



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۳ / شماره ۴ (پیاپی ۵۲) / زمستان ۱۴۰۳
صفحه ۹۳۹ تا ۹۶۱

بررسی نقش تأمین مالی توسط مدیران عامل خودشیفته در کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمد جانعلی زاده

گروه حسابداری، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران.
Dr.janalizadeh@yahoo.com

مجید اشرفی

گروه حسابداری، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران (نویسنده مسئول).
mjd_ashrafi@aliabadiu.ac.ir

مریم بخارائیان خراسانی

گروه حسابداری، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران.
Bokharaeian@aliabadiu.ac.ir

جمادوردی گرگانلی دوجی

گروه حسابداری، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران.
Jgorganli@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۷/۱۷ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۲/۰۵

چکیده

تحقیق حاضر با هدف بررسی نقش تأمین مالی توسط مدیران عامل خودشیفته در کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اجرا شده است. جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۸ بود که تعداد ۱۴۳ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه‌های تحقیق با استفاده از روش رگرسیون ترکیبی و رگرسیون لجستیک نشان داد که خودشیفتگی مدیرعامل تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری بر سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت ندارد. خودشیفتگی مدیرعامل تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد شرکت ندارد. خودشیفتگی مدیرعامل تأثیر منفی و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت دارد. تأمین مالی توسط مدیران عامل خودشیفته تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت ندارد. تأمین مالی توسط مدیران عامل خودشیفته تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد شرکت ندارد. تأمین مالی توسط مدیران عامل خودشیفته تأثیر منفی و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت دارد.

واژه‌های کلیدی: تأمین مالی، کارایی سرمایه‌گذاری، خودشیفتگی مدیرعامل.

۱- مقدمه

کارایی سرمایه‌گذاری مستلزم آن است که از یک‌سو، 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 (شالچی و همکاران، ۱۴۰۱).

در روان‌شناسی خودشیفتگی یا نارسسیم بیان‌گر عشق افراطی به خود و تکیه بر خودانگاشت‌های درونی است. خودشیفتگی یک ساختار شخصیتی است که می‌تواند قضاوت مدیران از احتمال نتایج گوناگون را تحت تأثیر قرار دهد زیرا مطالعات اخیر نشان داده است که خودشیفتگی در بین مدیران نقشی حیاتی در انجام فعالیت‌های مدیریتی دارد. مدیران خودشیفته تمایل دارند نقش خود را برجسته کنند در رسانه‌ها بیشتر ظاهر شوند و موارد مثبت را به خودشان نسبت دهند و خود را مستحق دریافت بیشتری بدانند (چاتارجی و همبریک^۱، ۲۰۰۷). هدف پژوهش بررسی تجربی تأثیر خودشیفتگی مدیرعامل بر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت با نقش تعدیلی ویژگی‌های هیات مدیره با استفاده از نمونه‌های آماری تعدادی از شرکت‌ها برای بازه زمانی ۵ ساله می‌باشد. واژه نارسسیم از نام نارسیسوس، یکی از اسطوره‌های یونانی گرفته شده است. نارسیسوس مرد زیبایی بود که مورد توجه بسیاری از زنان بود اما او نسبت به همه آنها بی‌تفاوت بود و سبب اندوه آنان می‌شد. برای مجازات او به دلیل بی‌رحمی‌اش، وی را محکوم به آن کردند که فقط عاشق خودش باشد. یک روز هنگامی که نارسیسوس خم شده بود تا یک جرعه آب از یک برکه بنوشد، عکس خود را در آب دید و عاشق آن شد. در این لحظه بود که دریافت دیگران همان احساسی را که اینک او نسبت به خود یافته، به او داشته‌اند. او نمی‌توانست نگاه از تصویر خود در آب برگیرد، دچار غم عشق به خود شد و در کنار برکه از این اندوه جان داد. خودشیفتگی اصطلاحی است که اولین بار فروید آن را به کار برد. اصطلاح خودشیفتگی برای بیان حالت‌هایی به کار می‌رود که قدرت عشق‌ورزی آنها به جای گرایش به سوی دیگران، به سوی خویش می‌باشد. این حالت بسیاری از کسانی است که نوروپیک یا سایکوتیک هستند، آنها منحصراً به خود مشغولند و باور دارند که بالاتر از دیگرانند یا دست کم مورد توجه همگان هستند.

در زمان کنونی خودشیفتگی به‌عنوان یک بیماری همه‌گیر درآمده است که بر این مسئله تأکید می‌کند که خودشیفتگان و رفتار آنها یک مسئله مداوم در عملکرد روزمره جوامع مدرن هستند؛ با این حال، تحقیقات نشان می‌دهد که در ۲۰ سال گذشته (بین سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۰)، میزان خودشیفتگی کاهش اندکی داشته است. علیرغم این کاهش، شناخت خودشیفتگی همچنان یک مسئله مهم است و تحقیقات در این حوزه در حال رشد است. در مقالات، دو نوع خودشیفتگی را می‌توان شناسایی کرد: خودشیفتگی خود بزرگ بین و آسیب‌پذیر. خودشیفتگی خودبزرگ بین به عنوان یک صفت شخصیتی در جامعه تفسیر شده است، در حالی که خودشیفتگی

^۱ - Chatterjee and Hambrick

آسیب‌پذیر بیشتر با تظاهرات بالینی خودشیفتگی مرتبط است. علاوه بر این، خودشیفتگی خودبزرگ‌بین با وقار اجتماعی و اتکاء به نفس مرتبط است، در حالی که خودشیفتگی آسیب‌پذیر، با حساسیت هیجانی مرتبط است. خودشیفتگی از متغیرهای شخصیتی است که با بروز و تعدیل رفتارها ارتباط نزدیکی دارد. از این‌رو توجه روانشناسان اجتماعی و شخصیت به خودشیفتگی در سال‌های اخیر به‌شدت افزایش پیدا کرده است و یک تغییر کلی در دیدگاه آنان در مورد خودشیفتگی ایجاد شده است به‌طوری که سطوح غیر بالینی خودشیفتگی را به عنوان یک بعد و به صورت یک پیوستار از بهنجار تا خودشیفته مانند سایر صفات شخصیتی در نظر می‌گیرند (فوستر و کمبل^۱، ۲۰۰۷؛ میلر و کمبل^۲، ۲۰۰۸). در این راستا پژوهش‌ها نشان داده‌اند که خودشیفتگی بر فرایند بخشش اثرگذار است و گزارش نموده‌اند که اثری بازدارنده بر فرایند بخشش دارد. در ارتباط با بخشش نشان داده شده است که متغیرهای تفاوت‌های فردی بر واکنش فرد به خطا مؤثر هستند (فهر و همکاران^۳، ۲۰۱۰). پژوهش‌ها نشان داده‌اند که افراد خودشیفته به بخشش خطاهای فردی تمایل کمتری نشان می‌دهند (ایتون و همکاران^۴، ۲۰۰۶). در این راستا واندروال و همکاران^۵ (۲۰۱۶) در پژوهشی رابطه بین خودشیفتگی و بخشش را بررسی نمودند و گزارش نمودند که میزان خودشیفتگی بالا با بخشش پایین همراه است یعنی افرادی که خودشیفتگی بیشتری دارند بخشش کمتری دارند.

یکی از قابل‌تأمل‌ترین و چالش‌برانگیزترین مسائل عصر حاضر، بحث توسعه اقتصادی است. در این راستا، میزان سرمایه‌گذاری از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است؛ به‌طوری‌که تصمیم‌گیری راجع به سرمایه‌گذاری و تخصیص سرمایه، از جمله تصمیمات کلیدی و اساسی در شرکت‌ها است. از این‌رو، یک واحد اقتصادی برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مختلف، باید حد یا میزان سرمایه‌گذاری را با توجه به محدودیت منابع، مورد توجه قرار دهد. این در حالی است که در یک بازار ناقص، عدم تقارن اطلاعاتی و تضادهای نمایندگی، مانع از اتخاذ تصمیمات مطلوب و سرمایه‌گذاری بهینه می‌شود. سرمایه‌گذاری بیش از حد، نمونه‌ای از یک سرمایه‌گذاری غیر بهینه است که از جمله دلایل اصلی آن، جریان نقد آزاد شرکت‌ها می‌باشد. از این‌رو، یکی از مسائل اصلی این تحقیق مربوط به نوع سرمایه‌گذاری و نگرش مدیرعامل نسبت تصمیمات بهینه درباره انتخاب نوع سرمایه‌گذاری است. به منظور حل یا کاهش این مسئله و با توجه به نقش قابل‌ملاحظه‌ای که کیفیت اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی دارد، سرمایه‌گذاری در امور مختلف توسط شرکت‌ها، همواره به‌عنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود و عقب‌ماندگی، مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع موجب شده است که علاوه بر توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری، از اهمیت فراوانی برخوردار گردد. به طور کلی، کارایی سرمایه‌گذاری، به معنای پذیرش پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت و منظور از ناکارایی سرمایه‌گذاری، انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه‌گذاری بیش از حد) و یا عدم انتخاب فرصت‌های سرمایه‌گذاری

