماندهای صفر سرمایه‌گذاری کارا را نشان می‌دهد. در موارد بیش سرمایه‌گذاری عدد ۱ اختیار کرده و رگرسیون لجستیک برآزش می‌شود؛ در موارد سرمایه‌گذاری کمتر از حد نیز

در برازشی جداگانه عدد ۱ اختیار کرده و رگرسیون لجستیک برازش خواهد شد؛ بدیهی است که در دو حالت برازش سایر موارد مقدار صفر اختیار خواهند کرد.

مدل (۶)

$$\text{Investment}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{SalesGrowth}_{i,t-1} + \beta_2 \text{LEV}_{i,t-1} + \beta_3 \text{CASH}_{i,t-1} + \beta_4 \text{LNAGE}_{i,t-1} + \beta_5 \text{SIZE}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

$\text{Investment}_{i,t}$: کل سرمایه‌گذاری شرکت i در سال t است که از جمع دارایی مشهود و نامشهود به کل دارایی سال قبل می‌باشد.

$\text{Sales Growth}_{i,t-1}$: فروش سال $t-1$ شرکت i منهای فروش سال $t-2$ ، تقسیم بر فروش سال $t-2$ تعریف شده است.

$\text{LEV}_{i,t-1}$: نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها در سال $t-1$

$\text{CASH}_{i,t-1}$: بیانگر نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌های سال $t-1$ است.

$\text{LNAGE}_{i,t-1}$: لگاریتم طبیعی سن شرکت (از زمان پذیرش در بورس) در سال $t-1$

$\text{SIZE}_{i,t-1}$: لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها در سال $t-1$

۲-۵- متغیر مستقل

متغیر مستقل (CEO_OVER): فرا اطمینانی مدیران؛ مطابق با هر بار و یانگ (۲۰۱۶) در صورتی که اختلاف سود پیش بینی شده توسط مدیریت و سود واقعی عددی مثبت شود برابر با یک و در غیراینصورت برابر با صفر خواهد بود (متغیر مجازی).

۳-۵- متغیر میانجی

متغیر میانجی (Q): فرصت‌های رشد شرکت‌ها است. که برای محاسبه کیوتوبین، ارزش بازار حقوق صاحبان سهام با ارزش دفتری بدهی جمع شده و بر ارزش دفتری دارایی کل تقسیم می‌شود.

۴-۵- متغیرهای کنترلی

SALES : بیانگر نسبت فروش به کل دارایی‌ها است.

SIZE : بیانگر اندازه شرکت است که از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

LEV : بیانگر اهرم مالی (نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها) است.

CASH : بیانگر نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌های سال $t-1$ است.

BM : بیانگر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شرکت است.

ROA : بیانگر بازده دارایی‌ها (نسبت سود یا زیان خالص به کل دارایی‌ها) است.

TANG : بیانگر نسبت دارایی ثابت مشهود به کل دارایی‌ها است.

۶- یافته‌های پژوهش

۶-۱- آمار توصیفی

جدول شماره (۱) حاوی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش است. در این جدول حداقل، حداکثر، میانگین، میانه و انحراف معیار کلیه متغیرها ارائه گردیده است.

جدول ۱- آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
فرصت‌های رشد	۱.۹۳۵	۱.۲۹۵	۰.۱۹۹	۱۷.۷۴۸
نسبت فروش به دارایی	۰.۹۵۰	۰.۷۴۲	۰.۰۱۴	۷.۶۹۴
اندازه شرکت	۱۴.۰۳۴	۱.۵۱۰	۱۰.۵۰۴	۱۹.۱۴۹
اهرم مالی	۰.۵۸۷	۰.۲۲۲	۰.۰۱۲	۲.۳۱۵
نسبت جریان نقد عملیاتی به دارایی	۰.۱۳۸	۰.۱۵۷	-۰.۷۷۰	۰.۷۸۴
ارزش دفتری به بازار	۰.۲۹۱	۰.۲۹۰	۰.۰۰۹	۲.۴۵۰
بازده دارایی	۰.۱۱۷	۰.۱۴۴	-۰.۷۸۹	۰.۸۴۴
نسبت دارایی ثابت به دارایی‌ها	۰.۲۵۸	۰.۱۸۰	۰.۰۰۰	۰.۸۴۹
لگاریتم سن شرکت	۲.۶۵۰	۰.۵۴۳	۰.۶۹۳	۳.۸۷۱
جریان نقد آزاد	۰.۰۶۳	۰.۱۷۴	-۰.۴۹۵	۰.۶۸۰
نسبت حسابهای دریافتی به دارایی	۰.۲۴۵	۰.۱۷۲	۰.۰۰۱	۰.۸۳۵
آمار توصیفی متغیرهای کیفی				
نام متغیر	میانگین	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
بیش سرمایه‌گذاری	۰.۷۶۹	۰.۴۲۱	۰.۰۰۰	۱
کم سرمایه‌گذاری	۰.۲۳۰	۰.۴۲۱	۰.۰۰۰	۱
فرا اطمینانی مدیران	۰.۴۷۰	۰.۴۹۹	۰.۰۰۰	۱

