

## **The Effect of Overconfidence of the Manager and Internal Financing on the Scale of Investment Efficiency**

**Dariush Damoori\* , Zahra Momeni\*\* , Habib Ansari Samani\*\*\***

### **Abstract:**

**Purpose:** Behavioral finance is a field that studies how psychological biases and managerial personality traits influence financial decision-making. One notable behavioral bias is managerial overconfidence, a critical factor in corporate decision-making. Overconfident managers tend to overestimate their own abilities and underestimate potential risks, which can lead to suboptimal financial decisions. This study aims to explore the impact of managerial overconfidence and internal financing on the efficiency of corporate investment in companies listed on the Tehran Stock Exchange. Specifically, it investigates whether managerial overconfidence affects investment efficiency and internal financing and whether internal financing serves as a mediating variable in this relationship.

**Method:** The research adopts an applied and ex-post factor design, utilizing regression analysis and panel data techniques. Data for this study were collected from various sources, including the capital market, corporate financial statements, accompanying notes, and related documents. The statistical population consists of all companies listed on the Tehran Stock Exchange over an eight-year period, spanning 2015 to 2022. Through systematic elimination sampling, a final sample of 130 companies was selected. The study tests its hypotheses using a multivariate linear regression model. Data collection tools included the Rahavard Novin software and the Codal website, while data analysis was conducted using EViews 12 and Microsoft Excel.

**Results:** The analysis reveals that internal financing mediates the relationship between managerial overconfidence and investment efficiency. There is a negative and significant correlation between managerial overconfidence and internal financing, suggesting that overconfident managers are less reliant on internal sources of

---

\* Associate Prof, Department of Accounting , Faculty of Economics, Management and Accounting, Yazd University, Yazd, Iran. (Corresponding Author), Email: [d.damoori@yazd.ac.ir](mailto:d.damoori@yazd.ac.ir)

\*\* MSc in Financial Management, Department of Accounting , Faculty of Economics, Management and Accounting, Yazd University, Yazd, Iran. Email: [zahramsk79@gmail.com](mailto:zahramsk79@gmail.com)

\*\*\* Associate Prof, Department of Economics, Faculty of Economics, Management and Accounting, Yazd University, Yazd, Iran. Email: [h.samani@yazd.ac.ir](mailto:h.samani@yazd.ac.ir)

financing. Furthermore, internal financing has an inverse and statistically significant effect on investment efficiency, indicating that internal financing alone does not directly improve investment outcomes. The study also finds no significant relationship between internal financing and the prevalence of overinvestment or underinvestment, further underscoring its limited role in driving investment efficiency.

**Conclusion:** The results suggest that managerial overconfidence reduces the reliance on internal financing, a finding that contrasts with prior research. This shift may be attributed to the inclination of overconfident managers to pursue external financing, especially when such opportunities are readily available. The presence of external financing options appears to decrease the dependency on internal financing and mitigate the likelihood of suboptimal investment decisions. Empirical evidence further highlights that internal financing does not directly enhance investment efficiency but instead acts as a mediating factor between managerial overconfidence and investment efficiency. Overconfident managers often overestimate the profitability of investment opportunities and underestimate associated risks, which can lead to deviations in investment strategies. By overvaluing potential returns and undervaluing risks, these managers are more likely to engage in inappropriate or misaligned investment projects. This study underscores the importance of recognizing behavioral biases like overconfidence and their implications for corporate financing strategies and investment efficiency. It also emphasizes the need for balancing internal and external financing sources to achieve more optimal investment outcomes.

**Keywords:** Behavioral Finance, Internal Resource Financing, Investment Efficiency, Manager Overconfidence

ناشر: دانشگاه شهیدبهشتی

نشریه چشم انداز مدیریت مالی

۱۴۰۳ دوره، ۱۴ شماره ۴۸ صص ۱۱۹-۱۳۹

شاپای چاپی: ۴۶۳۷-۲۶۴۵

شاپای الکترونیکی: ۴۶۴۵-۲۶۴۵

Copyright: © 2024 by the authors. Submitted for possible open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>)

## تاثیر اعتماد بیش از حد مدیر و تامین مالی داخلی بر مقیاس کارایی سرمایه‌گذاری

داریوش دموری\*، زهرا مومنی\*\*، حبیب انصاری سامانی\*\*\*

### چکیده

**هدف:** در حوزه مالی رفتاری، تورش‌های رفتاری و ویژگی‌های شخصیتی مدیران که از جمله عوامل موثر بر فرایند تصمیم‌گیری آن‌ها است مورد مطالعه قرار می‌گیرد. اعتماد بیش از حد مدیر یکی از این سوگیری‌های رفتاری و عوامل مهم مدیریتی است که باعث می‌شود مدیران توانایی‌های خود را بیش از حد ارزیابی کنند و ریسک‌های موجود را دست کم بگیرند. از این رو این پژوهش به بررسی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیر و تأمین مالی داخلی بر مقیاس کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. در این پژوهش بررسی می‌شود که آیا اعتماد بیش از حد مدیر بر کارایی سرمایه‌گذاری و تأمین مالی از طریق منابع داخلی تأثیر می‌گذارد و اینکه تأمین مالی داخلی به‌عنوان یک میانجی رفتار می‌کند یا خیر.

**روش:** این پژوهش از دید هدف در دسته کاربردی قرار می‌گیرد و از دید روش از نوع پس‌رویدادی است که بر پایه تجزیه و تحلیل رگرسیونی و پانل دیتا است. اطلاعات جمع‌آوری شده در این قسمت براساس اطلاعات موجود در بازار سرمایه، صورت‌های مالی شرکت‌ها، یادداشت‌های همراه آن و .... و جامعه آماری این پژوهش شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و بازه‌ی زمانی این پژوهش دوره هشت ساله از سال ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ را در برمی‌گیرد. نمونه آماری برای این پژوهش براساس روش نمونه‌گیری و حذف سیستماتیک است و شامل ۱۳۰ شرکت می‌باشد. برای آزمون فرضیه‌های این پژوهش نیز از مدل رگرسیون خطی چند متغیر و همچنین برای گردآوری اطلاعات و داده‌های مورد نیاز از نرم‌افزار رهاورد نوین و سایت کدال و برای تجزیه و تحلیل و بررسی داده‌ها از نرم‌افزار ایویوز ۱۲ و اکسل استفاده شده است.

**یافته‌ها:** نتایج حاصل از انجام این پژوهش نشان می‌دهد که تأمین مالی داخلی بر رابطه میان اعتماد بیش از حد و مقیاس کارایی سرمایه‌گذاری نقش میانجگری را ایفا می‌کند و میان اعتماد بیش از حد مدیر و تأمین مالی داخلی رابطه منفی و معناداری وجود دارد و تأمین مالی داخلی رابطه معکوس و معناداری با مقیاس کارایی سرمایه‌گذاری دارد که می‌توان نتیجه گرفت که تأمین مالی داخلی تأثیر معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری ندارد زیرا میان تأمین مالی داخلی با سرمایه‌گذاری بیش از حد و همچنین سرمایه‌گذاری ناکافی رابطه معناداری وجود ندارد.

\* دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه یزد، یزد، ایران (نویسنده مسئول)، E-Mail: d.damoori@yazd.ac.ir

\*\* کارشناس ارشد مدیریت مالی، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه یزد، یزد، ایران.

\*\*\* دانشیار، گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه یزد، یزد، ایران.

**نتیجه‌گیری:** طبق یافته‌های این پژوهش افزایش اعتماد به نفس مدیران منجر به کاهش تأمین مالی داخلی می‌شود که این برخلاف نتایج پژوهش‌های قبلی است و ممکن است مدیران را به سمت تأمین مالی خارجی سوق دهد. همچنین وجود فرصت‌هایی برای تأمین مالی خارجی باعث می‌شود که تمایل بیش از حد مدیران به تأمین مالی داخلی کاهش یابد و سرمایه‌گذاری‌های نامناسب نیز کم شود. طبق نتایج تجربی این پژوهش تأمین مالی داخلی تأثیری بر کارایی سرمایه‌گذاری ندارد و تأمین مالی داخلی به‌عنوان یک متغیر میانجی بر رابطه بین کارایی سرمایه‌گذاری و اعتماد بیش از حد مدیر تأثیرگذار است. لازم به ذکر است که مدیران بیش‌اعتماد، فرصت‌های سرمایه‌گذاری را بیش‌ازاندازه در نظر می‌گیرند و سود حاصل از این پروژه‌ها را بیش‌ازحد برآورد می‌کنند و خطرات آتی را دست‌کم می‌گیرند بنابراین ممکن است مدیران با اعتماد بیش از حد، دچار انحراف‌هایی در پروژه‌های سرمایه‌گذاری شوند.