¹ - Foster and Campbell

² - Miller and Campbell

³ - Fehr et al

⁴ - Eaton et al

⁵ - Van der Wal et al

(سرمایه‌گذاری کمتر از حد) است. در تعیین کارایی سرمایه‌گذاری، حداقل دو معیار نظری وجود دارد: معیار اول بیان می‌کند که به‌منظور تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نیاز به جمع‌آوری منابع وجود دارد. در یک بازار کارا، همه پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت، باید تأمین مالی شوند. اگرچه، تعداد زیادی از تحقیقات موجود در حوزه مالی نشان داده است که محدودیت‌های مالی، توانایی مدیران در تأمین مالی را محدود می‌سازد (هوبارد^۱، ۱۹۹۸). در بازارهای مالی کامل، تمامی پروژه‌هایی که ارزش فعلی خالص مثبت دارند، باید تأمین مالی و اجرا شوند. با وجود این، شمار بسیاری از مصادیق وجود دارند که این فرض را نقض می‌کنند. نقص بازار به همراه عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی، می‌تواند به اجرای پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی (سرمایه‌گذاری اضافی) و رد پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت (سرمایه‌گذاری ناکافی) منجر شود. سرمایه‌گذاری اضافی و ناکافی را می‌توان از طریق بیان وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین ذی‌نفعان تشریح کرد. با توجه به خطرات اخلاقی، تضاد منافع بین سهامداران و مدیران و کمبود نظارت بر مدیران، امکان دارد به تلاش مدیران برای بیشینه‌سازی منافع شخصی منجر شود. این مسئله از طریق سرمایه‌گذاری‌هایی اتفاق می‌افتد که ممکن است برای سهامداران مناسب نباشد و این امر به گسترش قدرت مدیریت و سرمایه‌گذاری اضافی منجر می‌شود. بر اساس گزینش معکوس، مدیرانی که اطلاعات بهتری دارند امکان دارد سرمایه‌گذاری اضافی انجام دهند، اگر آنان اوراق بهاداری را که افزایش قیمت داشته‌اند فروخته و به وجوه مازاد دست یابند، در راستای احتراز از این امر، تأمین‌کنندگان سرمایه می‌توانند سرمایه را جیره‌بندی کنند یا هزینه آن را افزایش دهند که این امر به علت ایجاد محدودیت، به رد برخی پروژه‌های سودآور و متعاقباً سرمایه‌گذاری ناکافی منجر خواهد شد.

یکی از نکات اساسی مورد توجه مدیران مالی بنگاه‌های اقتصادی، روش‌ها و میزان تأمین مالی است. پیشرفت در صنعت هر کشور و رشد تولیدات، مستلزم برنامه‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت است و از طریق آن پشتوانه‌ی عظیمی در اقتصاد هر کشور به دست می‌آید. منابع این سرمایه‌گذاری‌ها از طریق سود انباشته، فروش سهام جدید، تسهیلات بانکی یا به‌وسیله‌ی ترکیبی از این منابع قابل تأمین است (هییتی و همکاران، ۱۳۸۶). یکی از اهداف مهم مدیریت مالی حداکثر نمودن ثروت سهامداران است. به این منظور، هدف مدیران مالی یافتن راه‌های تأمین منابع مالی برای رسیدن به این هدف است. وظایف اصلی مدیریت مالی، تصمیم‌گیری در ارتباط با تأمین مالی، سرمایه‌گذاری و تقسیم سود است. شرکت‌ها در تصمیمات تأمین مالی، با دو منبع تأمین مالی داخلی و تأمین مالی خارجی روبه‌رو هستند. منابع مالی داخلی، شامل جریان‌های وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، فروش دارایی‌ها و سود انباشته و منابع مالی خارجی در برگیرنده وجوه تحصیل شده از طریق بازار مالی مانند، انتشار اوراق مشارکت، صدور سهام جدید و دریافت تسهیلات مالی از بانک هستند. مدیران باید تصمیم بگیرند وجوه مورد نیاز خود را چگونه تأمین کنند و منابع مالی در دسترس را چگونه مصرف کنند. آنها می‌توانند این منابع مالی را صرف پرداخت سود به سهامداران، اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور، تسویه بدهی‌های موعده رسیده و افزایش سرمایه در گردش کنند (فرانک و گوپال^۲، ۲۰۰۹). تأمین مالی شرکت‌ها و ساختار بدهی اعم از نوع بدهی

¹ - Hubbard

² - Frank and Goyal

و سررسید بدهی شرکت‌ها یکی از چالش‌برانگیزترین مباحث در حوزه بازارهای تأمین سرمایه است. ساختار سررسید بدهی به عنوان مهم‌ترین پارامتر مؤثر بر ارزش شرکت‌ها و برای جهت‌گیری آنها در بازارهای سرمایه مطرح گردیده است. تصمیم‌گیری در مورد ساختار بدهی به معنی تأمین مالی شرکت، همچون سایر تصمیم‌های مدیران بر ارزش شرکت اثرگذار است. مدیران به‌عنوان نمایندگان صاحبان سهام، ترکیب ساختار بدهی شرکت را به‌گونه‌ای تنظیم می‌کنند تا در روند افزایش ارزش شرکت که همانا افزایش ثروت سهام‌داران است، تأثیر مثبت به‌جای گذارد. لذا تعیین یک ساختار بهینه و تأمین منابع مالی در شرکت‌ها دارای اهمیت ویژه‌ای است (دیمتریس و ماریا^۱، ۲۰۱۱).

سبک سرمایه‌گذاری که توسط مدیران خودشیفته دنبال می‌شود، چندان مثر ثمر نیست، زیرا مدیران عامل خودشیفته سود و جریان نقدی عملیاتی کمتری را ایجاد می‌کنند. علی‌رغم رابطه منفی بین خودشیفتگی مدیرعامل و عملکرد شرکت، مدیران عامل خودشیفته پاداش بالاتری دریافت می‌کنند (مالمندیر و تیت^۲، ۲۰۰۵؛ هرشلیفر و همکاران^۳، ۲۰۱۲). توجه به این نکته حائز اهمیت است که خودشیفتگی مدیرعامل با سیاست‌های سرمایه‌گذاری، عملکرد و پاداش‌های، ناهمگنی همراه بوده و همچنان یک نگرانی بالقوه است. مدیرعاملان خودشیفته سبک سرمایه‌گذاری متفاوتی دارند و عملکرد بدتری را در شرکت ارائه می‌دهند، در عین حال پاداش بیشتری دریافت می‌کنند (کشمیری و همکاران^۴، ۲۰۱۸). از سوی دیگر مدیران عاملی که دارای خودشیفتگی بالایی هستند ممکن است همیشه برای شکست دادن رقبا در تلاش باشند و با کسب موفقیت از طریق نوآوری‌ها یا سرمایه‌گذاری می‌خواهند دیگران را تحت تأثیر قرار دهند (بیون و الشماری^۵، ۲۰۱۷؛ بیون و الشماری، ۲۰۲۱). بر اساس مطالب عنوان شده تحقیق حاضر به دنبال بررسی نقش تأمین مالی توسط مدیران عامل خودشیفته در کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

خودشیفتگی مدیران

ویژگی‌های شخصیتی افراد، زمینه‌ساز رفتارهای آنان است و با توجه به آنکه برخی از عوامل رفتاری دخیل در شخصیت مدیران باعث جهت‌دهی به تصمیم‌گیری آنان خواهد شد، لذا شناسایی این عوامل و اثرات آنها می‌تواند در بهبود فرآیند تصمیم‌گیری مؤثر باشد؛ که یکی از این عوامل شناسایی شده، پدیده خودشیفتگی در بین مدیران است. خودشیفتگی به‌عنوان یک ساختار شخصیتی است که دارای علائمی چون نفوذ خواسته‌های شخصی، پاسخ‌خواهی از دیگران و تعصب پردازش شناختی شناخته شده است (فوستر و همکاران^۶، ۲۰۱۱). خودشیفتگی اشاره به تلاش افراد برای شهرت، تحسین و بزرگ جلوه دادن خود در نظر دیگران دارد. طبیعتاً خودشیفتگی

¹ - Dimitris and Maria

² - Malmendier and Tate

³ - Hirshleifer et al

⁴ - Kashmiri et al

⁵ - Byun and Al-Shammari

⁶ - Foster et al

مقایسه با دیگر خصوصیات شخصی، مدیران را در جهت انجام اقداماتی سوق می‌دهد که از عرف سرباز زده و در پی توجه و ستایش دیگران هستند و این اقدامات در نهایت عملکرد سازمان را تحت تأثیر قرار خواهد داد. خودشیفتگی در بین مدیران می‌تواند اثراتی را بر نتایج سازمانی داشته باشد، و این ویژگی از طریق تأثیر بر انتخاب مدیران در زمینه‌هایی چون انتخاب استراتژی، ساختار و نیز کارمندیابی اعمال می‌شود. با توجه به آنکه تنها استراتژی است که می‌تواند مانند یک نقشه راهنما، شرکت‌ها را در محیط‌های پر نوسان و حساس در مسیر درست هدایت نماید و متضمن ادامه مسیر به وسیله شرکت باشد. بررسی تأثیر خودشیفتگی به عنوان یکی از عوامل رفتاری تأثیرگذار بر این پدیده می‌تواند در ارتقای عملکرد سازمان مؤثر باشد (نمازی و همکاران، ۱۳۹۶).

خودشیفتگان در مجموعه‌ای از ابعاد همچون هوش، خلاقیت، شایستگی و قدرت رهبری، امتیاز بالایی (بسیار بالاتر از حد معقول) به خود می‌دهند. گرایش به نشان دادن اعمال پرخاشگرانه و بی‌توجهی به حقوق دیگران می‌تواند با عزت نفس متورم ناشی از خودشیفتگی مرتبط باشد. از این رو، کسانی که در آزمون شخصیت خودشیفته نمرات بالایی می‌گیرند افرادی نسبتاً سلطه‌گر، خودنما، خودمحور و افراط‌گرا می‌باشند و این خصیصه‌ها می‌توانند به احتمال زیاد افرادی را که دارای سطح بالای خودشیفتگی هستند را مرتکب انجام اعمال پرخاشگرانه به‌عنوان یک عمل سودمند کند. در این بین، مطالعات زیادی خودشیفتگی را با خشم، خصومت و پرخاشگری در بزرگسالان تأیید نموده‌اند و معتقدند سطح خودشیفتگی در بین افراد رابطه مثبتی با هورمون تستوسترون و کورتیزول دارد (پفاتچر^۱، ۲۰۱۶). در رابطه با پیامدهای خودشیفتگی نیز می‌تواند بیان نمود که خودشیفتگی، توانایی تحت تأثیر قرار دادن قضاوت مدیران از احتمال نتایج گوناگون را دارد. مدیران خودشیفته با تحسین شدن برانگیخته می‌شوند؛ گاه چنین مدیران بر روی تصمیم‌های نادرست خود اصرار ورزیده و زمان و هزینه زیادی را صرف آن می‌نمایند که برای سازمان مشکل‌آفرین است. در سازمان‌ها، مدیران خودشیفته اغلب پاداش‌های بیشتری برای خود قائل می‌شوند و از این طریق موقعیت خود را در سازمان مستحکم می‌کنند (اوریلی و همکاران^۲، ۲۰۱۴).