۶-۲- آزمون فرضیات پژوهش

مدل اول، چون دارای متغیر وابسته غیرکیفی می‌باشد از این رو از الگوی داده‌های تابلویی برای برازش مدل استفاده شده است ولی در سایر فرضیه‌ها به لحاظ کیفی بودن متغیر وابسته از الگوی لجستیک استفاده گردیده است. لازم به توضیح است که هم خطی، ناهم‌سانی، خودهمبستگی و هم‌جمعی و نرمال بودن خطاها در الگوی پانل بررسی شده است که در الگوی های لجستیک نیازی به بررسی این موارد نمی‌باشد.

جدول ۲- تخمین نهایی مدل رگرسیونی (شرط اول بارون و کنی)

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره z	معناداری	هم خطی
فرا اطمینانی مدیران	۰.۲۸۴	۰.۰۵۱	۵.۵۲	۰.۰۰۰	۱.۱۰
نسبت فروش به دارایی	۰.۵۸۴	۰.۱۵۸	۳.۶۸	۰.۰۰۰	۱.۱۴
اندازه شرکت	-۰.۰۸۱	۰.۰۲۸	-۲.۸۹	۰.۰۰۴	۱.۰۸
اهرم مالی	-۰.۶۴۷	۰.۲۵۸	-۲.۵۱	۰.۰۱۲	۱.۸۷
جریان نقد عملیاتی به دارایی	۰.۵۸۱	۰.۲۳۹	۲.۴۳	۰.۰۱۵	۱.۴۱
ارزش دفتری به بازار	-۱.۳۱۱	۰.۱۱۷	-۱۱.۱۷	۰.۰۰۰	۱.۲۹
بازده دارایی	۱.۱۶۸	۰.۵۲۸	۲.۲۱	۰.۰۲۷	۲.۷۰
عرض از مبدأ	۲.۹۶۴	۰.۴۵۹	۶.۴۴	۰.۰۰۰	
ضریب تعیین تعدیل شده	۵۷ درصد				
آماره والد	آماره	۴۵۹.۹۷	سطح معناداری	۰.۰۰۰	
اف لیمر	آماره	۶.۸۶	سطح معناداری	۰.۰۰۰	
هاسمن	آماره	۷۷.۹۰	سطح معناداری	۰.۰۰۰	
ناهمسانی واریانس	آماره	۸۵۱۵۳.۲۹	سطح معناداری	۰.۰۰۰	
خودهمبستگی	آماره	۱۰.۸۶۸	سطح معناداری	۰.۰۰۱	
نرمال بودن باقی مانده‌ها	آماره	۴.۱۹	سطح معناداری	۰.۱۲۳	
هم جمعی	آماره	-۲۵.۷۷۵	سطح معناداری	۰.۰۰۰	

طبق نتایج جدول شماره (۲)، مشاهده می‌شود که شرط اول بارون و کنی این بود که متغیر مستقل (فرا اطمینانی مدیران) بر متغیر میانجی تأثیر معنادار داشته باشد. در تخمین فوق مشاهده می‌شود که فرا اطمینانی مدیران دارای تأثیر مستقیم و معنادار بر روی متغیر میانجی (فرصت‌های رشد) است از این رو فرض اول بارون و کنی مورد پذیرش قرار می‌گیرد.

ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۵۷ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل توانسته‌اند ۵۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. سطح معناداری آماره والد کمتر از ۵ درصد می‌باشد و بیانگر معنادار بودن مدل در حالت کلی می‌باشد. همچنین نتایج آزمون‌های اف لیمر و هاسمن نشان می‌دهد که الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت مورد پذیرش قرار گرفته است. آزمون ناهمسانی واریانس (والد تعدیل شده) دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد، مشکل ناهمسانی واریانس در مدل وجود دارد که از طریق وزن‌دهی به داده‌ها با دستور GLS این مشکل رفع شده است. همچنین مشکل خودهمبستگی سریالی از طریق دستور Auto Correlation رفع شده است. آزمون جاک-برا (نرمال بودن باقیمانده‌ها) دارای سطح معناداری بیش از ۵ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد باقی مانده‌های مدل از توزیع نرمال برخوردارند. همچنین

نتایج هم‌جمعی (مانا بودن باقیمانده‌ها) نشان می‌دهد مدل به صورت هم‌جمعی مانا می‌باشد و نیازی به مانا بودن یک‌یک متغیرها نمی‌باشد.

جدول شماره ۳- تخمین نهایی مدل به روش لجستیک (فرضیه اول و شرط دوم بارون و کنی - معیار بیش سرمایه‌گذاری)

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره z	معناداری
فرا اطمینانی مدیران	۳.۷۵۸	۰.۳۲۵	۱۱.۵۴	۰.۰۰۰
نسبت فروش به دارایی	۰.۲۱۴	۰.۱۹۵	۱.۱۰	۰.۲۷۳
اندازه شرکت	۰.۱۱۵	۰.۳۱۵	۰.۳۷	۰.۷۱۴
اهرم مالی	-۰.۰۸۳	۰.۹۲۱	-۰.۰۹	۰.۹۲۸
نسبت جریان نقد عملیاتی به دارایی	-۴.۱۱۵	۱.۳۶۴	-۳.۰۲	۰.۰۰۳
ارزش دفتری به بازار	-۰.۰۴۷	۰.۵۶۱	-۰.۰۹	۰.۹۳۲
بازده دارایی	-۶.۷۱۹	۱.۷۶۹	-۳.۸۰	۰.۰۰۰
نسبت دارایی ثابت به دارایی‌ها	۱.۰۹۸	۰.۷۹۸	۱.۳۸	۰.۱۶۹
عرض از مبدأ	-۵۵.۲۸۲	۴.۷۷۷	-۱۱.۵۷	۰.۰۰۰
ضریب تعیین مک فادن	۰.۶۹۹			
آماره راستنمایی	۷۱۳.۹۲			
سطح معناداری راستنمایی	۰.۰۰۰			
درصد صحت پیش بینی مدل	۹۳.۴۴			
هاسمر لمشو	آماره	۱۲.۱۶	معناداری	۰.۱۴۴

طبق نتایج جدول شماره (۳) مشاهده می‌شود که فرا اطمینانی مدیران دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این‌رو فرضیه اول پژوهش مورد پذیرش قرار می‌گیرد و می‌توان گفت که فرا اطمینانی مدیریت تأثیر مثبت و معناداری بر بیش سرمایه‌گذاری دارد. به لحاظ معنادار بودن تأثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته، شرط دوم بارون و کنی در معیار بیش سرمایه‌گذاری مورد پذیرش قرار می‌گیرد. ضریب مک‌فادن نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل توانسته‌اند ۶۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. سطح معناداری آماره راستنمایی نیز کمتر از ۵ درصد است که نشان می‌دهد مدل در حالت کلی معنادار است. درصد صحت پیش بینی مدل نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل توانسته‌اند از با اطمینان ۹۳٪ مقادیر صفر و یک (متغیر وابسته) را پیش بینی نمایند. سطح معناداری هاسمر لمشو هم بیش از ۵ درصد است که می‌توان گفت مدل از برازش مطلوبی برخوردار است.