### کلیدواژه‌ها: اعتماد بیش از حد مدیر؛ تأمین مالی منابع داخلی؛ کارایی سرمایه‌گذاری؛ مالی رفتاری.

#### ۱. مقدمه

شرکت‌ها در طول حیات اقتصادی خود با عوامل متفاوتی که اکثراً غیرقابل پیش‌بینی هستند روبه‌رو می‌شوند و این مدیران هستند که تصمیمات اساسی را گرفته و مشکلات را حل می‌کنند. اگرچه در اکثر مواقع از مدیران ارشد در سازمان‌ها انتظار می‌رود که از تمام مهارت‌ها و توانایی‌های خود در تصمیم‌گیری استفاده کنند و تصمیمات منطقی بگیرند اما گاهی ممکن است انتخاب آن‌ها تحت تأثیر محدودیت‌های شناختی و عاطفی و سوگیری‌های رفتاری قرار گیرد و در نهایت بر تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری تأثیر گذارد [۱۷].

یکی از سوگیری‌های رفتاری و عوامل مهم مدیریتی اعتماد بیش از حد مدیر است که در بازارهای مالی ناکارآمد و در شرکت‌هایی با راهبری شرکتی ضعیف از اهمیت زیادی برخوردار است [۱۸]. اعتماد بیش از حد در بین مدیران باعث می‌شود که آن‌ها توانایی‌های خود را بیش‌ازحد تخمین بزنند و ریسک‌پذیری را دست‌کم بگیرند و در نهایت، سوگیری‌های رفتاری را می‌توان به‌عنوان اشتباهات سیستماتیک در قضاوت نشان داد [۱۱]. همان‌طور که مشخص است اعتماد بیش از حد مدیر بر کارایی سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد و می‌تواند سبب بروز مشکلات سرمایه‌گذاری بیش از حد یا سرمایه‌گذاری ناکافی شود [۱۰]. براساس نگرش مالی رفتاری، چنین مدیرانی، علاقمند به جریان‌های نقدی آزاد شرکت می‌باشند که همیشه در دسترس آن‌هاست پس تأمین مالی داخلی را بر سایر منابع مالی ترجیح می‌دهند. اگر مدیران دارای اعتماد بیش از حد در شرکت منابع داخلی کافی برای سرمایه‌گذاری را در دسترس داشته باشند و اگر تحت کنترل مکانیسم بازار سرمایه و راهبری شرکتی قرار نگیرند، آن‌ها با اطمینان کامل جریان‌های نقدی حاصل از پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود را بیش‌ازاندازه برآورد می‌کنند اما اگر مدیران منابع داخلی کافی نداشته باشند، میلی به تأمین مالی از طریق افزایش سرمایه ندارند زیرا فکر می‌کنند که سهام آن‌ها توسط بازار سرمایه کمتر از حد ارزش‌گذاری شده است و سرمایه‌گذاری‌ها را محدود می‌کنند. در نتیجه مدیران با اعتماد به نفس کاذب استفاده از وجوه داخلی و بدهی را به تأمین منابع مالی از طریق نقل و انتقال سهام ترجیح می‌دهند [۱۵]. مطالعه ما بررسی چگونگی تأثیر عوامل نهادی و اقتصادی بر رابطه بین سه متغیر، اعتماد بیش از حد مدیر، کارایی سرمایه‌گذاری و تأمین مالی داخلی می‌باشد. شایان ذکر است که با توجه به تحولاتی که در دنیای کنونی رخ داده است، سرمایه‌گذاری می‌تواند یکی از مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر توسعه و رشد اقتصادی باشد و به رشد و توسعه شرکت‌ها کمک کند. کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که مدیران فقط در پروژه‌ها و طرح‌هایی با ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری کنند [۲۷]. دو روش برای کارایی سرمایه‌گذاری در این پژوهش در نظر گرفته شده است یکی سرمایه‌گذاری بیش از اندازه و دیگری سرمایه‌گذاری ناکافی می‌باشد. در این پژوهش تأمین مالی داخلی نقش میانجی‌گری را بین اعتماد بیش از حد مدیر و کارایی پروژه‌های سرمایه‌گذاری اعمال می‌کند.

نوآوری‌های پژوهش حاضر نسبت به مطالعات قبلی در ایران تاجایی که بررسی شده است به این شرح است: اول اینکه در پژوهش حاضر متغیر اعتماد بیش از حد مدیر با کمک پسماند مدلی که در آن رشد کل دارایی‌ها تابعی از رشد فروش است محاسبه می‌شود. دوم برای بررسی کارایی سرمایه‌گذاری از سه معیار مقیاس کارایی سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری ناکافی استفاده شده است و مورد سوم این است که متغیر سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری ناکافی با بهره‌گیری از پسماند مدل جدیدی که در آن مقیاس کارایی سرمایه‌گذاری تابعی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری است به دست می‌آید. این مطالعه می‌تواند آگاهی مدیران در مورد سوگیری‌های رفتاری خودشان را افزایش دهد و آن‌ها را تشویق کند که از انکای بیش از حد به منابع داخلی اجتناب کنند این مشارکت‌ها می‌تواند منجر به تصمیم‌گیری مالی بهتر، بهبود عملکرد شرکت و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شود.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

اعتماد بیش از حد مدیر یکی از مفاهیم مهم در حوزه مالی رفتاری است که ممکن است افراد و مدیران در شرکت به آن دچار شوند. اعتماد بیش از حد مدیر را نیز می‌توان این‌گونه تعریف کرد که مدیران هنگام تصمیم‌گیری اقتصادی دقت اطلاعات خود یا توانایی خود را در تفسیر اطلاعات بیش از حد ارزیابی می‌کنند [۱۰]. به بیان دیگر، این سوگیری رفتاری باعث می‌شود مدیران پیش‌بینی خوش‌بینانه‌تری به گردش وجوه نقد و سودآوری مورد انتظار واحدهای تجاری داشته باشند [۶]. اصولاً مدیران در تلاش هستند تصویر ایده‌آلی از واحد اقتصادی خود نشان دهند به شکلی که ممکن است گزارش‌های مالی غیر واقعی را تهیه و ارائه دهند [۲۰]. از آنجاکه مدیران با اعتماد بیش از حد به منابع داخلی شرکت علاقه دارند ممکن است استراتژی مورد استفاده در سرمایه‌گذاری خود را براساس جریان نقد عملیاتی شرکت دنبال کنند و در نهایت سطح جریان نقد عملیاتی در شرکت منفی شود بنابراین از مدیران با اعتماد بیش از حد انتظار می‌رود به دلیل ترس از منفی شدن گزارشات جریان نقدی عملیاتی، گزارش‌های جریان نقدی عملیاتی را دستکاری کنند و بیش‌تر به سمت تامین مالی داخلی سوق داده شوند. براساس مبانی نظری، کارایی سرمایه‌گذاری زمانی اتفاق می‌افتد که مدیر از مصرف منابع مالی در پروژه‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش از حد انجام شده است جلوگیری نماید و از طرفی منابع مالی را به سمت پروژه‌هایی که نیاز به سرمایه بیشتری دارند هدایت کند و از سرمایه‌گذاری کم جلوگیری کند [۱۹]. طبق نظریه سلسله مراتب تامین مالی داخلی، شرکت‌ها تامین مالی از طریق منابع داخلی را به تامین مالی از منابع خارجی ترجیح می‌دهند. براساس این نظریه افراد داخل شرکت از سهامداران آگاه‌تر هستند و می‌توانند تصمیمات مطلوبی را اتخاذ کنند. اگر منابع داخلی شرکت برای سرمایه‌گذاری بهینه، کافی نباشد و همچنین به دلیل وجود عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران ممکن است از پروژه‌های سودآور صرف نظر کنند و گاهی ممکن است به سراغ منابع مالی خارج از سازمان بروند. اگر چه در شرکت تامین مالی داخلی به تامین مالی خارجی ترجیح داده می‌شود اما این مدیران هستند که انتخاب می‌کنند شرکت از کدام روش تامین مالی استفاده کند. مدیران ممکن است از یک طرف بدون توجه به هزینه‌های نهفته به دلیل دسترسی راحت‌تر به منابع داخلی در شرکت این منابع را ترجیح دهند و از طرفی دیگر به دلیل اینکه هزینه بهره یک هزینه قابل قبول مالیاتی است و سپر مالیاتی ایجاد می‌کند و همچنین به دلیل نداشتن تعهد نسبت به افزایش وجوه به صورت دائمی برای سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت تامین مالی خارجی را ترجیح دهند [۸]. اعتماد بیش از حد مدیر بر تصمیمات تامین مالی اثر می‌گذارد و مدیران بیش اعتماد با اتخاذ تصمیمات در شرکت ممکن است باعث سرمایه‌گذاری بیش از حد یا سرمایه‌گذاری ناکافی شوند. لازم به ذکر است که مدیران ارشد تصمیمات حیاتی در سازمان را اتخاذ می‌کنند با توجه به مطالب بالا، اینکه مدیران از کدام یک از روش‌های تامین مالی استفاده کنند به عوامل بسیاری مانند هزینه‌های نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی، درماندگی و محدودیت مالی و ویژگی‌های شخصیتی مانند اعتماد بیش از حد مدیر، خود شیفتگی و... بستگی دارد.