تامین مالی

تامین مالی یا فاینانس، یعنی تهیه منابع مالی و وجوه برای ادامه فعالیت شرکت و ایجاد و راه‌اندازی طرح‌های توسعه و درآمدزای این واحدهای اقتصادی. تامین مالی عمدتاً از طریق انتشار سهام، فروش اوراق قرضه و وام و اعتبار انجام می‌گیرد. شرکت‌ها برای تسویه بدهی‌های موعود رسیده، اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور در دسترس، افزایش سرمایه در گردش و پرداخت سود به سهامداران به منابع مالی بسیاری دسترسی دارند. این منابع، وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی و فروش دارایی‌ها (به عنوان منابع درون‌سازمانی تامین مالی)، استقراض وام بانکی، انتشار اوراق مشارکت و انتشار سهام جدید (به عنوان منابع برون‌سازمانی تامین مالی) را شامل می‌شوند (باقری و همکاران، ۱۳۹۷). توانایی شرکت‌ها در تعیین منابع مالی مناسب و تصمیم‌گیری صحیح در این خصوص از عوامل اصلی موفقیت شرکت به حساب می‌آیند. مهم‌ترین هدفی که مدیریت در زمان انتخاب

¹ - Pfattheicher

² - O'Reilly et al

روش تأمین مالی باید به آن توجه کند، افزایش ثروت سهامداران است. یعنی با در نظر گرفتن هزینه هر یک از منابع مختلف تأمین مالی و آثار آن بر روی بازده و ریسک شرکت منابعی را انتخاب کند که باعث به حداقل رساندن هزینه‌های تأمین مالی گردد. ترکیب مناسب منابع تأمین مالی با خصوصیتی همچون هزینه سرمایه اندک و نرخ بازده بیشتر همراه است. بررسی تحقیقات گذشته نشان می‌دهد اکثر مطالعات روش‌های تأمین مالی و تأثیر آن بر بازده روی مواردی چون ارتباط بین انتخاب منابع تأمین مالی و بازده شرکت‌ها ارجحیت منابع برون‌سازمانی تأمین مالی به منابع درون‌سازمانی و یا برعکس، رسیدن به یک ساختار مطلوب سرمایه و ارتباط بین ساختار سرمایه و ریسک تأکید داشته‌اند (ملانظری و همکاران، ۱۳۸۹).

کارایی سرمایه‌گذاری

در ارتباط با کارایی سرمایه‌گذاری می‌توان بیان نمود که عاملی جهت تشریح توانایی و تشخیص مناسب منابع شرکت در سرمایه‌گذاری‌ها و پرداخت بازده آن به صاحبان سهام شرکت است. همچنین به عنوان یک سطح مناسب از سرمایه‌گذاری مورد انتظار جهت دستیابی به فرصت‌های رشد در شرکت بشمار می‌رود (لای و لیو^۱، ۲۰۱۸). در این راستا، یکی از راهکارهای مهم برای این موضوع، بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است. انجام هر سرمایه‌گذاری به خودی خود مناسب و موجه نمی‌باشد و شرکت در انجام سرمایه‌گذاری بایستی به مفهوم کارایی سرمایه‌گذاری نیز توجه نماید. در مشخص نمودن کارایی سرمایه‌گذاری حداقل دو معیار در مبانی نظری وجود دارد؛ معیار اول بیان می‌کند که به‌منظور تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری نیاز به جمع‌آوری منابع وجود دارد. در یک بازار کارا تمام پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت می‌بایست تأمین مالی شوند گرچه تعداد زیادی از تحقیق‌های موجود در حوزه مالی نشان داده است که محدودیت‌های مالی توانایی مدیران را محدود می‌سازد. یکی از مواردی که می‌توان استنباط نمود این است که شرکت‌هایی که با محدودیت تأمین مالی مواجه‌اند ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تأمین مالی از قبول و انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت صرف‌نظر نماید که این امر موجب کاهش سرمایه‌گذاری می‌گردد. معیار دوم نیز عنوان می‌کند که اگر شرکت تصمیم به تأمین مالی بگیرد هیچ ضمانتی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی انجام گیرد. به‌طور مفهومی کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت تنها در تمام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری کند (فروغی و همکاران، ۱۳۹۵).

از نقطه‌نظر بازار مسئله عدم کارایی سرمایه‌گذاری را فرازینی و پدرسون^۲ (۲۰۱۰) مورد مطالعه قرار داده است و از آن به‌عنوان اساسی جهت تئوری بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری می‌کند. فرازینی معتقد است که بررسی‌های انجام گرفته در ارتباط با عدم کفایت سرمایه‌گذاری به ویژه سرمایه‌گذاری بیش از حد به شکل معمول بر واکنش بازار در برابر مخارج سرمایه‌ای، تحصیل یا تحقیق و توسعه متمرکز شده‌اند. ولی چالش اصلی در ادبیات و مبانی نظری این است که نمی‌توان ارزش فعلی خالص پروژه سرمایه‌گذاری را به شکل مستقیم اندازه‌گیری نمود.

^۱ - Lai and Liu

^۲ - Frazzini and Pedersen

به همین علت وی به بررسی واکنش بازار جهت پی بردن به ارزش فعالیت‌های مدیران برای سهامداران پرداخته است (فرازینی و پدرسون، ۲۰۱۰).

تأمین مالی مدیران خودشیفته و کارایی سرمایه‌گذاری

مدیران خودشیفته با ویژگی‌های شخصیتی مانند خودخواهی، بهره‌برداری از دیگران، سلطه‌جویی و خودبرتربینی، به گزارشگری نادرست، تمایل بیشتری نشان می‌دهند. افراد خودشیفته، احساسات بیش از اندازه خودخواهانه دارند که موجب تأثیر منفی در توانایی و دستاوردهای آنها می‌شود (کاپالو و همکاران^۱، ۲۰۱۷). چنین رهبرانی با اطمینان بیش از حد به خود فقط به اطلاعات مدنظرشان گوش می‌دهند، به راحتی از دیگران یاد نمی‌گیرند و اغلب، سخنرانی کردن را ترجیح می‌دهند. به علت نداشتن همدلی، چنین رهبرانی به ندرت به دیگران اعتماد می‌کنند و ارزش و اعتباری برای برنامه‌های آموزشی و یا داشتن مشاور برای بهبود خود به عنوان رهبر قائل نیستند (مکوبی^۲، ۲۰۰۰)؛ از این رو، چنین مدیرانی از پذیرش سخنان دیگران مبنی بر بحرانی شدن وضعیت شرکت امتناع می‌کنند و اینگونه شرکت در سرمایه‌گذاری‌هایی با ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری می‌کند و علاوه بر اینکه سهامداران خود را از دست می‌دهد، اعتبار آن نیز کاهش می‌یابد و ناتوانی در تأمین مالی و پرداخت بدهی‌ها، آن را به درماندگی مالی می‌کشد. مدیران بیش‌اطمینان (از ویژگی‌های مدیران خودشیفته) اعتقاد دارند بازار، شرکت آنها را کمتر از واقع ارزش گذاری می‌کند و موجب می‌شود تأمین مالی خارجی پرهزینه شود؛ از این رو، در صورتی که شرکت، منابع داخلی داشته باشد، ممکن است مدیران بیش‌اطمینان، تمایل بیشتری به بیش‌سرمایه‌گذاری (پذیرش پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی)، ادغام و اکتساب کاهنده ارزش (بازده عملیاتی منفی) از خود نشان دهند؛ اما در صورتی که تأمین مالی پروژه‌ها مستلزم منابع خارجی باشد، ممکن است که سرمایه‌گذاری کم (رد پروژه‌ها با خالص ارزش فعلی مثبت)، ادغام و اکتسابات افزاینده ارزش (بازده عملیاتی مثبت) انجام شود (حیدری فراهانی و همکاران، ۱۳۹۸).

مبانی نظری

بر مبنای تحولات به وجود آمده در دنیای امروز علی‌الخصوص در کشورهای در حال توسعه که با تهدیدات بسیاری مواجه هستند، این کشورها، جهت حل مشکلات اقتصادی خود به راهکارهای مناسب جهت استفاده بهتر از امکانات و ثروت‌های خدادادی خود نیازمند می‌باشند. در این باره، یکی از راهکارهای مهم، بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است. انجام هر سرمایه‌گذاری به خودی خود مناسب نیست و شرکت در انجام سرمایه‌گذاری بایستی به مفهوم کارایی سرمایه‌گذاری نیز توجه کند. برای کارا بودن سرمایه‌گذاری دو معیار وجود دارد؛ جمع‌آوری منابع تأمین مالی و انتخاب و اجرای سرمایه‌گذاری به‌طور صحیح. مدیران شرکت برای تأمین مالی این سرمایه‌گذاری‌ها سیاست‌های

^۱ - Capalbo et al

^۲ - Maccoby

متفاوتی پیش رودارند و با توجه به استراتژی شرکت و تصمیم و منافع مدیر شرکت از هر یک از این منابع استفاده می‌شود (دموری و قدک فروشان، ۱۳۹۷).