جدول ۴- تخمین نهایی مدل به روش لجستیک (فرضیه دوم و شرط دوم بارون و کنی - معیار سرمایه‌گذاری کمتر از حد)

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره z	معناداری
فرا اطمینانی مدیران	-۳.۷۵۸	۰.۳۲۵	-۱۱.۵۴	۰.۰۰۰
نسبت فروش به دارایی	-۰.۲۱۴	۰.۱۹۵	-۱.۱۰	۰.۲۷۳
اندازه شرکت	-۰.۱۱۵	۰.۳۱۵	-۰.۳۷	۰.۷۱۴
اهرم مالی	۰.۰۸۳	۰.۹۲۱	۰.۰۹	۰.۹۲۸
نسبت جریان نقد عملیاتی به دارایی	۴.۱۱۵	۱.۳۶۴	۳.۰۲	۰.۰۰۳
ارزش دفتری به بازار	۰.۰۴۷	۰.۵۶۱	۰.۰۹	۰.۹۳۲
بازده دارایی	۶.۷۱۹	۱.۷۶۹	۳.۸۰	۰.۰۰۰
نسبت دارایی ثابت به دارایی‌ها	-۱.۰۹۸	۰.۷۹۸	-۱.۳۸	۰.۱۶۹
عرض از مبدأ	۵۵.۲۸۲	۴.۷۷۷	۱۱.۵۷	۰.۰۰۰
ضریب تعیین مک فادن	۰.۶۹۹			
آماره راستنمایی	۷۱۳.۹۲			
سطح معناداری راستنمایی	۰.۰۰۰			
درصد صحت پیش بینی مدل	۹۳.۴۴			
هاسمر لمشو	آماره	۱۲.۷۸	معناداری	۰.۱۱۹

طبق نتایج جدول شماره (۴)، مشاهده می‌شود که فرا اطمینانی مدیران دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو فرضیه دوم پژوهش مورد پذیرش قرار می‌گیرد و می‌توان گفت که فرا اطمینانی مدیران تأثیر معکوس و معناداری بر کم سرمایه‌گذاری دارد. به لحاظ معنادار بودن تأثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته، شرط دوم بارون و کنی در معیار سرمایه‌گذاری کمتر از حد مورد پذیرش قرار می‌گیرد.

طبق نتایج جدول شماره (۵)، مشاهده می‌شود که فرا اطمینانی مدیران به تنهایی تأثیر معناداری بر متغیر وابسته ندارد؛ اما فرست‌های رشد تأثیر مستقیم و معناداری بر بیش سرمایه‌گذاری دارد از این رو فرضیه سوم مورد پذیرش قرار می‌گیرد و می‌توان گفت که فرا اطمینانی مدیران از طریق فرست‌های رشد بر بیش سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد. همچنین به لحاظ عدم معنادار بودن تأثیر فرا اطمینانی مدیران بر متغیر وابسته، شرط سوم بارون و کنی مورد پذیرش قرار می‌گیرد.

طبق نتایج جدول شماره (۶) مشاهده می‌شود که فرا اطمینانی مدیران به تنهایی تأثیر معناداری بر متغیر وابسته ندارد. فرست‌های رشد تأثیر معکوس و معناداری بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد دارد از این رو فرضیه چهارم مورد پذیرش قرار می‌گیرد و می‌توان گفت که فرا اطمینانی مدیران از طریق فرست‌های رشد بر سرمایه‌گذاری کمتر تأثیر می‌گذارد. همچنین به لحاظ عدم معنادار بودن تأثیر فرا اطمینانی مدیران بر متغیر وابسته، شرط سوم بارون و کنی مورد پذیرش قرار می‌گیرد.

جدول ۵- تخمین نهایی مدل به روش لجستیک (فرضیه سوم و شرط سوم بارون و کنی - معیار بیش سرمایه‌گذاری)