### ۳. توسعه مفهومی فرضیه‌ها

نقش راهبری قابلیت مقایسه اعتماد بیش از حد مدیر و تأمین مالی داخلی: هی و همکاران (۲۰۱۹) [۱۵] با بررسی ۳۵۰۰ شرکت از سال ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۵، تأثیر اعتماد بیش از حد مدیر، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری را ارزیابی کردند و نتایج نشان داد که اعتماد بیش از حد مدیر با تأمین مالی داخلی رابطه مستقیم دارد. تأمین مالی داخلی می‌تواند منابع لازم برای بهره‌برداری از فرصت‌های تجاری را فراهم کند و کمبود سرمایه را کاهش دهد، اما همچنین ممکن است باعث مشکلات سرمایه‌گذاری، به ویژه در شرکت‌هایی با اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی شود. مرادی و همکاران (۱۴۰۰) [۲۳] در پژوهشی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیر بر رابطه تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی کردند که نشان می‌دهد اعتماد بیش از حد مدیر بر رابطه تأمین مالی داخلی با کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری نخواهد داشت. محمدی و همکاران (۱۳۹۹) [۲۲] تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر راهکارهای تأمین مالی شرکت‌ها را بررسی کردند. نتایج حاکی از آن است که میان اعتماد بیش از حد مدیر و تأمین مالی داخلی رابطه معکوس و معناداری وجود دارد و همچنین میان اعتماد بیش از حد مدیر با تأمین مالی خارجی رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. چاوشی و همکاران (۱۳۹۴) [۱۲] با بررسی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیر بر سیاست‌های تأمین مالی برای ۱۵۷ شرکت از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ به این نتیجه رسیدند که بین اعتماد بیش از حد مدیر و سیاست‌های تأمین مالی شرکت رابطه‌ای وجود ندارد. دائو و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۳) [۵] به بررسی رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیر و نگهداری وجه نقد شرکتی در بازه زمانی ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۶ پرداختند، نمونه آماری این پژوهش شامل ۱۲۳ شرکت غیر مالی ویتنامی می‌باشد. نتایج نشان داد که اعتماد بیش از حد مدیر تأثیر منفی و معناداری بر سطوح نگهداری وجه نقد در شرکت دارد.

**فرضیه ۱:** اعتماد بیش از حد مدیر دارای اثر معناداری بر تأمین مالی داخلی است.

نقش راهبری قابلیت مقایسه تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری: فیونیتا و همکاران (۲۰۲۱) [۹] ارتباط اعتماد بیش از حد مدیر عامل، تصمیمات سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت را تحلیل کردند. نمونه آماری شامل ۱۷۵ شرکت از سال ۲۰۱۵ تا ۲۰۱۹ می‌باشد. نتیجه تحقیق حاکی از آن است که اعتماد به نفس بیش از حد مدیر بر ارزش شرکت با تصمیمات سرمایه‌گذاری به‌عنوان متغیر میانجی تأثیر معناداری دارد اما اعتماد بیش از حد مدیر تأثیر مثبت قابل توجهی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد. همان‌طور که توسط هی و همکاران (۲۰۱۹) [۱۵] اشاره شد، تأمین مالی داخلی با کارایی سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه مستقیم دارد اما تأمین مالی داخلی با سرمایه‌گذاری ناکافی رابطه عکس دارد. ایکسیا و همکاران (۲۰۱۰) [۲۹] در پژوهشی رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیر و رفتارهای سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت، برای ۸۹۵ شرکت از سال ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۴ بررسی کردند، نتایج حاکی از آن است که میان اعتماد بیش از حد مدیر و سرمایه‌گذاری بیش از اندازه رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد و رفتارهای سرمایه‌گذاری بیش از حد حساسیت بیشتری نسبت به جریان نقدی شرکت دارد. صفی پور افشار و رئیسی (۱۴۰۱) [۲۵] تأثیر اعتماد بیش از حد مدیر، تأمین مالی داخلی و بهره‌وری سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. نمونه آماری شامل ۱۸۸ شرکت از سال ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ می‌باشد، نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که تأمین مالی داخلی با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معناداری دارد اما تأمین مالی داخلی با سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه منفی و معناداری دارد. و با سرمایه‌گذاری ناکافی رابطه مثبت و معناداری دارد. حسنی و ذیقمی (۱۳۹۴) [۱۴] تأثیر اعتماد بیش از حد مدیر و سرمایه‌گذاری بیش از اندازه را تحلیل کردند و به این نتیجه رسیدند که بین اعتماد بیش از حد مدیر و سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. نتیجه تحقیقی که قدک فروشان و دموری (۱۳۹۷) [۴] در مورد سیاست‌های تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری انجام دادند، حاکی از آن است که بین سیاست‌های تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد و بین بدهی و ناکارآمدی رابطه منفی و معناداری است.

<sup>1</sup> Dao et al

**فرضیه ۲:** تأمین مالی داخلی دارای اثر معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری است.

که این فرضیه به سه فرضیه فرعی زیر تقسیم می‌شود:

فرضیه فرعی ۱-۲: تأمین مالی داخلی بر مقیاس سرمایه‌گذاری اثر مثبت و معناداری دارد.

فرضیه فرعی ۲-۲: تأمین مالی داخلی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد اثر مثبت و معناداری دارد.

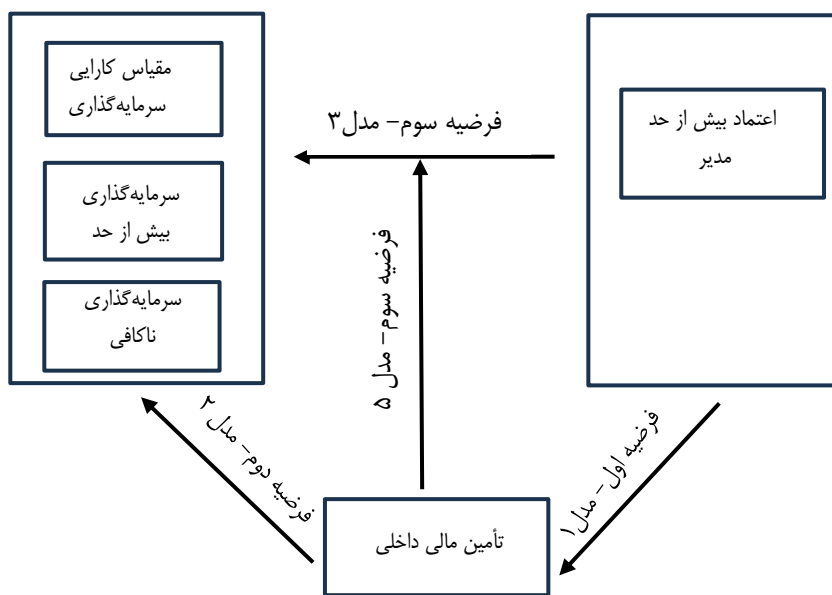
فرضیه فرعی ۳-۲: تأمین مالی داخلی تأثیر منفی و معناداری بر سرمایه‌گذاری ناکافی دارد.

**قابلیت مقایسه اعتماد بیش از حد مدیر، کارایی سرمایه‌گذاری و تأمین مالی داخلی:** مرادی و همکاران (۱۴۰۰) [۲۳]

در پژوهشی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیر بر رابطه تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که تأمین مالی داخلی بر مقیاس کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری می‌گذارد. میان تأمین مالی داخلی و سرمایه‌گذاری بیش از اندازه رابطه معناداری وجود ندارد اما تأمین مالی داخلی بر سرمایه‌گذاری کمتر از حد اثر منفی و معناداری می‌گذارد. در نهایت اعتماد بیش از حد مدیر بر رابطه تأمین مالی داخلی با کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری نخواهد داشت. محمدی و همکاران (۱۳۹۸) [۲۱] تأثیر اعتماد بیش از حد مدیر، سیاست‌های تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی کردند که نتایج پژوهش نشان می‌دهد که اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری آن‌ها موثر است و این مسئله منجر به اتخاذ تصمیمات غیربهبینه در خصوص سرمایه‌گذاری‌ها شده.