هسته مرکزی هر شرکت، مدیریت و تصمیم‌های آن است و ویژگی‌های رفتاری دخیل در شخصیت مدیران موجب جهت‌دهی به تصمیم‌گیری آنان می‌شود (خواجوی و همکاران، ۱۳۹۵). شاید به همین دلیل باشد که پژوهشگران بر این باورند که این احتمال وجود دارد تصمیم‌گیرندگان به‌طور کامل، تصمیم‌های عقلایی نگیرند (لويس و همکاران^۱، ۲۰۱۲). مبانی نوظهور در اقتصاد مالی بر ویژگی‌های شخصیتی مدیران تمرکز دارد. از مهم‌ترین سویه‌های رفتاری مدیران می‌توان خودشیفتگی، بیش‌اطمینانی و کوتاه‌بینی را نام برد. افراد خودشیفته، علائمی همچون نفوذ خواسته‌های شخصی از خود نشان می‌دهند (فوستر و همکاران، ۲۰۱۱). با توجه به مطالب ذکر شده، بررسی احتمال از دست دادن منابع مالی شرکت و وارد شدن آن به مرحله درماندگی به‌علت نمایان شدن این سویه‌های رفتاری بر تصمیم‌های مدیران و اخذ تصمیم‌های نادرست و به دور از واقعیت، موضوع بسیار مهمی است؛ زیرا شناسایی عوامل مؤثر بر درماندگی، حائز اهمیت است و در صورتی که اقدامات مناسب و به‌موقع برای جلوگیری از وقوع آن نیز انجام نشود، ممکن است مرحله درماندگی به مرحله ورشکستگی برسد (حیدری فراهانی و همکاران، ۱۳۹۸).

اعتماد بیش از حد به خود می‌تواند اعتقاد بی‌اساس درباره توانایی‌های شناختی، قضاوت‌ها و استدلال شهودی فرد تعریف شود (کشمیری و همکاران^۲، ۲۰۱۸). مطالعات اخیر رفتاری به بررسی رابطه بین کمتر از کاملاً عقلانی بودن رفتار مدیریتی و فعالیت‌های شرکت پرداخته‌اند. این پژوهش‌ها به بررسی چگونگی اعمال مدیران با خودارزیابی مغرضانه که بر سیاست‌های مالی شرکت، سرمایه‌گذاری و تصمیمات ترکیب و تحصیل تأثیر می‌گذارد می‌پردازند. طبق تحقیقاتی که در این زمینه صورت گرفته مدیران همواره به‌صورت کاملاً عقلایی رفتار نکرده، تحت تأثیر بیش‌اطمینانی و خوش‌بینی‌های مفرط ممکن است تصمیماتی غیرعقلایی اتخاذ کنند که تأثیری مهم بر فعالیت‌های تأمین مالی شرکت دارد (هرشلیفر و همکاران، ۲۰۱۲).

پیشینه تجربی

هائو (۲۰۲۲) در تحقیقی با عنوان تجربه مدیرعامل، اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی و کارایی سرمایه‌گذاری: شواهدی از یک آزمایش تجربی در چین به بررسی تأثیر تجربیات اولیه و حرفه‌ای مدیران عامل بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکتی در اقتصاد چین پرداختند. نتایج نشان داد که مدیران عاملی که اصلاحات اقتصادی را در اوایل کار خود تجربه کرده‌اند نسبت به افرادی که در دوران اقتصاد برنامه‌ریزی شده کار کرده‌اند، اعتماد به نفس بیشتری دارند و تمایل به سرمایه‌گذاری بیش‌از حد دارند. علاوه بر این، مدیران عاملی که تمام تخصص خود را در بخش‌های تجاری داشته‌اند، نسبت به مدیرانی که تجربه طولانی مدت مدیریت دولتی قبل از خدمت به‌عنوان مدیران شرکت دارند، سطح اعتماد به نفس و سرمایه‌گذاری بیش از حد بیشتری را نشان می‌دهند.

^۱ - Lewis et al

^۲ - Kashmiri et al

فونگ و همکاران (۲۰۲۰) در تحقیقی با عنوان خودشیفتگی رهبر و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی: شواهدی از شرکت‌های چینی به بررسی از شاخص خودشیفتگی رهبران شرکت‌های چینی و بررسی رابطه بین خودشیفتگی رهبر و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در سطح شرکت برای دوره ۲۰۰۷-۲۰۱۷ پرداختند. نتایج نشان داد که خودشیفتگی رهبر تأثیر مثبت و معناداری بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در سطح شرکت دارد. علاوه بر این، در می‌یابیم که شرکت‌هایی که دارای مالکیت دولتی و روابط سیاسی هستند تأثیر مثبت بیشتری از خودشیفتگی رهبر را بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی شرکت نشان می‌دهند.

هی و همکاران (۲۰۱۹) در تحقیقی با عنوان اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری: شواهد از چین با استفاده از شرکت‌های حاضر در بورس شانگهای چین و بورس شنزن در دوره زمانی سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۵ تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر انتخاب تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری (مقیاس سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و کم سرمایه‌گذاری) مورد آزمون قرار دادند. نتایج نشان داد که تأمین مالی داخلی می‌تواند فرصت‌های کسب و کار و کمبود سرمایه را کاهش دهد، اما ممکن است باعث سرمایه‌گذاری بیش از حد، به‌ویژه در شرکت‌هایی با مدیران دارای اعتماد به نفس بیش از حد شود. مشکل سرمایه‌گذاری بیش از حد به‌طور معناداری با اعتماد به نفس بیش از حد مدیران در شرکت‌های دولتی و غیردولتی در ارتباط است.

لای و لیو (۲۰۱۷)، در مقاله‌ای تحت عنوان ویژگی‌های مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به بررسی رابطه میان ویژگی‌های تیم‌های عالی‌رتبه مدیریتی (TMTs) و بازده سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداختند. آنها پس از کنترل حاکمیت شرکتی و چند ویژگی دیگر شرکت، دریافتند که شرکت‌هایی با تیم‌های مدیریتی بهتر و مشهورتر به‌طور منفی با ناکارآمدی سرمایه‌گذاری بیش از حد و عدم سرمایه‌گذاری در ارتباط هستند. علاوه بر این، آنها دریافتند که ویژگی‌های تیم‌های مدیریتی تکمیل‌کننده‌ی اثر مثبت کیفیت گزارشگری مالی بر بازده سرمایه‌گذاری هستند. همچنین یافته‌ها نشان داد که ویژگی‌های تیم‌های مدیریتی بهتر می‌تواند تحریف‌های ناشی از سرمایه‌گذاری بیش از حد و عدم سرمایه‌گذاری را کاهش دهد.

شالچی و همکاران (۱۴۰۱) در تحقیقی با عنوان بررسی نقش میانجی فرصت‌های رشد بر رابطه میان فرا اطمینانی مدیران و کارایی سرمایه‌گذاری به بررسی نقش میانجی فرصت‌های رشد بر رابطه میان فرا اطمینانی مدیران و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. 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.

تقی‌زاده خانقاه و بادآور نهندي (۱۳۹۹) در تحقیقی با عنوان ارتباط بین بیش‌اطمینانی مدیریت، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری به بررسی ارتباط بین بیش‌اطمینانی مدیریت، تأمین مالی داخلی و کارایی

سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بدین ترتیب تعداد ۱۳۰ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۸۶ انتخاب شد. کارایی سرمایه‌گذاری از طریق شاخص‌های سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد اندازه‌گیری گردید. همچنین برای سنجش بیش‌اطمینانی مدیریت و تأمین مالی داخلی به ترتیب از مخارج سرمایه‌ای و سود انباشته بهره گرفته شد. نتایج نشان داد که بین بیش‌اطمینانی مدیریت و تأمین مالی داخلی، ارتباط مثبت وجود دارد. همچنین بین بیش‌اطمینانی مدیریت با سطح سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری بیشتر از حد، ارتباط مثبت و با سرمایه‌گذاری کمتر از حد، ارتباط منفی وجود دارد. از سوی دیگر، نتایج نشان داد که بین تأمین مالی داخلی با سطح سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری بیشتر از حد ارتباط مثبت و با سرمایه‌گذاری کمتر از حد ارتباط منفی وجود دارد. در نهایت یافته‌ها حاکی از آن بود که تأمین مالی داخلی بر رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیریت و سطح سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت دارد و تأثیر تعاملی تأمین مالی داخلی بر رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیریت و سرمایه‌گذاری بیشتر از حد مثبت و معنادار است، در حالیکه این رابطه برای شرکت‌های کم سرمایه‌گذار معنادار نیست.

شمسی و جهانشاد (۱۳۹۸) در تحقیقی با عنوان تاثیر بیش‌اطمینانی مدیران مبتنی بر سرمایه‌گذاری و مخارج سرمایه‌ای بر شاخص‌های ریسک و بهره‌وری سرمایه به بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران مبتنی بر سرمایه‌گذاری و مخارج سرمایه‌ای بر شاخص‌های ریسک (انحراف بازده سهام و انحراف جریان وجوه نقد عملیاتی) و بهره‌وری سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش تعداد ۱۳۲ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۵-۱۳۹۰ بررسی شد. جهت آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون پانلی استفاده شد، یافته‌های پژوهش نشان داد بیش‌اطمینانی مدیران مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای بر انحراف بازده سهام تأثیر معناداری ندارد اما بیش‌اطمینانی مدیران مبتنی بر سرمایه‌گذاری بر انحراف بازده سهام تأثیر مثبت معناداری دارد. این بدان معناست که شرکت‌های دارای مدیران بیش‌اطمینان مبتنی بر سرمایه‌گذاری در معرض میزان قابل توجهی از ریسک قرار می‌گیرند و بیشتر در پروژه‌های پرمخاطره سرمایه‌گذاری می‌کنند. همچنین بیش‌اطمینانی مدیران (مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای و سرمایه‌گذاری) بر انحراف جریان وجوه نقد عملیاتی و بهره‌وری سرمایه تأثیر معناداری ندارد. خواجه‌ای و همکاران (۱۳۹۵) بابررسی تاثیر خودشیفتگی مدیران و مدیریت سود و عملکرد مالی دریافتند که مدیران خودشیفته برای تأیید و تشویق و تصدیق از سوی ذینفعان و همچنین حفظ و ارتقای جایگاه خویش درصدد نمایش عملکرد مالی مطلوب در کوتاه مدت از طریق فعالیت‌های منتهی به مدیریت سود هستند.