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره z	معناداری
فرا اطمینانی مدیران	-۰.۱۱۱	۰.۱۴۸	-۰.۷۵	۰.۴۵۰
فرصت‌های رشد	۳.۷۸۰	۰.۳۲۸	۱۱.۵۰	۰.۰۰۰
نسبت فروش به دارایی	۰.۳۶۷	۰.۲۷۷	۱.۳۲	۰.۱۸۶
اندازه شرکت	۰.۱۴۴	۰.۳۱۸	۰.۴۵	۰.۶۵۰
اهرم مالی	-۰.۰۷۶	۰.۹۲۳	-۰.۰۸	۰.۹۳۴
نسبت جریان نقد عملیاتی به دارایی	-۴.۱۷۹	۱.۳۷۲	-۳.۰۴	۰.۰۰۲
ارزش دفتری به بازار	-۰.۱۶۳	۰.۵۸۲	-۰.۲۸	۰.۷۷۹
بازده دارایی	-۶.۳۹۸	۱.۸۲۹	-۳.۵۰	۰.۰۰۰
نسبت دارایی ثابت به دارایی‌ها	۱.۱۷۱	۰.۸۰۶	۱.۴۵	۰.۱۴۶
عرض از مبدأ	-۵۵.۵۷۸	۴.۸۲۷	-۱۱.۵۱	۰.۰۰۰
ضریب تعیین مک فادن		۰.۶۹۹		
آماره راستنمایی		۷۱۴.۴۸		
سطح معناداری راستنمایی		۰.۰۰۰		
درصد صحت پیش بینی مدل		۹۳.۵۴		
هاسمر لمشو	آماره	۱۰.۱۵	معناداری	۰.۲۵۴

جدول ۶- تخمین نهایی مدل به روش لجستیک (فرضیه چهارم و شرط سوم بارون و کنی - معیار سرمایه‌گذاری کمتر از حد)

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره z	معناداری
فرا اطمینانی مدیران	۰.۱۱۱	۰.۱۴۸	۰.۷۵	۰.۴۵۰
فرصت‌های رشد	-۳.۷۸۰	۰.۳۲۸	-۱۱.۵۰	۰.۰۰۰
نسبت فروش به دارایی	-۰.۳۶۷	۰.۲۷۷	-۱.۳۲	۰.۱۸۶
اندازه شرکت	-۰.۱۴	۰.۳۱۸	-۰.۴۵	۰.۶۵۰
اهرم مالی	۰.۰۷۶	۰.۹۲۳	۰.۰۸	۰.۹۳۴
نسبت جریان نقد عملیاتی به دارایی	۴.۱۷۹	۱.۳۷۲	۳.۰۴	۰.۰۰۲
ارزش دفتری به بازار	۰.۱۶۳	۰.۵۸۲	۰.۲۸	۰.۷۷۹
بازده دارایی	۶.۳۹۸	۱.۸۲۹	۳.۵۰	۰.۰۰۰
نسبت دارایی ثابت به دارایی‌ها	-۱.۱۷۱	۰.۸۰۶	-۱.۴۵	۰.۱۴۶
عرض از مبدأ	۵۵.۵۷۸	۴.۸۲۷	۱۱.۵۱	۰.۰۰۰
ضریب تعیین مک فادن		۰.۶۹۹		
آماره راستنمایی		۷۱۴.۴۸		
سطح معناداری راستنمایی		۰.۰۰۰		
درصد صحت پیش بینی مدل		۹۳.۵۴		
هاسمر لمشو	آماره	۱۰.۱۵	معناداری	۰.۲۵۴