**فرضیه ۳:** فرضیه اصلی سوم: رابطه میان اعتماد بیش از حد مدیر و کارایی سرمایه‌گذاری بوسیله تأمین مالی داخلی تعدیل می‌شود.

مدل مفهومی زیر روابط بین متغیرهای پژوهش و فرضیه‌های آن را نشان می‌دهد.



شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش

#### ۴. روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق از دید هدف در دسته کاربردی قرار می‌گیرد و از دید روش از نوع پس‌رویدادی است، جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت‌های موجود و پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را شامل می‌شود. برای انجام این تحقیق بازه زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ انتخاب شده است که بر پایه تجزیه و تحلیل رگرسیونی است. اطلاعات و داده‌های آماری در این قسمت براساس اطلاعات موجود در بازار سرمایه و صورت‌های مالی شرکت‌ها استخراج گردیده است. در این پژوهش، ۱۳۰ شرکت

به‌عنوان نمونه آماری در نظر گرفته شده‌اند.

نمونه آماری برای این تحقیق باید ویژگی‌های زیر را داشته باشند:

- ۱- شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و به طور مستمر معامله شوند.
- ۲- شرکت‌ها، در طول سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۱ دچار وقفه معاملاتی بیش‌تر از ۷۰ روز نشده باشند.
- ۳- شرکت‌هایی که پایان سال مالی‌شان در طول دوره انجام تحقیق تغییر نداشته باشد.
- ۴- شرکت‌ها جزء صنعت سرمایه‌گذاری‌ها، بانک و مؤسسات اعتباری، واسطه‌گری مالی و پولی نباشد.
- ۵- شرکت‌هایی که داده و اطلاعات مورد نیاز برای آن‌ها در دسترس باشد.
- ۶- شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها اسفند هر سال در نظر گرفته شود.

جهت رسیدن به نتایج و یافته‌های استاندارد و قابل اطمینان، استفاده از روش‌های معتبر علمی و درست در گردآوری ارقام و اعداد لازم می‌باشد. در این پژوهش اطلاعاتی که مرتبط با مباحث تئوری است از روش کتابخانه‌ای مانند کتب، مقالات و نشریات منتشرشده در سایت‌های مختلف و پایان‌نامه‌های موجود استفاده شده است و همچنین داده‌های خام مورد نیاز در این پژوهش از گزارش‌های مالی، صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه آن که در سایت‌های رسمی ارائه می‌شوند استخراج شده است. ابزار و نرم افزارهای گردآوری داده‌ها و نمونه پژوهش شامل نرم‌افزار ره آورد نوین و سایت کدال می‌باشد. هدف از انجام این پژوهش بررسی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیر و تأمین مالی داخلی بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بدین منظور از مدل‌های پژوهش جهت ارزیابی متغیرها به شرح زیر است:

اولین مرحله‌ی پژوهش براساس مدل ۱ به بررسی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیر بر تأمین مالی داخلی براساس فرضیه ۱ می‌پردازد که بیان می‌کند بین اعتماد بیش از حد مدیر و تأمین مالی داخلی رابطه معناداری وجود دارد.

مدل (۱) جهت بررسی فرضیه اول

$$Int - Fi, t = \beta_0 + \beta_1 MOCi, t + \Sigma Control + \varepsilon$$

مدل (۲) جهت بررسی فرضیه دوم

مدل دوم به سه مدل تقسیم می‌شود:

مدل (۱-۲)

$$INV - scalei, t = \beta_0 + \beta_1 Int. Fi, t + \Sigma Control + \varepsilon$$

مدل (۲-۲)

$$Over - INVi, t = \beta_0 + \beta_1 Int. Fi, t + \Sigma Control + \varepsilon$$

مدل (۳-۲)

$$Under - INVi, t = \beta_0 + \beta_1 Int. Fi, t + \Sigma Control + \varepsilon$$

مدل دوم براساس فرضیه دوم به بررسی رابطه بین تأمین مالی داخلی و ناکارآمدی سرمایه‌گذاری می‌پردازد. در مدل ۱-۲ فرض می‌شود که تأمین مالی داخلی با مقیاس سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری دارد و در مدل ۲-۲ تأمین مالی داخلی با سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه مستقیم و در مدل ۳-۲ تأمین مالی داخلی با سرمایه‌گذاری ناکافی رابطه منفی دارد. اولین سوالی که مطرح می‌شود این است که آیا مشکلات سرمایه‌گذاری وجود دارد و با اعتماد بیش از حد مدیر در ارتباط است؟

مدل (۳) جهت بررسی فرضیه سوم

مدل سوم به سه مدل تقسیم می‌شود:

مدل (۱-۳)

$$INV - scalei, t = \beta_0 + \beta_1 MOCi, t + \Sigma Control + \varepsilon$$

مدل (۲-۳)

$$Over - INVi, t = \beta_0 + \beta_1 MOCi, t + \Sigma Control + \varepsilon$$



مدل ۳-۳)

$$\text{Under} - \text{INV}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{MOC}_{i,t} + \Sigma \text{Control} + \varepsilon$$

در این پژوهش از این مدل برای بررسی اینکه آیا اعتماد بیش از حد مدیر تأثیر قابل توجهی بر مقیاس سرمایه‌گذاری دارد یا خیر استفاده می‌شود. طبق فرضیات قبل اعتماد بیش از حد مدیر مستقیماً بر مقیاس سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری بیش از حد تأثیر می‌گذارد و با سرمایه‌گذاری کم رابطه عکس دارد پس در نظر گرفتن تأمین مالی داخلی قابل توجه است.

مدل ۴) جهت بررسی فرضیه سوم

مدل چهارم به سه مدل تقسیم می‌شود:

مدل ۴-۱)

$$\text{INV} - \text{Scale}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{MOC}_{i,t} + \beta_2 \text{IntFi}_{i,t} + \Sigma \text{Control} + \varepsilon$$

مدل ۴-۲)

$$\text{Over} - \text{INV}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{MOC}_{i,t} + \beta_2 \text{IntFi}_{i,t} + \Sigma \text{Control} + \varepsilon$$

مدل ۴-۳)

$$\text{Under} - \text{INV}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{MOC}_{i,t} + \beta_2 \text{IntFi}_{i,t} + \Sigma \text{Control} + \varepsilon$$

در مدل ۴ رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیر و تأمین مالی داخلی را بر مقیاس سرمایه‌گذاری بررسی شده است. در این پژوهش این نکته حائز اهمیت است که اگر استفاده از منابع مالی داخلی به طور مستقیم با اعتماد بیش از حد مدیر مرتبط باشد و همچنین استفاده از منابع داخلی با کارایی سرمایه‌گذاری به طور قابل توجهی در ارتباط باشد.

مدل ۵) جهت بررسی فرضیه سوم

مدل پنجم به سه مدل زیر تقسیم می‌شود:

مدل ۵-۱)

$$\text{INV} - \text{scale}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Int. Fi}_{i,t} + \beta_2 \text{Int. Fi}_{i,t} * \text{MOC}_{i,t} + \Sigma \text{control} + \varepsilon$$

مدل ۵-۲)

$$\text{Over} - \text{INV}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Int. Fi}_{i,t} + \beta_2 \text{Int. Fi}_{i,t} * \text{MOC}_{i,t} + \Sigma \text{control} + \varepsilon$$

مدل ۵-۳)

$$\text{Under} - \text{INV}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Int. Fi}_{i,t} + \beta_2 \text{Int. Fi}_{i,t} * \text{MOC}_{i,t} + \Sigma \text{control} + \varepsilon$$

در مدل ۵ بر اساس فرضیه سوم تأثیر متغیر میانجی تأمین مالی داخلی بر رابطه میان اعتماد بیش از حد مدیر با کارایی سرمایه‌گذاری بررسی می‌شود و نشان می‌دهد که آیا اعتماد بیش از حد مدیر باعث ایجاد ناکارآمدی سرمایه‌گذاری از طریق تأثیر تأمین مالی داخلی می‌شود؟

متغیرهای پژوهش به شرح زیر است:

**متغیرهای وابسته:**

**مقیاس کارایی سرمایه‌گذاری (INV-scale):** مقیاس سرمایه‌گذاری بیانگر نسبت تفاوت وجه نقد پرداخت شده برای خرید یا ساخت دارایی‌های ثابت، دارایی‌های مشهود و سایر دارایی‌های بلندمدت منهای دریافت‌های نقدی حاصل از فروش این دارایی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها می‌باشد [۳۰].