فرضیات پژوهش

بر اساس مبانی بیان شده فرضیه‌های پژوهش بصورت زیر طراحی شدند:

فرضیه اول: خودشیفتگی مدیرعامل تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت دارد.

فرضیه دوم: خودشیفتگی مدیرعامل تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد شرکت دارد.

فرضیه سوم: خودشیفتگی مدیرعامل تأثیر معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت دارد.

فرضیه چهارم: تأمین مالی توسط مدیران عامل خودشیفته تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت دارد.

فرضیه پنجم: تامین مالی توسط مدیران عامل خودشیفته تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد شرکت دارد.
فرضیه ششم: تامین مالی توسط مدیران عامل خودشیفته تأثیر معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت دارد.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش به لحاظ هدف کاربردی و از نظر ماهیت، یک پژوهش توصیفی است، به این دلیل که از یک سو شرایط موجود را برای ارائه الگوی تعمیم‌یافته تأثیر خودشیفتگی مدیرعامل بر کارایی سرمایه‌گذاری و شیوه‌های تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازار سرمایه ایران را مورد بررسی قرار می‌دهد. از سوی دیگر، ارتباط میان متغیرهای گوناگون را توسط تحلیل رگرسیون، تعیین می‌نماید. علاوه بر این، این پژوهش در حوزه مطالعات پس رویدادی (استفاده از اطلاعات گذشته) قرار دارد و مبتنی بر اطلاعات واقعی گذشته صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و سایر اطلاعات واقعی است که با استفاده از روش استقرایی به کل جامعه آماری قابل تعمیم خواهد بود. در این پژوهش با توجه به نوع داده‌ها و اطلاعات تجزیه و تحلیل آماری موجود، از روش داده‌های سری زمانی و پانل دیتا استفاده می‌شود. زیرا به منظور بررسی اثر کیفیت اطلاعات حسابداری و عملکرد سرمایه‌گذاری شرکت با تأکید بر کیفیت حسابرسی و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، آزمون می‌شوند. همچنین برای اطمینان از قابلیت‌انکا بودن نتایج از آزمون‌های پیش فرض مدل رگرسیون استفاده شده است. متغیرها نیز با استفاده از نرم افزار اقتصادسنجی Eviews10 مورد آزمون و تحلیل قرار می‌گیرند.

در این پژوهش جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نمونه آماری دربردارنده تعداد اندکی از اعضای جامعه آماری بوده که تبیین کننده صفات اصلی جامعه باشد. در این پژوهش برای این که نمونه آماری یک نماینده مناسب از جامعه آماری مورد بررسی باشد، شرایطی برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده است. برای این هدف پنج معیار زیر در نظر گرفته شده و در شرایطی که شرکتی تمامی معیارها را بدست آورده باشد به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شده و مابقی حذف می‌شوند. روند انتخاب نمونه در جدول ۱ ارائه شده است.

- (۱) با توجه به این که برای محاسبه برخی از متغیرها نیاز به داده‌های سال‌های قبل تر نیز می‌باشد لذا شرکت لازم است قبل از سال ۱۳۹۱ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۸ در بورس فعال باشد.
- (۲) به دلیل ماهیت خاص فعالیت شرکت‌های هلدینگ، بیمه، لیزینگ، بانک‌ها، موسسات مالی و سرمایه‌گذاری و تفاوت قابل ملاحظه آن‌ها با شرکت‌های تولیدی و بازرگانی، شرکت انتخابی جز شرکت‌های یاد شده نباشد.
- (۳) سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی بازه زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد.
- (۴) در بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۸، سهام شرکت در بورس اوراق بهادار مورد معامله قرار گرفته باشد (فاقد وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه)
- (۵) اطلاعات مالی شرکت‌ها در دسترس باشد.

بعد از مدنظر قرار دادن کلیه معیارهای بالا، تعداد ۱۴۳ شرکت به عنوان جامعه غربالگری شده باقیمانده است. که همه آن‌ها به عنوان نمونه انتخاب شده اند.

مدل عملیاتی و نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش

این تحقیق چون به بررسی روابط میان متغیرها می‌پردازد از نوع تحقیقات همبستگی می‌باشد. بر این اساس هر یک از متغیرهای تحقیق از صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه محاسبه شده و به وسیله مدل‌های رگرسیونی متناظر با هر فرضیه در نرم‌افزار ایویوز تجزیه و تحلیل می‌گردد مدل‌های رگرسیونی آزمون فرضیات عبارت است از:

مدل آزمون فرضیه اول و چهارم

$$\text{OVERINV}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{WHR}_{it} + \beta_2 \text{FIN}_{it} + \beta_3 \text{WHR}_{it} \times \text{FIN}_{it} + \beta_5 \text{SIZE}_{it} + \beta_6 \text{ROE}_{it} + \beta_7 \text{ROA}_{it} + \beta_8 \text{CF}_{it} + \beta_9 \text{TANG}_{it} + \beta_{10} \text{AGE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

مدل آزمون فرضیه دوم و پنجم

$$\text{UNDERINV}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{WHR}_{it} + \beta_2 \text{FIN}_{it} + \beta_3 \text{WHR}_{it} \times \text{FIN}_{it} + \beta_5 \text{SIZE}_{it} + \beta_6 \text{ROE}_{it} + \beta_7 \text{ROA}_{it} + \beta_8 \text{CF}_{it} + \beta_9 \text{TANG}_{it} + \beta_{10} \text{AGE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

مدل آزمون فرضیه سوم و ششم

$$\text{INVEFF}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{WHR}_{it} + \beta_2 \text{FIN}_{it} + \beta_3 \text{WHR}_{it} \times \text{FIN}_{it} + \beta_5 \text{SIZE}_{it} + \beta_6 \text{ROE}_{it} + \beta_7 \text{ROA}_{it} + \beta_8 \text{CF}_{it} + \beta_9 \text{TANG}_{it} + \beta_{10} \text{AGE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

متغیر وابسته) t در سال i = سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت OVERINV_{it}

متغیر وابسته) t در سال i = سرمایه‌گذاری کمتر از حد شرکت UNDERINV_{it}

متغیر وابسته) t در سال i = کارایی سرمایه‌گذاری شرکت شرکت INVEFF_{it}

متغیر مستقل) t در سال i = خودشیفتگی مدیرعامل شرکت WHR_{it}

متغیر تعدیلگر) t در سال i = تأمین مالی شرکت FIN_{it}

متغیر کنترلی) t در سال i = اندازه شرکت SIZE_{it}

متغیر کنترلی) t در سال i = بازده حقوق صاحبان سهام شرکت ROE_{it}

متغیر کنترلی) t در سال i = بازده دارایی‌های شرکت ROA_{it}

متغیر کنترلی) t در سال i = نسبت جریان وجوه نقد شرکت CF_{it}

متغیر کنترلی) t در سال i = نسبت دارایی‌های ثابت شرکت TANG_{it}

متغیر کنترلی) t در سال i = سن شرکت AGE_{it}

= ضرایب رگرسیونی β

= جمله خطا ε

متغیرهای وابسته

کارایی سرمایه‌گذاری: در این پژوهش می‌توان از طریق مدل ریچاردسون^۱ (۲۰۰۶) کارایی سرمایه‌گذاری و همچنین متغیرهای سرمایه‌گذاری کمتر و بیشتر از حد را به دست آورد. باقیمانده‌های این مدل معرف انحراف سرمایه‌گذاری واقعی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار هستند. باقیمانده‌های مثبت معرف سرمایه‌گذاری بیش از حد و منفی معرف سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌باشند. برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری میزان انحراف از سرمایه‌گذاری مورد انتظار با استفاده از مدل چن و همکاران^۲ (۲۰۱۱) به شرح زیر برآورد خواهد شد:

$$\text{Investment}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{NEG}_{it-1} + \beta_2 \text{SG}_{it-1} + \beta_3 \beta_1 \text{NEG}_{it-1} * \beta_2 \text{SG}_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Investment_{it} = سرمایه‌گذاری شرکت i در زمان t عبارتست از تغییر در دارایی‌های مشهود و نامشهود تقسیم بر کل دارایی‌ها

NEG_{it-1} = متغیر مجازی اگر رشد فروش منفی باشد ارزش ۱ و در غیر این صورت صفر است.

SG_{it} = نسبت رشد فروش شرکت است.

در این مدل مقدار باقیمانده‌ها معرف انحراف از سطح سرمایه‌گذاری و بیانگر عدم کارایی سرمایه‌گذاری است که معرف متغیر وابسته در این تحقیق است. برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری می‌توان از مقادیر باقیمانده مدل فوق قدر مطلق گرفته و سپس در منفی یک ضرب می‌شود (چن و همکاران^۳، ۲۰۱۱).

متغیر مستقل

خودشیفتگی مدیرعامل: برابر است با نسبت اندازه امضای مدیرعامل به اندازه برگه (A4) براساس سانتی متر مربع). برای اندازه‌گیری امضاها، از افزار نرم J Image استفاده خواهد شد. امضای مدیرعامل در صورتهای مالی قابل مشاهده بوده و مطابق با پژوهشهای پیشین هرچه اندازه امضا بزرگتر باشد خودشیفتگی بیشتر خواهد بود (بذرافشان و همکاران، ۱۳۹۷).

متغیر تعدیلگر

تامین مالی: از نسبت تقسیم کل بدهی به کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید (باقری و همکاران، ۱۳۹۷).