۷- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

با توجه به محدودیت منابع، افزون بر مسئله توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از جمله مسائل بسیار با اهمیت است. کارایی سرمایه‌گذاری مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی ممانعت شود که سرمایه‌گذاری در آنها بیش از حد مطلوب است و از دیگر سو، منابع به سمت فعالیت‌هایی هدایت شوند که به سرمایه‌گذاری نیاز بیشتری دارند. سرمایه‌گذاری کارا هم به معنای تأمین مالی و اجرای پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت و رد پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی است اما به دلیل مشکلات اخلاقی ناشی از هزینه‌های نمایندگی و هزینه‌های بالای تأمین مالی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران ممکن است تمام پروژه‌ها با خالص ارزش فعلی مثبت را به انجام نرسانند. از طرفی اگر فرا اطمینانی مدیریت شرکتها غالب باشد، شرکتها با سرمایه‌گذاری بیش از حد مواجه بوده، که به کاهش کارایی سرمایه‌گذاری منجر می‌شود.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول و دوم نشان داد که فرا اطمینانی مدیران منجر به افزایش ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکتها می‌شود. فرا اطمینانی مدیران منجر به افزایش ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکتها می‌شود. این یافته با نتایج هی و همکاران (۲۰۱۹) و حسنی و ذیقمی (۱۳۹۴) مطابق می‌باشد. چنین نتیجه‌ای در تطابق با مبانی نظری، حاکی از آن است که شواهد حکایت از آن دارد که مدیران فرا اطمینان به دلیل اربب رفتاری، برای تعیین ارزش سرمایه‌گذاری‌ها از روشهای کمی استفاده نمی‌کنند. قضاوت‌های آنها مبتنی بر تصورات ذهنی و اطلاعات غیرعلمی و شرایط روانی و احساسی است؛ که در نهایت منجر به افزایش ناکارایی سرمایه‌گذاری می‌شود؛ به نحویکه نتایج بیانگر این موضوع بوده است که مدیران فرا اطمینان تمایل زیادی به سرمایه‌گذاری بیش از حد دارند. به عبارتی دیگر، تعصبات روانی و توهمات موجود در این دسته از مدیران باعث می‌گردد که به توانایی‌های خود بیش از اندازه امیدوار باشند و با بیش سرمایه‌گذاری می‌توانند برای شرکت ایجاد ارزش کرده و سود سهامداران را به حداکثر برسانند.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم و چهارم نشان داد که شرکت‌های با چشم‌انداز رشد پایین به سرمایه‌گذاری بیش از حد نیاز در پروژه‌های با ریسک زیاد تمایل دارند، درحالی‌که شرکت‌های با چشم‌انداز مناسب رشد، به سرمایه‌گذاری کمتر از حد نیاز و اجتناب از سرمایه‌گذاری‌های با ریسک زیاد روی می‌آورند. از سوی دیگر این نتایج نشان داد که مدیران فرا اطمینان با شناخت فرصت‌های رشد پیش‌رو، تصمیمات سرمایه‌گذاری را اخذ می‌نمایند. در واقع نتایج این یافته‌ها نشان می‌دهد مدیران فرا اطمینان نقش اطلاعات مربوط به چشم‌انداز رشد را در توضیح تصمیمات سرمایه‌گذاری خود مهم ارزیابی می‌کنند. در نتیجه می‌توان استدلال نمود که رشد، متغیر میانجی بالقوه بوده که می‌تواند میان فرا اطمینانی مدیران و سرمایه‌گذاری بیش از حد/ کمتر از حد ارتباط برقرار کند. در واقع فرصت‌های رشدی که مزایای آنها هنوز حاصل نشده است، تأثیر قابل توجهی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری گذاشته و از فرا اطمینانی مدیران تأثیر پذیرد. این یافته با نتایج پانایوتیس و همکاران (۲۰۱۹) و هی و همکاران (۲۰۱۹) مطابق می‌باشد.

از آنجائیکه برخی از شرکت‌های فعال در بورس به شکل مستقیم و یا غیر مستقیم از سوی دولت مدیریت می‌شوند، به دولت پیشنهاد می‌شود که به نقش مدیران فرا اطمینان، در افزایش ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکتها

توجه نماید؛ به سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران نیز پیشنهاد می‌شود در ارزیابی‌های خود به موضوع فرا اطمینانی مدیران و فرصت‌های رشد توجه نمایند. به محققان پیشنهاد می‌شود که در پژوهش‌های آتی به بررسی نقش تعدیل‌کنندگی فرا اطمینانی مدیران بر ارتباط ارزشی مسئولیت‌پذیری اجتماعی؛ بررسی نقش تعدیل‌کننده تنوع جنسیتی اعضای هیئت مدیره بر رابطه میان فرا اطمینانی مدیران و کارایی سرمایه‌گذاری؛ بررسی ارتباط ارزشی ارتباطات سیاسی و همچنین به بررسی نقش تعدیل‌کننده ابهام‌تورمی بر رابطه میان ارتباطات سیاسی و کارایی سرمایه‌گذاری بپردازند.