**سرمایه‌گذاری بیش از حد (Over-INV):** براساس تجزیه و تحلیل رگرسیون، باقیمانده مثبت میان سرمایه‌گذاری واقعی و سرمایه‌گذاری مورد انتظار، بیانگر سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌باشد.

**سرمایه‌گذاری ناکافی (Under-INV):** مطابق تجزیه و تحلیل رگرسیون، مقادیر مطلق باقیمانده منفی بین سرمایه‌گذاری واقعی و سرمایه‌گذاری موردانتظار، بیانگر سرمایه‌گذاری ناکافی است.

طبق تحقیقات (وانگ و همکاران، ۲۰۱۶؛ چن و همکاران، ۲۰۱۸) [۲۸، ۳۰] ناکارآمدی سرمایه‌گذاری به‌عنوان تفاوت بین سرمایه‌گذاری واقعی و سرمایه‌گذاری مورد انتظار تخمین زده می‌شود و با استفاده از مدل زیر محاسبه می‌شود:

$$T.INV_t = \beta_0 + \beta_1 QTobin_{t-1} + \varepsilon$$

QTobin همان فرصت‌های سرمایه‌گذاری است که طبق فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{فرصت‌های سرمایه‌گذاری} = \frac{\text{ارزش بازار شرکت} + \text{بدهی شرکت}}{\text{ارزش دفتری دارایی‌ها}}$$

#### متغیر مستقل:

**اعتماد بیش از حد مدیر (MOC):** محاسبه این متغیر براساس روش زیر صورت می‌گیرد:

در این روش، رشد کل دارایی‌ها تابعی از رشد فروش است و در صورتی که پسماند مدل مذکور مثبت باشد نشان‌دهنده اعتماد بیش از حد مدیر است و براساس متغیر مجازی با یک نشان داده می‌شود و بالعکس. با استفاده از مدل زیر محاسبه می‌شود [۲۶، ۱، ۳]:

$$A.G.i,t = \beta_0 + S.G.i,t + \varepsilon$$

$$AG = \text{رشد کل دارایی‌ها}$$

$$SG = \text{رشد فروش}$$

$$\varepsilon = \text{پسماند رگرسیون}$$

#### متغیر تعدیلگر:

**تأمین مالی داخلی (Int-F):** نشان‌دهنده تأمین مالی داخلی است که از نسبت سود انباشته به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود [۷].

#### متغیرهای کنترلی:

**اندازه شرکت (F-Size):** نشان‌دهنده اندازه شرکت است که از لگاریتم طبیعی ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها به‌دست می‌آید [۱۳].

**فرصت‌های سرمایه‌گذاری (QTobin):** نشان‌دهنده فرصت‌های سرمایه‌گذاری است که از این نسبت (ارزش دفتری کل دارایی‌ها - ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام + ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام) تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها به‌دست می‌آید [۳۰].

**اهرم مالی (Lev):** نشان‌دهنده اهرم مالی شرکت که از نسبت بدهی کل به دارایی کل به‌دست می‌آید [۲].

**سرمایه در گردش خالص (NWC):** نشان‌دهنده سرمایه در گردش خالص می‌باشد که از نسبت (دارایی جاری - بدهی جاری) تقسیم بر کل دارایی‌ها به‌دست می‌آید.

**بازده حقوق صاحبان سهام (ROE):** نشان دهنده بازده حقوق صاحبان سهام است که از نسبت سود خالص به مجموع حقوق صاحبان سهام حاصل می‌شود [۳۰].

**وجه نقد نگهداری شده (Cash-H):** نشان دهنده مقدار وجه نقد نگهداری شده در شرکت می‌باشد از نسبت وجه نقد و معادل‌های نقدی در شرکت به کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید [۳۰].

**بازده دارایی‌ها (ROA):** نشان دهنده بازده دارایی است که از نسبت سود خالص به مجموع کل دارایی‌ها حاصل می‌شود [۳۰].

جدول ۱: متغیرهای پژوهش

ردیف	نوع متغیر	اسم متغیر و نماد	نحوه محاسبه
۱	متغیر مستقل	اعتماد بیش از حد مدیر Managerial Overconfidence	محاسبه این متغیر در این پژوهش براساس روش زیر صورت می‌گیرد: در این روش رشد کل دارایی‌ها تابعی از رشد فروش است و در صورتی که پسماند مدل مذکور مثبت باشد نشان دهنده اعتماد بیش از حد مدیر است و براساس متغیر مجازی با یک نشان داده می‌شود و با استفاده از مدل زیر محاسبه می‌شود (الانصاری و احمد، ۲۰۲۳). $A.G.i,t = \beta_0 + \beta_1 S.G.i,t + \varepsilon$
۲		مقیاس سرمایه گذاری Investment scale	نسبت تفاوت وجه نقد پرداخت شده برای خرید یا ساخت دارایی‌های ثابت، دارایی‌های مشهود و سایر دارایی‌های بلندمدت منهای دریافت‌های نقدی حاصل از فروش این دارایی‌ها برای خرید یا ساخت این دارایی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها می‌باشد (چن و همکاران، ۲۰۱۸).
۳	متغیر وابسته	سرمایه گذاری بیش از حد Over Investment	براساس تجزیه و تحلیل رگرسیون زیر، باقیمانده مثبت بین سرمایه‌گذاری واقعی و سرمایه‌گذاری مورد انتظار، بیانگر سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌باشد (الانصاری و احمد، ۲۰۲۳). $T. INVt = \beta_0 + \beta_1 QTobin_{t-1} + \varepsilon$
۴		سرمایه گذاری ناکافی Under Investment	براساس تجزیه و تحلیل رگرسیون مقادیر مطلق باقیمانده منفی بین سرمایه‌گذاری واقعی و سرمایه‌گذاری مورد انتظار، بیانگر سرمایه‌گذاری ناکافی است (الانصاری و احمد، ۲۰۲۳). $T. INVt = \beta_0 + \beta_1 QTobin_{t-1} + \varepsilon$
۵	متغیر میانجی	تأمین مالی داخلی Internal financing	نسبت سود انباشته به کل دارایی‌ها (هی و همکاران، ۲۰۱۹).
۶		اندازه شرکت Firm size	لگاریتم طبیعی ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها (هادلاک و پیرس، ۲۰۱۰).
۷		رشد فرصت‌ها Growth opportunities (Tobin's Q)	(ارزش دفتری کل دارایی‌ها - ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام + ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام) تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها (چن و همکاران، ۲۰۱۷).
۸		اهرم مالی شرکت‌ها Leverage	از نسبت بدهی کل به دارایی کل به دست می‌آید (آبوازانا و همکاران، ۲۰۱۷).
۹	متغیر کنترلی	سرمایه در گردش خالص Net Working Capital	(دارایی جاری - بدهی جاری) تقسیم بر کل دارایی‌ها
۱۰		بازده حقوق صاحبان سهام ROE	از نسبت سود خالص به مجموع حقوق صاحبان سهام حاصل می‌شود (چن و همکاران، ۲۰۱۷).
۱۱		وجه نقد نگهداری شده در شرکت Cash Holding	از نسبت وجه نقد و معادل‌های نقدی در شرکت به کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید (چن و همکاران، ۲۰۱۷).
۱۲		بازده دارایی ROA	از نسبت سود خالص به مجموع حقوق کل دارایی‌ها حاصل می‌شود.

## ۵. تحلیل داده‌ها و یافته‌ها

آماره‌های توصیفی: خلاصه‌ای از وضعیت آماری متغیرهای اصلی این پژوهش در جدول زیر آمده است.