متغیرهای کنترلی پژوهش

اندازه شرکت: اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود.

بازده حقوق صاحبان سهام: از نسبت سود خالص به کل حقوق صاحبان سهام شرکت محاسبه می‌گردد.

¹ -Richardson

² - Chen et al

³ - Chen et al

بازده دارایی‌ها: عبارت از حاصل تقسیم سود خالص بر کل دارایی‌های شرکت است. نسبت جریان وجوه نقد: از نسبت خالص وجه نقد عملیاتی شرکت تقسیم به کل داراییهای شرکت محاسبه می‌گردد.

نسبت داراییهای ثابت: از نسبت ارزش دفتری داراییهای ثابت به کل داراییهای شرکت محاسبه می‌گردد. سن شرکت: از لگاریتم طبیعی سالهای حضور شرکت در بورس محاسبه می‌گردد.

یافته های پژوهش

در این قسمت از تحقیق با استفاده از ابزارهای مناسب، اطلاعات و داده‌های لازم جهت آزمون فرضیه‌ها به شیوه تجربی بیان می‌گردد، سپس با بهره‌گیری از تکنیک‌های آماری مناسبی که با روش تحقیق، نوع متغیرها و ... سازگاری دارد، داده‌ها جمع‌آوری، دسته‌بندی و تجزیه و تحلیل شده و در نهایت فرضیه‌ها آزمون می‌گردد. جدول (۱) آمار توصیفی پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول (۱): نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
کارایی سرمایه گذاری	INVEFF	-۰.۰۵۱	-۰.۰۲۸	-۰.۰۰۰۱	-۰.۷۲۵	۰.۰۷۸	۲۷.۶۶۴
خودشیفتگی مدیرعامل	WHR	۰.۴۸۲	۰.۰۰۰	۱.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۴۹۹	۱.۰۰۴
تأمین مالی	FIN	۰.۵۶۸	۰.۵۶۹	۱.۲۷۹	۰.۰۳۶	۰.۱۹۷	۳.۱۲۸
اندازه شرکت	SIZE	۱۴.۳۹۱	۱۴.۱۷۹	۲۰.۱۸۳	۱۰.۴۹۲	۱.۵۶۱	۴.۵۱۵
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۰.۲۶۹	۰.۲۷۲	۹.۴۸۶	-۹.۵۵۶	۰.۷۱۴	۱۰.۰۹۳
بازده دارایی	ROA	۰.۱۲۴	۰.۱۰۶	۰.۶۲۶	-۰.۴۰۴	۰.۱۴۲	۴.۰۹۹
نسبت جریان وجوه نقد	CF	۰.۱۰۵	۰.۰۸۷	۰.۶۸۷	-۰.۴۶۰	۰.۱۲۹	۴.۶۴۰
نسبت دارایی های ثابت	TANG	۰.۲۴۵	۰.۲۰۴	۰.۹۳۲	۰.۰۰۰۲	۰.۱۶۹	۳.۳۴۱
سن شرکت	AGE	۲.۹۰۹	۲.۸۹۰	۳.۹۷۰	۱.۶۰۹	۰.۴۰۰	۳.۱۲۹
مشاهدات		۱۱۴۴	۱۱۴۴	۱۱۴۴	۱۱۴۴	۱۱۴۴	۱۱۴۴

از مهم‌ترین شاخص‌های مرکزی، میانگین است. در بین متغیرها بیشترین میانگین مربوط به متغیر اندازه شرکت و کمترین میانگین مربوطه به متغیر کارایی سرمایه گذاری می‌باشد. همچنین مثبت بودن ضرایب کشیدگی، حکایت از این مطلب دارد که توزیع داده‌ها از توزیع نرمال بلندتر بوده و داده‌ها حول میانگین متمرکز شده است. به‌منظور اطمینان از نتایج تحقیق و ساختگی نبودن روابط موجود در رگرسیون و معنادار بودن متغیرها، اقدام به انجام آزمون مانایی و محاسبه ریشه واحد متغیرهای تحقیق در مدل‌ها گردید. آزمون مزبور با استفاده از نرم‌افزار EViews و روش‌های آزمون لوین، لین و چو، آزمون ایم، پسران و شین، آزمون ریشه واحد فیشر-دیکی فولر

تعمیم یافته و آزمون ریشه واحد فیشر-فیلیپس انجام گردید. در آزمون ریشه واحد فرضیه صفر بیانگر وجود ریشه واحد بوده و در صورتی که احتمال آزمون‌ها کوچک‌تر از ۰.۰۵ باشد، به احتمال ۹۵ درصد فرضیه صفر پذیرفته نمی‌شود. نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد برای متغیرهای مدل‌ها به شرح جدول ۲ است.

جدول (۲): نتایج آزمون مانایی متغیرهای تحقیق

PP - Fisher Chi-square		ADF - Fisher Chi-square		Im, Pesaran and Shin W-stat		Levin, Lin & Chu		متغیر
احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	
۰.۰۰۰	۷۸۴.۷۰۲	۰.۰۰۰	۶۳۷.۶۴۱	۰.۰۰۰	-۱۱.۲۳۲	۰.۰۰۰	-۳۷.۱۶۸	INVEFF
۰.۰۰۰	۳۸۲.۹۹۴	۰.۰۰۰	۴۹۸.۳۷۶	۰.۰۰۰	-۶.۱۶۵	۰.۰۰۰	-۲۳.۹۱۵	FIN
۰.۰۰۰	۵۲۰.۳۳۹	۰.۰۰۰	۵۲۰.۳۳۹	۰.۰۰۰	-۶.۸۴۰	۰.۰۰۰	-۲۶.۳۷۰	ROE
۰.۰۰۰	۳۳۲.۲۱۰	۰.۰۰۰	۵۳۷.۱۶۲	۰.۰۰۰	-۶.۹۴۶	۰.۰۰۰	-۱۸.۰۹۰	ROA
۰.۰۰۰	۸۰۳.۷۴۰	۰.۰۰۰	۶۷۸.۴۷۱	۰.۰۰۰	-۱۱.۹۲۲	۰.۰۰۰	-۲۸.۳۸۷	CF
۰.۰۰۰	۴۴۵.۹۲۱	۰.۰۰۰	۴۱۸.۵۱۵	۰.۰۰۲	-۲.۷۶۲	۰.۰۰۰	-۱۳.۶۴۷	TANG

نتایج بیان شده در جدول (۲) بیانگر این است که کلیه متغیرهای تحقیق مانا هستند. پیش از تخمین مدل رگرسیونی تحقیق جهت آزمون فرضیات باید هم خطی متغیرهای موجود در مدل مورد بررسی قرار گیرد. برای بررسی وجود یا عدم وجود هم خطی میان متغیرهای پژوهش از تحلیل همبستگی پیرسون استفاده شده است. جدول (۳) ضرایب همبستگی پیرسون میان متغیرها را نشان می‌دهد.

جدول (۳): نتایج آزمون عدم هم خطی متغیرها

AGE	TANG	CF	ROA	ROE	SIZE	FIN	WHR	INVEFF	Correlation
								۱.۰۰۰	INVEFF
							۱.۰۰۰	۰.۴۳۷	WHR
						۱.۰۰۰	-۰.۰۲۸	۰.۰۶۹	FIN
					۱.۰۰۰	۰.۰۲۸	۰.۰۹۵	۰.۰۳۵	SIZE
				۱.۰۰۰	۰.۰۵۱	-۰.۰۶۰	۰.۰۴۰	۰.۰۲۷	ROE
			۱.۰۰۰	۰.۲۵۹	۰.۱۴۶	-۰.۶۱۶	۰.۰۹۳	۰.۰۹۲	ROA
		۱.۰۰۰	۰.۴۴۱	۰.۱۱۳	۰.۰۸۲	-۰.۱۹۸	۰.۰۴۱	۰.۰۴۴	CF
	۱.۰۰۰	۰.۱۰۷	-۰.۱۰۱	-۰.۰۹۷	-۰.۰۲۹	-۰.۱۶۰	-۰.۲۴۷	۰.۳۸۵	TANG
۱.۰۰۰	۰.۰۰۸۱	۰.۰۵۸	-۰.۰۷۲	-۰.۰۱۵	-۰.۰۰۴	۰.۰۸۹	۰.۰۵۴	-۰.۰۱۶	AGE

باتوجه به نتایج جدول (۳) و آزمون هم خطی متغیرها مشخص می‌شود که مقادیر ضریب همبستگی نتایج تحلیل رگرسیونی را تحت تأثیر قرار نمی‌دهد، در نتیجه هم خطی میان متغیرهای پژوهش وجود ندارد. نتایج حاصل از تخمین مدل آزمون فرضیه اول و چهارم تحقیق با استفاده از روش رگرسیون لجستیک در جدول (۴) به نمایش درآمده است.