فهرست منابع

- * بادآور نهندی، یونس؛ تقی زاده خانقاه، وحید. (۱۳۹۷). تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۵ (۲)، ۱۹۸-۱۸۱.
- * بادآور نهندی، یونس؛ تقی زاده خانقاه، وحید. (۱۳۹۵). ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و ناکارایی سرمایه‌گذاری. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۴ (۳)، ۳۸-۱۷.
- * بولو، قاسم؛ حسنی‌القار، مسعود. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر هموارسازی سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری، ۲۱ (۲)، ۳۰-۱۴.
- * حسنی، محمد؛ ذیقمی، الناز. (۱۳۹۴). شواهدی تجربی از رابطه بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه‌گذاری، بورس اوراق بهادار، ۸ (۳۲)، ۹۷-۷۳.
- * عرب صالحی، مهدی؛ هاشمی، مجید. (۱۳۹۴). تأثیر اطمینان بیش‌ازحد مدیریتی بر اجتناب مالیاتی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۲ (۱)، ۱۰۴-۸۵.
- * یگانه، یحیی حساس؛ مرفوع، محمد؛ نقدی، معصومه. (۱۳۹۶). رابطه دقت پیش‌بینی سود با کارایی سرمایه‌گذاری. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۴ (۵۴)، ۷۲-۵۱.
- * Andreou, Panayiotis C. & Doukas, John A. & Koursaros, Demetris & Louca, Christodoulos (2019). Valuation effects of overconfident CEOs on corporate diversification and refocusing decisions, *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, vol. 100(C), pages 182-204.
- * Burkhard, B., Siren, Charlotta Agneta., Van Essen, Marc., Grichnik, Dietmar. (2018). A Meta-Analytic Approach to Understanding the Effects of CEO Overconfidence on Firm Performance, *Academy of Management Proceedings*, 16(2), 15-36.
- * Goel, A. M., and Thakor, A. V. (2008). Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. *Journal of Finance* 63(6), 2737-2784.
- * He Y, Chen C, Yue H. (2019). Managerial Overconfidence, Internal Financing, and Investment Efficiency: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 12(1), 24-42.
- * Liu, N. and Chen, W.H. (2017). Executives' Overconfidence, Political Connection and Acquisition Premium of Enterprises. *Journal of Service Science and Management*, 10, 260-279.
- * Malmendier, U. & Tate, G. (2006). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *Strategic Direction*, 60, 2661-2700.
- * Malmendier, U., and Tate, G., (2008). Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction. *Journal of Financial Economic* 89(1), 20-43.
- * Okazakia, T., Sawada, M. (2017). Measuring the extent and implications of corporate political connections in prewar Japan. *Explorations in Economic History*, 65, 17-35.

- * Paul, Hribar., Holly, Yang. (2016). CEO Overconfidence and Management Forecasting. *Contemporary Accounting Research*, 33 (1), 204-227.
- * Richardson, Scott. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Study*, 11, 159-189
- * Roll, R., (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *Journal of Business* 59 (59), 197-216.
- * Song, S. and Dai, S. (2015). Managerial Overconfidence, M & A Type and M & A Performance. *Macroeconomics*, 5, 139-149.
- * Tang, S. and Sun, Z. (2014). Political Relevance, Executive Salary and Corporate Future Performance. *Management World*, 5, 93-105.
- * Xin, Q.Q., Lin, B., and Wang, Y.C., (2007). Government Control, Executive Compensation and Capital Investment. *Economic Research Journal* (8), 110-122.
- * Zhou, J. and Xue, Y. (2011). The Effect of Venture Capital on the Performance of IPO Companies. *Nankai Business Review*, 14, 65-74.

Investigating the mediating role of growth opportunities on the relationship between managers' overconfidence and investment efficiency

Afshin shalchi

Department of Accounting, Sirjan Branch, Islamic Azad University, Sirjan, Iran
shalchi@marandiau.ac.ir

Zadollah Fathi

Department of Accounting, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran
(Corresponding Author)
Zad_fathi@iauctb.ac.ir

Hossein Shafii

Department of Accounting, Sirjan Branch, Islamic Azad University, Sirjan, Iran
hossein.shafii@gmail.com

Abstract

The purpose of this study is to investigate the mediating role of growth opportunities on the relationship between managers' overconfidence and investment efficiency. Managers' mental states, including those of managers' overconfidence, play a significant role in selecting investment projects. On the other hand, managers' over-confident influence on investment efficiency can be indirectly influenced by growth opportunities. This research is causal, post-event and applied. To conduct this research, a sample of 156 companies listed in Tehran Stock Exchange during the period 2009-2018 was selected. Based on the combined data method and multivariate linear logistic regression analysis, the research findings showed that managers' overconfidence leads to increase / decrease of over / under investment. Also, according to Baron & Kenny (1986), managers' trust is influenced not only directly but also indirectly by growth opportunities.

Keywords: Managers' overconfidence, Growth opportunities, Investment efficiency.