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرهای اصلی پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
مقیاس کارایی سرمایه‌گذاری	INV-Scale	۰/۴۱	۰/۰۰۷	۱۶/۱۸۲	-۰/۹۹	۶/۸۲	۲۱/۹۸	۵۳۷/۱۵
سرمایه‌گذاری بیش از حد	Over-INV	۱/۴۷	۰/۰۵	۱۷۹/۷۵	۰/۰۰۶	۱۲/۱۴	۱۲/۲۰۵	۱۶۵/۲۹
سرمایه‌گذاری ناکافی	Under-INV	-۰/۶۲	-۰/۰۷	-۰/۰۰۱	-۶/۶۹	-۰/۹۷	-۱/۶۷	۵/۹۵
تأمین مالی داخلی	Int-F	۰/۲۱	۰/۲۰۵	۰/۹۳	-۰/۸۵	۰/۲۱	۰/۲۸	۴/۶۱
اندازه شرکت	F-Size	۳۹/۳۲	۲۹/۰۴	۳۵/۳۸	۲۵/۲۲	۱/۷۶	-۰/۷۵	۳/۳۵
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	G-Opp	۲/۸۸	۲/۰۰۲	۳۲/۷۰۲	۰/۶۵	۲/۸۴	۵/۰۴	۴۱/۶۶
اهرم مالی	Lev	۰/۵۲	۰/۵۲	۱/۵۰	۰/۰۱۲	۰/۴۷	۲۳/۸۱	۶۹۴/۷۴
سرمایه در گردش خالص	NWC	۰/۲۱	۰/۲۱	۷/۵۹	-۱۲/۳۹	-۰/۵۶	-۹/۸۲	۲۸۴/۸۷
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۱/۰۹	۰/۳۸	۱۹۹/۰۳	-۴۶/۰۷	۹/۲۱	۱۴/۸۴	۲۷۷/۹۰۳
وجه نقد نگهداری شده	Cash-H	۰/۱۲	۰/۰۵	۳۸/۲۴	۰/۰۰۵	۱/۲۲	۲۹/۵۴	۹۰۹/۳۷
بازده دارایی	ROA	۰/۱۶	۰/۱۳	۰/۸۳	-۰/۷۰۲	-۰/۱۵	۰/۴۷	۴/۲۶

جدول ۳: آمار توصیفی متغیرهای اصلی پژوهش

متغیر	مشاهده	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
پنل ب متغیر دو ارزشی								
نام متغیر	نماد	مشاهده	نوع طبقه	فراوانی	درصد فراوانی			
اعتماد بیش از حد مدیر	MOC	۱۰۴۰	۱	۴۰۰	۳۸/٪۶			
			۰	۶۴۰	۶۱/٪۴			

در جدول آمار توصیفی بالا دو دسته پارامتر آماری ذکر شده است که شامل پارامترهای مرکزی و پارامترهای پراکندگی است. دو پارامتر کشیدگی و چولگی در جدول بالا آمده است که ضریب چولگی نشان‌دهنده عدم تقارن منحنی توزیع فراوانی داده‌ها است که اگر عدد به‌دست آمده مثبت باشد چوله به چپ است و اگر منفی باشد چوله به راست می‌باشد. که در این پژوهش سرمایه‌گذاری ناکافی، تأمین مالی داخلی و سرمایه در گردش خالص چوله به راست هستند و مابقی چوله به چپ می‌باشند. کشیدگی نشان‌دهنده میزان ارتفاع و جمع شدن توزیع داده‌ها است. طبق جدول بالا بیش‌ترین کشیدگی برای وجه نقد نگهداری شده می‌باشد و کم‌ترین کشیدگی برای اندازه شرکت می‌باشد.

**آمار استنباطی:** این پژوهش شامل ۵ فرضیه و ۱۳ مدل رگرسیونی می‌باشد که در ادامه به بررسی آن‌ها پرداخته می‌شود. نتایج آزمون فرضیه اصلی نخست پژوهش: نتایج آزمون فرضیه اول در جدول ۲ آورده شده است. با توجه به نتایج حاصل از برآورد مدل اول برای ارتباط بین اعتماد بیش از حد مدیر و تأمین مالی داخلی با توجه سطح معناداری آماره F کمتر از ۵ درصد می‌باشد، که این نشان‌دهنده این است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. خود همبستگی در این مدل توسط آماره دوربین واتسون انجام شده است که مقدار آماره این آزمون ۱/۸۹ می‌باشد که بین عدد ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گرفته است که نبود خود همبستگی بین خطاهای مدل را نشان می‌دهد.

جدول ۳: نتایج آماری حاصل از بررسی آزمون فرضیه اول پژوهش براساس مدل ۱

متغیر وابسته: تامین مالی داخلی، دوره: ۸ سال، سال-شرکت: ۱۰۴۰					
$Int-F = \beta_0 + \beta_1 MOC + \beta_3 Size\ i,t + \beta_4 G-Opp\ i,t + \beta_5 Lev\ i,t + \beta_6 NWC\ i,t + \beta_7 ROE\ i,t + \beta_8 Cash-H\ i,t + \beta_9 ROA\ i,t + \varepsilon\ i,t$					
متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال	نتیجه
ضریب ثابت	-۰/۳۶۳	-۰/۱۲۵۱۶۴	-۲/۹۰۳	۰/۰۰۳۸	معنا دار
MOC	-۰/۰۱۱	-۰/۰۰۲۵۲۴	-۴/۶۹۷	۰/۰۰۰۰	معنا دار
F-Size	-۰/۰۱۵۶	-۰/۰۰۴۰۲۱	۳/۸۷۹	۰/۰۰۰۱	معنا دار
G-Opp	-۰/۰۰۰۴۸	-۰/۰۰۰۴۸۹	۰/۹۹۲	۰/۳۲۱۰	عدم تایید
Lev	-۰/۰۱۹۲	-۰/۰۰۸۹۴۵	-۲/۱۵۶	۰/۰۳۱۳	معنا دار
NWC	-۰/۰۱۲۶	-۰/۰۰۳۶۵۱	۳/۴۷۳	۰/۰۰۰۵	معنا دار
ROE	۶/۷۴E-۰۵	-۰/۰۰۰۱۰۲	۰/۶۵۹	۰/۵۰۹۵	عدم تایید
Cash-H	-۰/۰۰۱۳	-۰/۰۰۱۰۱۵	-۱/۲۹۲	۰/۱۹۶۵	عدم تایید
ROA	۰/۸۱۰	-۰/۰۱۸۹۸۱	۴۲/۶۸۹	۰/۰۰۰۰	معنا دار
وقفه مرتبه اول	۰/۸۶۸	-۰/۰۱۷۶	۴۹/۲۹۶	۰/۰۰۰۰	معنا دار
ضریب تعیین	۰/۹۴۵	آماره D. Watson	۱/۸۹۱		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۹۴۴	آماره F	۱۷۳۰/۹۰۵	احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰۰۰

با توجه به ضریب برآوردی متغیر اعتماد بیش از حد مدیر می توان نتیجه گرفت که رابطه معکوس و معناداری میان اعتماد بیش از حد مدیر و تامین مالی داخلی شکل گرفته است زیرا میزان p-value کمتر از ۵ درصد می باشد. بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود و فرضیه اصلی تأیید می شود و می توان نتیجه گرفت که اعتماد بیش از حد مدیر با تامین مالی داخلی رابطه معناداری دارد پس فرضیه ۱ تأیید می شود. با توجه به جدول بالا، در سطح اطمینان ۹۵ درصد مقادیر t به جز متغیرهای فرصت های سرمایه گذاری، بازده حقوق صاحبان سهام و مقدار وجه نقد نگهداری شده که سطح خطای آن ها بالای ۵ درصد می باشد برای سایر متغیرها در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد و فرضیه اصلی تأیید می شود. یعنی به جز متغیرهای ذکر شده مابقی متغیرها در مدل معنی دار می باشند.

**نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش:** نتایج آزمون فرضیه ۲-۱ در جدول ۳ آورده شده است. با توجه به نتایج حاصل از برآورد مدل ۲-۱ برای ارتباط بین اعتماد بیش از حد مدیر و تامین مالی داخلی با توجه سطح معناداری آماره F کمتر از ۵ درصد می باشد، که این نشان دهنده این است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می باشد. خود همبستگی در این مدل توسط آماره دورین واتسون انجام شده است که مقدار آماره این آزمون ۱/۷۲ می باشد که بین عدد ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گرفته است که نبود خود همبستگی بین خطاهای مدل را نشان می دهد.