جدول (۴): نتایج تخمین مدل آزمون فرضیه اول و چهارم

متغیر	Coefficient	Std. Error	Z-Statistic	Prob
WHR	۰.۰۶۳	۰.۴۲۱	۰.۱۵۰	۰.۸۸۰
FIN	۰.۳۱۶	۰.۶۰۳	۰.۵۲۳	۰.۶۰۰
WHR×FIN	۰.۱۴۰	۰.۷۲۹	۰.۱۹۱	۰.۸۴۷
SIZE	-۰.۰۸۹	۰.۰۴۴	-۲.۰۰۳	۰.۰۴۵
ROE	۰.۰۱۳	۰.۱۳۱	۰.۱۰۲	۰.۹۱۸
ROA	-۱.۸۳۰	۰.۷۹۳	-۲.۳۱۰	۰.۰۲۰
CF	۰.۱۵۷	۰.۶۲۷	۰.۲۵۰	۰.۸۰۱
TANG	-۴.۵۰۵	۰.۴۶۱	-۹.۷۶۳	۰.۰۰۰
AGE	۰.۶۰۴	۰.۱۷۴	۳.۴۵۹	۰.۰۰۰
عرض از مبدأ (C)	۱.۵۴۴	۰.۸۸۸	۱.۷۳۷	۰.۰۸۲
ضریب تعیین مک فادن = ۰.۳۱۹		آماره (احتمال) هاسمر - لمشو = ۳.۱۲۱ (۰.۲۹۱)		
آماره LR = ۱۶۷.۷۹۰		احتمال آماره LR = ۰.۰۰۰۰		

به‌منظور بررسی برازش مدل برآورد شده از آزمون هاسمر-لمشو استفاده شده است. با توجه به اینکه احتمال آماره آزمون هاسمر-لمشو بزرگتر از ۰.۰۵ محاسبه است، بنابراین مدل برآورد شده از برازش مناسبی برخوردار است و متغیرهای توضیحی مدل توانایی توضیح تغییر متغیر وابسته را دارا می‌باشد. همچنین نتایج مندرج در جدول نشان می‌دهد که ضریب تعیین مک فادن ۰.۳۱۹ است. این عدد بیانگر آن است که ۳۱ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی، تبیین شده است. نتایج مندرج در جدول نشان می‌دهد، معناداری محاسبه شده برای متغیر خودشیفتگی مدیرعامل (۰.۸۸۰) بزرگتر از ۰/۰۵ است. در نتیجه می‌توان اظهار داشت که خودشیفتگی مدیرعامل تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت ندارد. بر این اساس، فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود. همچنین نتایج نشان می‌دهد معناداری محاسبه شده برای متغیر WHR×FIN (۰.۸۴۷) بزرگتر از ۰/۰۵ است. در نتیجه می‌توان اظهار داشت که تأمین مالی توسط مدیران عامل خودشیفته تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت ندارد. بر این اساس، فرضیه چهارم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود. نتایج حاصل از تخمین مدل آزمون فرضیه دوم و پنجم تحقیق با استفاده از روش رگرسیون لجستیک در جدول (۵) به نمایش درآمده است.

جدول (۵): نتایج تخمین مدل آزمون فرضیه دوم و پنجم

متغیر	Coefficient	Std. Error	Z-Statistic	Prob
WHR	-۰.۰۶۳	۰.۴۲۱	-۰.۱۵۰	۰.۸۸۰
FIN	-۰.۳۱۶	۰.۶۰۳	-۰.۵۲۳	۰.۶۰۰
WHR×FIN	-۰.۱۴۰	۰.۷۲۹	-۰.۱۹۱	۰.۸۴۷
SIZE	۰.۰۸۹	۰.۰۴۴	۲.۰۰۳	۰.۰۴۵
ROE	-۰.۰۱۳	۰.۱۳۱	-۰.۱۰۲	۰.۹۱۸
ROA	۱.۸۳۰	۰.۷۹۳	۲.۳۱۰	۰.۰۲۰
CF	-۰.۱۵۷	۰.۶۲۷	-۰.۲۵۰	۰.۸۰۱
TANG	۴.۵۰۵	۰.۴۶۱	۹.۷۶۳	۰.۰۰۰
AGE	-۰.۶۰۴	۰.۱۷۴	-۳.۴۵۹	۰.۰۰۰
عرض از مبدأ (C)	-۱.۵۴۴	۰.۸۸۸	-۱.۷۳۷	۰.۰۸۲
ضریب تعیین مک فادن = ۰.۳۱۹		آماره (احتمال) هاسمر - لمشو = ۳.۲۲۹ (۰.۲۷۱)		
آماره LR = ۱۶۷.۷۹۰		احتمال آماره LR = ۰.۰۰۰۰		

به‌منظور بررسی برازش مدل برآورد شده از آزمون هاسمر-لمشو استفاده شده است. با توجه به اینکه احتمال آماره آزمون هاسمر-لمشو بزرگتر از ۰.۰۵ محاسبه است، بنابراین مدل برآورد شده از برازش مناسبی برخوردار است و متغیرهای توضیحی مدل توانایی توضیح تغییر متغیر وابسته را دارا می‌باشد. همچنین نتایج مندرج در جدول نشان می‌دهد که ضریب تعیین مک فادن ۰.۳۱۹ است. این عدد بیانگر آن است که ۳۱ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی، تبیین شده است. نتایج مندرج در جدول نشان می‌دهد، معناداری محاسبه شده برای متغیر خودشیفتگی مدیرعامل (۰.۸۸۰) بزرگتر از ۰/۰۵ است. در نتیجه می‌توان اظهار داشت که خودشیفتگی مدیرعامل تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد شرکت ندارد. بر این اساس، فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود. همچنین نتایج نشان می‌دهد معناداری محاسبه شده برای متغیر WHR×FIN (۰.۸۴۷) بزرگتر از ۰/۰۵ است. در نتیجه می‌توان اظهار داشت که تامین مالی توسط مدیران عامل خودشیفته تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد شرکت ندارد. بر این اساس، فرضیه پنجم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود. نتایج حاصل از تخمین مدل آزمون فرضیه سوم تحقیق با استفاده از روش ECLS در جدول (۶) به نمایش درآمده است.

بر اساس نتایج تحلیل مدل تحقیق در جدول (۶) احتمال آزمون F در سطح مطلوب قرار دارد لذا این مدل معنادار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر است با ۰.۴۴۹. لذا می‌توان عنوان نمود که ۴۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی مدل تبیین می‌گردد. نتایج نشان می‌دهد، معناداری محاسبه شده برای یکی از متغیر خودشیفتگی مدیرعامل، کوچکتر از ۰/۰۵ و ضریب متغیر منفی است. در نتیجه می‌توان اظهار داشت که خودشیفتگی مدیرعامل تأثیر منفی و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت دارد. بر این اساس، فرضیه سوم پژوهش پذیرفته می‌شود. همچنین معناداری تامین مالی

توسط مدیران عامل خودشیفته (WHR×FIN) کوچک‌تر از ۰/۰۵ و ضریب متغیر منفی است، لذا تأمین مالی توسط مدیران عامل خودشیفته تأثیر منفی و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت دارد. بر این اساس، فرضیه ششم پژوهش پذیرفته می‌شود.

جدول (۶): نتایج تخمین مدل آزمون فرضیه سوم و ششم

متغیر	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
WHR	-۰.۰۵۶	۰.۰۰۵	۱۰.۹۷۱	۰.۰۰۰
FIN	۰.۰۳۱	۰.۰۰۸	۳.۹۷۳	۰.۰۰۰
WHR×FIN	-۰.۰۳۰	۰.۰۰۸	-۳.۶۸۶	۰.۰۰۰
SIZE	۰.۰۰۰۱	۰.۰۰۰۵	۰.۲۶۴	۰.۷۹۱
ROE	-۰.۰۰۱	۰.۰۰۱	-۰.۵۳۶	۰.۵۹۲
ROA	۰.۰۱۹	۰.۰۰۸	۲.۲۰۰	۰.۰۲۸
CF	۰.۰۱۳	۰.۰۰۶	۲.۱۴۳	۰.۰۳۲
TANG	-۰.۰۶۵	۰.۰۰۶	-۹.۴۱۰	۰.۰۰۰
AGE	-۰.۰۰۵	۰.۰۰۱	-۲.۹۷۵	۰.۰۰۳
عرض از مبدأ (C)	-۰.۰۵۲	۰.۰۰۹	-۵.۵۱۹	۰.۰۰۰
ضریب تعیین = ۰.۴۵۴		ضریب تعیین تعدیل شده = ۰.۴۴۹		
آماره دوربین واتسون = ۱.۷۴۸		آماره آزمون F = ۱۰۴۸.۰۵		احتمال آزمون F = ۰.۰۰۰

نتیجه‌گیری

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد خودشیفتگی مدیرعامل بر شاخص‌های ناکارآمدی سرمایه‌گذاری یعنی بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری ندارد. هام و همکاران (۲۰۱۸) در تحقیق خود عنوان نمودند که مدیران عامل خودشیفته نقش اساسی در سرمایه‌گذاری نامطلوب دارند این دیدگاه از جهاتی بر خلاف یافته‌های تحقیق حاضر است. همچنین تأمین مالی توسط مدیران عامل خودشیفته تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد شرکت ندارد. از سوی دیگر معناداری محاسبه‌شده متغیر خودشیفتگی مدیرعامل، کوچک‌تر از ۰/۰۵ و ضریب متغیر منفی است. در نتیجه می‌توان اظهار داشت که خودشیفتگی مدیرعامل تأثیر منفی و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت دارد. دلیل این نتیجه را شاید بتوان این امر دانست که مدیران خودشیفته به دلیل اشتباهات ادراکی پروژه‌های سرمایه‌گذاری مناسبی را انتخاب نمی‌کنند لذا کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را کاهش می‌دهند، این نتیجه بر خلاف نتیجه تحقیق هام و همکاران (۲۰۱۸) و بر مطابق نتایج تحقیق فاستر و همکاران (۲۰۱۱) است. همچنین نتایج نشان داد تأمین مالی توسط مدیران عامل خودشیفته تأثیر منفی و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت دارد، لذا نتیجه را می‌توان ناشی از تمایل مدیران عامل خودشیفته برای استفاده از منابع تأمین شده جهت منافع و پاداش به خود دانست و کمتر منابع تأمین مالی شده را در

پروژه‌های با ارزش مثبت به کار می‌گیرند. با توجه به نتایج حاصل از تحقیق به هیئت‌مدیره شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد در بررسی کارایی سرمایه‌گذاری شرکت عوامل رفتاری مدیرعامل مانند خودشیفتگی و اعتمادبه‌نفس کاذب را نیز مدنظر قرار دهند. و برنامه‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاری شرکت را بر آن اساس تنظیم نمایند. با توجه به نتایج حاصل از تحقیق به هیئت‌مدیره شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد همزمان با تزریق منابع مالی در شرکت در راستای افزایش سرمایه‌گذاری کارا میزان خودشیفتگی مدیرعامل شرکت را نیز در نظر داشته باشند. پیشنهاد می‌گردد در تحقیقات آتی به بررسی تأثیر تأمین مالی توسط مدیران عامل خودشیفته بر کارایی سرمایه‌گذاری با نقش تعدیلی ساختار مالکیت شرکت پرداخته شود. این تحقیق در میان شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران انجام گردید به سایر پژوهشگران پیشنهاد می‌گردد این تحقیق را در میان شرکت‌های فرابورسی اجرا کنند.

فهرست منابع

- * باقری، اکبر؛ رضانی، علی و پورسعید، عباس. (۱۳۹۷). آزمون مدل تاثیرگذاری روش های تامین مالی داخلی و خارجی بر بازده کل واقعی سهام. دانش سرمایه‌گذاری، ۷(۲۶)، ۱۸۵-۱۹۸.
- * بذرافشان، وجیهه؛ بذرافشان، آمنه و صالحی، مهدی. (۱۳۹۷). بررسی تاثیر خودشیفتگی مدیران بر کیفیت گزارشگری مالی. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۴(۴)، ۴۵۷-۴۷۸.
- * تقی‌زاده خانقاه، وحید و بادآور نهندي، یونس. (۱۳۹۹). ارتباط بین بیش‌اطمینانی مدیریت، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری. مجله دانش حسابداری، ۱۱(۲)، ۲۰۹-۲۳۸.
- * حیدری فراهانی، مهدیه؛ غیور، فرزاد و منصورفر، غلامرضا. (۱۳۹۸). تأثیر سویه‌های رفتاری مدیریت بر درماندگی مالی. پژوهش های حسابداری مالی، ۱۱(۳)، ۱۱۷-۱۳۴.
- * خواجه‌جوی، شکرالله؛ دهقانی سعدی، علی‌اصغر و گرامی شیرازی، فرزاد. (۱۳۹۵). تأثیر خودشیفتگی مدیران بر مدیریت سود و عملکرد مالی. مجله پیشرفت‌های حسابداری، ۸(۲)، ۱۲۳-۱۴۹.
- * دموری، داریوش و قدک فروشان، مریم. (۱۳۹۷). سیاست های تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. راهبرد مدیریت مالی، ۶(۴)، ۱۵۷-۱۷۵.
- * شالچی، افشین؛ فتحی، زاداله و شفيعی، حسین. (۱۴۰۱). بررسی نقش میانجی فرصت‌های رشد بر رابطه میان فرا اطمینانی مدیران و کارایی سرمایه‌گذاری. دانش سرمایه‌گذاری، ۱۱(۴۲)، ۹۳-۱۰۹.
- * فروغی، داریوش؛ امیری، هادی و ساکیانی، امین. (۱۳۹۵). توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت گزارشگری مالی. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۱۱(۲۱)، ۶۳-۹۰.
- * ملانظری، مهناز؛ حجازی رضوان و صحرائی، محمد. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین روش های تامین مالی (منابع برون سازمانی) و موفقیت و عدم موفقیت شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۲(۶)، ۶۵-۸۶.
- * نمازی، محمد؛ دهقانی سعدی، علی‌اصغر و قوهستانی، سمانه. (۱۳۹۶). خودشیفتگی مدیران و استراتژی تجاری شرکت‌ها. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۶(۲۲)، ۳۷-۵۲.

* هیبیتی، فرشاد؛ نیکومرام، هاشم و رهنمای رودپشتی، فریدون. (۱۳۸۶). بازارها و نهادهای مالی، انتشارات واحد علوم و تحقیقات.

- * Byun, K.-A. and Al-Shammari, M. (2021). When narcissistic CEOs meet power: Effects of CEO narcissism and power on the likelihood of product recalls in consumer-packaged goods. *Journal of Business Research*, 128, 45-60
- * Capalbo, F., Frino, A., Lim, M.Y., Mollica, V. and Palumbo, R. (2017). The Impact of CEO Narcissism on Earnings Management. *Abacus*, 54(2), 210-226.
- * Chatterjee, A. and Hambrick, D.C. (2007). It's all about me: Narcissistic Chief Executive Officers and Their Effects on Company Strategy and Performance. *Administrative Science Quarterly*, 52, 351-386.
- * Chen, F., Hope, O., Li, Q. and Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*. 86, 1255–1288.
- * Dimitris, M.A. and Maria, P.B. (2011). Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance. *Journal of Banking and Finance*, (34), 621–632.
- * Eaton, J., Struthers, C.W. and Santelli, A.G. (2006). Dispositional and state forgiveness: The role of self-esteem, need for structure, and narcissism. *Personality and Individual Differences*, 41(2), 371-380.
- * Fehr, R., Gelfand, M.J. and Nag, M. (2010). The road to forgiveness: A meta-analytic synthesis of its situational and dispositional correlates. *Psychological Bulletin*, 136(5), 894–914.
- * Foster, J.D. and Campbell, W.K. (2005). Narcissism and resistance to doubts about romantic partners. *Journal of Research in Personality*, 39, 550-557.
- * Foster, J.D., Reidy, D.E., Misra, T.A. and Goff, J.S. (2011). Narcissism and stock market investing: Correlates and consequences of cocksure Investing. *Personality and Individual Differences*, 50(6), 816-821.
- * Frank, M.Z. and Goyal, V.K. (2009). Capital Structure Decisions, which Factor are Reliably Important?, *Financial Management*, 38(1), pp 1-37.
- * Frazzini, A. and Pedersen, L. (2010). Betting against beta. Working Paper. New York: New York University.
- * Fung, H-G., Qiao, P., Yau, J. and Zeng, Y. (2020). Leader narcissism and outward foreign direct investment: Evidence from Chinese firms. *International Business Review*, 29(1), 1-11.
- * Ham, C., Seybert, N. and Wang, S. (2018). Narcissism is a Bad Sign: CEO Signature Size, Investment, and Performance. *Review of Accounting Studies*, 23(1), 234-264.
- * Hao, Y. (2022). CEO Experience, Managerial Overconfidence and Investment Efficiency: Evidence from a Natural Experiment in China. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4021697>.
- * He, Y., Chen, C. and Hua, Y. (2019). Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 47, 501-510.
- * Hirshleifer, D.A., Teoh, S.H. and Low, A. (2012). Are overconfident CEOs better innovators?. MPRA working paper, 67(4), 1457-1498.
- * Hubbard, R. (1998). Capital-Market Imperfections and Investment. *Journal of Economic Literature*, 36, 193-225.
- * Kashmiri, S., Nicol, C. and Arora, S. (2017). Me, myself, and I: Influence of CEO narcissism on firms' innovation strategy and the likelihood of product-harm crises. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 45(5), 633–656.

- * Lai, S.M. and Liu, C.L. (2018), Management characteristics and corporate investment efficiency, *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 1-18.
- * Lewis, G.J., Lefevre, C.E. and Bates, T.C. (2012). Facial Width-to-Height Ratio Predicts Achievement Drive in US Presidents. *Personality and Individual Differences*, 52(7), 855-857.
- * Maccoby, M. (2000). Narcissistic leaders: the incredible pros, The inevitable cons. *Harvard Business Review*, Pp. 69-77
- * Malmendier, U. and Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700.
- * Miller, J.D. and Campbell, W.K. (2008). Comparing clinical and social personality conceptualizations of narcissism. *Journal of Personality*, 76, 449-476.
- * O'Reilly, C.A., Doerr, B., Caldwell, D.F. and J. A. Chatman. (2014). Narcissistic CEOs and Executive Compensation. *The Leadership Quarterly*, 25(2), 218-231.
- * Pfattheicher, S. (2016). Testosterone, cortisol and the Dark Triad: Narcissism (but not Machiavellianism or psychopathy) is positively related to basal testosterone and cortisol. *Personality and Individual Differences*, 97, 115-119.
- * Van der Wal, R.C., Karremans, J.C. and Cillessen, A.H. (2016). Interpersonal forgiveness and psychological well-being in late childhood. *Merrill-Palmer Quarterly*, 62(1), 1-21.

Investigating the Role of Financing by Narcissistic CEOs in the Investment Efficiency of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange

Mohammad Janalizadeh

Department of Accounting, Aliabad Katool Branch, Islamic Azad University, Aliabad Katool, Iran.
Dr.janalizadeh@yahoo.com

Majid Ashrafi

Department of Accounting, Aliabad Katool Branch, Islamic Azad University, Aliabad Katool, Iran
(Corresponding Author)
mjd_ashrafi@aliabadiu.ac.ir

Maryam Bokharaeian Khorasani

Department of Accounting, Aliabad Katool Branch, Islamic Azad University, Aliabad Katool, Iran.
Bokharaeian@aliabadiu.ac.ir

Jamadorodi Gorganli Doji

Department of Accounting, Aliabad Katool Branch, Islamic Azad University, Aliabad Katool, Iran.
Jgorganli@yahoo.com

Abstract

The present study aims to investigate the role of financing by narcissistic CEOs in the investment efficiency of companies listed on the Tehran Stock Exchange. The statistical population of the study was all companies listed on the Tehran Stock Exchange between 1391 and 1398, of which 143 companies were examined as a statistical sample of the study. The results of the analysis of research hypotheses using combined regression and logistic regression showed that the narcissism of the CEO does not have a significant effect on the company's over-investment. The narcissism of the CEO does not have a significant effect on the company's under-investment. The narcissism of the CEO has a negative and significant effect on the investment efficiency of the company. Financing by narcissistic CEOs does not have a significant effect on the company's over-investment. Financing by narcissistic CEOs does not have a significant effect on the company's under-investment. Financing by narcissistic CEOs has a negative and significant effect on the investment efficiency of the company.

Keywords: Financing, Investment Efficiency, CEO Narcissism.