**جدول ۴: نتایج آماری حاصل از بررسی آزمون فرضیه ۲-۱ پژوهش**

متغیر وابسته: مقیاس کارایی سرمایه گذاری، دوره: ۸ سال، سال-شرکت: ۱۰۴۰					
$INV-scale = \beta_0 + \beta_1 Int.F + \beta_3 Size\ i,t + \beta_4 G-Opp\ i,t + \beta_5 Lev\ i,t + \beta_6 NWC\ i,t + \beta_7 ROE\ i,t + \beta_8 Cash-H\ i,t + \beta_9 ROA\ i,t + \varepsilon\ i,t$					
متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال	نتیجه
ضریب ثابت	-۰/۴۶۶	-۰/۲۲۰	۲/۱۱۱	۰/۰۳۴	معنادار
Int-F	-۰/۷۵۰	-۰/۱۴۴	-۵/۱۸۶	۰/۰۰۰	معنا دار
F-Size	-۰/۰۱۵	-۰/۰۰۷	-۲/۰۹۷	۰/۰۳۶	معنادار
G-Opp	-۰/۰۴۱	-۰/۰۰۸	۴/۷۳۹	۰/۰۰۰	معنادار
Lev	-۰/۰۴۳	-۰/۰۴۳	-۱/۰۰۰۱	۰/۳۱۷	عدم تایید
NWC	-۰/۱۲۴	-۰/۰۵۸	-۲/۱۰۶	۰/۰۳۵	معنادار
ROE	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۴	۰/۹۲۲	۰/۳۵۶	عدم تایید
Cash-H	-۰/۲۴۸	-۰/۱۳۷	-۱/۸۰۱	۰/۰۷۱	عدم تایید
ROA	-۰/۸۲۹	-۰/۱۸۸	۴/۳۹۵	۰/۰۰۰	معنادار

ضریب تعیین	۰/۱۲	آماره D.Watson	۱/۷۲
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۱	آماره F	۱۲/۳۸۵
		احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰

با توجه به ضریب برآوردی متغیر تأمین مالی داخلی می‌توان نتیجه گرفت که رابطه معکوس و معناداری میان تأمین مالی داخلی و مقیاس کارایی سرمایه‌گذاری شکل گرفته است زیرا میزان p-value کمتر از ۵ درصد می‌باشد، می‌توان نتیجه گرفت که تأمین مالی داخلی با مقیاس کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معکوس و معناداری دارد. در این مدل متغیر تأمین مالی داخلی، اندازه شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، سرمایه در گردش خالص، بازده دارایی در سطح اطمینان ۵ درصد در مدل معنی‌دار بودند. اما متغیرهای اهرم مالی، بازده حقوق صاحبان سهام، و مقدار وجه نقد نگهداری شده معنی‌دار نبودند. نتایج آزمون فرضیه ۲-۲: در این مدل متغیر، اندازه شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، سرمایه در گردش خالص، بازده دارایی، مقدار وجه نقد نگهداری شده در سطح اطمینان ۵ درصد در مدل معنی‌دار بودند. اما متغیرهای تأمین مالی داخلی، اهرم مالی، بازده حقوق صاحبان سهام، معنی‌دار نبودند.

جدول ۵: نتایج آماری حاصل از بررسی آزمون فرضیه ۲-۲ پژوهش

متغیر وابسته: سرمایه‌گذاری بیش از حد، دوره: ۸ سال، سال-شرکت: ۳۱۰					
Over-INV = $\beta_0 + \beta_1 \text{Int.F} + \beta_3 \text{Size } i,t + \beta_4 \text{G-Opp } i,t + \beta_5 \text{Lev } i,t + \beta_6 \text{NWC } i,t + \beta_7 \text{ROE } i,t + \beta_8 \text{Cash-H } i,t + \beta_9 \text{ROA } i,t + \varepsilon i,t$					
متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال	نتیجه
ضریب ثابت	-۴/۹۸۴	۱/۷۳۸	-۲/۸۶۶	۰/۰۰۴	معنا دار
Int-F	-۰/۹۹۲	۰/۷۲۲	-۱/۳۷۲	۰/۱۷۰	عدم تأیید
F-Size	۰/۱۴۶	۰/۰۵۹	۲/۴۴۲	۰/۰۱۵	معنا دار
G-Opp	۱/۰۶۱	۰/۱۲۶	۸/۳۹۶	۰/۰۰۰	معنا دار
Lev	-۰/۳۴۸	۰/۶۰۴	-۰/۵۷۷	۰/۵۶۴	عدم تأیید
NWC	۲/۰۵۳	۰/۱۰۹	۱۸/۷۳۳	۰/۰۰۰	معنا دار
ROE	-۰/۰۰۶	۰/۰۰۳	-۱/۷۴۹	۰/۰۸۱	عدم تأیید
Cash-H	-۰/۰۵۸	۰/۰۲۲	-۲/۶۲۱	۰/۰۰۹	معنادار
ROA	-۵/۴۱۷	۱/۳۷۷	-۳/۹۳۴	۰/۰۰۰۱	معنا دار
ضریب تعیین	۰/۳۲	آماره D.Watson	۲/۱۰۲		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۰	آماره F	۱۸/۳۳۴	احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰

با توجه به ضریب برآوردی متغیر تأمین مالی داخلی می‌توان نتیجه گرفت که رابطه معناداری میان تأمین مالی داخلی و سرمایه‌گذاری بیش از حد شکل نگرفته است زیرا میزان p-value بیش از ۵ درصد می‌باشد. بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود و فرضیه اصلی رد می‌شود و می‌توان نتیجه گرفت که بر خلاف انتظار بین تأمین مالی داخلی و سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه معنی‌دار نیست.

نتایج آزمون فرضیه ۳-۲: نتایج آزمون مدل رگرسیونی بالا بیانگر این است که سطح معناداری آماره F کمتر از ۵ درصد می‌باشد، که این نشان‌دهنده این است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. خود همبستگی در این مدل توسط آماره دوربین واتسون انجام شده است که مقدار آماره این آزمون ۲/۲۰ می‌باشد که بین عدد ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گرفته است که نبود خود همبستگی بین خطاهای مدل را نشان می‌دهد.

جدول ۶: نتایج آماری حاصل از بررسی آزمون فرضیه ۳-۲ پژوهش

متغیر وابسته: سرمایه‌گذاری ناکافی، دوره: ۸ سال، سال - شرکت: ۳۳۰					
Under-INV <sub>i,t</sub> = $\beta_0 + \beta_1 \text{Int.Fi,t} + \beta_2 \text{Size } i,t + \beta_3 \text{G-Opp } i,t + \beta_4 \text{Lev } i,t + \beta_5 \text{NWC } i,t + \beta_6 \text{ROE } i,t + \beta_7 \text{Cash-H } i,t + \beta_8 \text{ROA } i,t + \varepsilon i,t$					
متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال	نتیجه

معنادار	۰/۰۰۷	۲/۶۶۹	۰/۳۵۲	۰/۹۴۰	ضریب ثابت
عدم تأیید	۰/۲۱۶	۱/۲۳۷	۰/۱۸۷	۰/۲۳۱	Int-F
معنادار	۰/۰۰۱	-۳/۱۶۵	۰/۰۱۱	-۰/۰۳۷	F-Size
معنادار	۰/۰۰۰	-۱۹/۲۱۰	۰/۰۰۸	-۰/۱۶۱	G-Opp
عدم تأیید	۰/۲۸۰	۱/۰۸۰	۰/۰۴۳	۰/۰۴۷	Lev
معنادار	۰/۰۰۰۶	-۳/۴۴۸	۰/۰۴۴	-۰/۱۵۵	NWC
عدم تأیید	۰/۳۷۴	۰/۸۸۹	۰/۰۰۳	۰/۰۰۳	ROE
عدم تأیید	۰/۶۰۹	۰/۵۱۰	۰/۰۵۵	۰/۰۲۸	Cash-H
عدم تأیید	۰/۸۷۱	۰/۱۶۱	۰/۲۶۶	۰/۰۴۳	ROA
		۲/۲۰	آماره D.Watson	۰/۴۲	ضریب تعیین
۰/۰۰۰۰۰۰	احتمال آماره F	۷۴/۴۵۲	آماره F	۰/۴۱	ضریب تعیین تعدیل شده

در این مدل متغیر، اندازه شرکت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، سرمایه در گردش خالص در سطح اطمینان ۵ درصد در مدل معنی‌دار بودند. اما متغیرهای تأمین مالی داخلی، اهرم مالی، بازده حقوق صاحبان سهام، مقدار وجه نگهداری شده و بازده دارایی معنی‌دار نبودند. با توجه به ضریب برآوردی متغیر تأمین مالی داخلی می‌توان نتیجه گرفت که رابطه معناداری میان تأمین مالی داخلی و سرمایه‌گذاری ناکافی شکل نگرفته است زیرا میزان p-value بیش‌تر از ۵ درصد می‌باشد. بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود و فرضیه اصلی رد می‌شود و می‌توان نتیجه گرفت میان تأمین مالی داخلی و سرمایه‌گذاری ناکافی رابطه معناداری شکل نگرفته است و بر خلاف انتظار فرضیه ۲-۳ تأیید نمی‌شود.

**نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش:** نتایج آزمون فرضیه سوم براساس مدل ۵-۱ در جدول ۶ آورده شده است. با توجه به نتایج حاصل از برآورد مدل سوم و با توجه سطح معناداری آماره F که کمتر از ۵ درصد می‌باشد، این نشان‌دهنده این است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. خود همبستگی در این مدل توسط آماره دوربین واتسون انجام شده است که مقدار آماره این آزمون ۱/۷۷ می‌باشد که بین عدد ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گرفته است که نبود خود همبستگی بین خطاهای مدل را نشان می‌دهد.

جدول ۷: نتایج آماری حاصل از بررسی آزمون مدل ۵-۱ پژوهش

متغیر وابسته: مقیاس سرمایه‌گذاری، دوره: ۸ سال، سال - شرکت: ۱۰۴۰					
INV-scale = $\beta_0 + \beta_1 \text{Int.F} + \beta_2 \text{Int.F} * \beta_3 \text{MOC } i,t + \beta_4 \text{Size } i,t + \beta_5 \text{G-Opp } i,t + \beta_6 \text{Lev } i,t + \beta_7 \text{NWC } i,t + \beta_8 \text{ROE } i,t + \beta_9 \text{Cash-H } i,t + \beta_{10} \text{ROA } i,t$					
متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال	نتیجه
ضریب ثابت	۰/۳۴۷	۰/۱۶۵	۲/۱۰۱	۰/۰۳۵	معنادار
Int-F	-۰/۶۲۲	۰/۱۴۲	-۴/۳۶۲	۰/۰۰۰	معنادار
Moc* Int-F	۰/۷۶۶	۰/۱۵۶	۴/۸۸۷	۰/۰۰۰	معنادار
F-Size	-۰/۰۱۰	۰/۰۰۵	-۱/۸۳۴	۰/۰۶۶	عدم تأیید
G-Opp	۰/۰۵۰	۰/۰۱۰	۴/۹۹۴	۰/۰۰۰	معنادار
Lev	-۰/۱۰۳	۰/۰۳۳	-۳/۰۴۵	۰/۰۰۲	معنادار
NWC	-۰/۱۴۰	۰/۰۲۹	-۴/۸۱۰	۰/۰۰۰	معنادار
ROE	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۱	۰/۶۱۱	۰/۵۴۰	عدم تأیید
Cash-H	-۰/۱۱۵	۰/۱۲۲	-۰/۹۳۸	۰/۳۴۸	عدم تأیید
ROA	۰/۳۷۲	۱۸۶/۰	۱/۹۹۲	۰۴۶/۰	معنادار
ضریب تعیین	۰/۱۲	آماره D.Watson	۱/۷۷۵		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۱	آماره F	۱۳/۵۳۰	احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰

با توجه به جدول بالا، در سطح اطمینان ۹۵ درصد مقادیر  $t$  به جز متغیرهای اندازه شرکت، بازده حقوق صاحبان سهام و وجه نقد نگهداری شده که سطح خطای آن‌ها بالای ۵ درصد می‌باشد برای سایر متغیرها در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرند و فرضیه اصلی تأیید می‌شود. یعنی به جز متغیرهای ذکر شده مابقی متغیرها در مدل معنی‌دار می‌باشند. با توجه به ضریب برآوردی متغیر تأمین مالی داخلی می‌توان نتیجه گرفت که رابطه منفی و معناداری میان تأمین مالی داخلی با مقیاس سرمایه‌گذاری شکل گرفته است. نتایج جدول بالا بیانگر این است که ضریب برآوردی متغیر اعتماد بیش از حد مدیر بر مقیاس کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به متغیر میانجی تأمین مالی داخلی رابطه مثبت و معناداری دارد. زیرا میزان  $p$ -value کمتر از ۵ درصد می‌باشد. بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود و فرضیه اصلی تأیید می‌شود و می‌توان نتیجه گرفت که تأمین مالی داخلی بر رابطه میان اعتماد بیش از حد مدیر و مقیاس کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری دارند و فرضیه ۳ تأیید می‌شود.

**نتایج آزمون فرضیه سوم:** نتایج آزمون فرضیه سوم براساس مدل ۲-۵ در جدول ۷ آورده شده است. با توجه به نتایج حاصل از برآورد مدل سوم و با توجه سطح معناداری آماره  $F$  که کمتر از ۵ درصد می‌باشد، این نشان‌دهنده این است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. خود همبستگی در این مدل توسط آماره دوربین واتسون انجام شده است که مقدار آماره این آزمون  $۲/۰۶۶$  می‌باشد که بین عدد  $۱/۵$  تا  $۲/۵$  قرار گرفته است که نبود خود همبستگی بین خطاهای مدل را نشان می‌دهد.

جدول ۸: نتایج آماری حاصل از بررسی آزمون مدل ۲-۵ پژوهش

متغیر وابسته: سرمایه‌گذاری بیش از حد، دوره: ۸ سال، سال-شرکت: ۳۱۰					
Over-INV = $\beta_0 + \beta_1 \text{Int.F} + \beta_2 \text{Int.F} * \beta_3 \text{MOC } i,t + \beta_4 \text{Size } i,t + \beta_5 \text{G-Opp } i,t + \beta_6 \text{Lev } i,t + \beta_7 \text{NWC } i,t + \beta_8 \text{ROE } i,t + \beta_9 \text{Cash-H } i,t + \beta_{10} \text{ROA } i,t$					
نتیجه	احتمال	آماره $t$	انحراف استاندارد	ضرایب	متغیرها
معنادار	۰/۰۰۰۸	-۳/۳۷۳	۱/۶۱۰	-۵/۴۳۴	ضریب ثابت
عدم تأیید	۰/۲۱۱	-۱/۲۵۲	۰/۶۷۹	-۰/۸۵۰	Int-F
معنادار	۰/۰۰۰	۶/۵۲۳	۰/۷۵۷	۴/۹۴۲	Moc* Int-F
معنادار	۰/۰۰۳۴	۲/۹۵۰	۰/۰۵۵	-۰/۱۶۳	F-Size
معنادار	۰/۰۰۰۰	۸/۳۷۸	۰/۱۱۸	۰/۹۸۹	G-Opp
عدم تأیید	۰/۷۲۷	-۰/۳۴۸	۰/۵۵۹	-۰/۱۹۵	Lev
معنادار	۰/۰۰۰۰	۱۷/۸۹۱	۰/۱۱۵	۲/۰۷۲	NWC
عدم تأیید	۰/۱۲۲	-۱/۵۴۹	۰/۰۰۳	-۰/۰۰۵	ROE
معنادار	۰/۰۰۴	-۲/۸۵۱	۰/۰۱۹	-۰/۰۵۶	Cash-H
معنادار	۰/۰۰۰	-۴/۷۳۲	۱/۲۸۲	-۶/۰۶۹	ROA
		۲/۰۶۶	آماره D.Watson	۰/۳۷	ضریب تعیین
۰/۰۰۰۰	احتمال آماره F	۱۹/۹۶۲	آماره F	۰/۳۵	ضریب تعیین تعدیل شده

با توجه به جدول بالا، در سطح اطمینان ۹۵ درصد مقادیر  $t$  به جز متغیرهای تأمین مالی داخلی، اهرم مالی، بازده حقوق صاحبان سهام که سطح خطای آن‌ها بالای ۵ درصد می‌باشد برای سایر متغیرها در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرند و فرضیه اصلی تأیید می‌شود. یعنی به جز متغیرهای ذکر شده مابقی متغیرها در مدل معنی‌دار می‌باشند. با توجه به ضریب برآوردی متغیر تأمین مالی داخلی می‌توان نتیجه گرفت که رابطه منفی میان تأمین مالی داخلی با سرمایه‌گذاری بیش از حد شکل گرفته است. نتایج جدول بالا بیانگر این است که ضریب برآوردی متغیر اعتماد بیش از حد مدیر بر سرمایه‌گذاری بیش از حد با توجه به متغیر میانجی تأمین مالی داخلی رابطه مثبت و معناداری دارد. زیرا میزان  $p$ -value کمتر از ۵ درصد می‌باشد. بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود و فرضیه اصلی تأیید می‌شود و می‌توان نتیجه گرفت که تأمین



مالی داخلی بر رابطه میان اعتماد بیش از حد مدیر و سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه مثبت و معناداری دارند و فرضیه ۳ تأیید می‌شود.

**نتایج آزمون فرضیه سوم:** نتایج آزمون فرضیه سوم براساس مدل ۳-۵ در جدول ۸ آورده شده است. با توجه به نتایج حاصل از برآورد مدل سوم و با توجه سطح معناداری آماره F که کمتر از ۵ درصد می‌باشد، این نشان‌دهنده این است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. خود همبستگی در این مدل توسط آماره دوربین واتسون انجام شده است که مقدار آماره این آزمون ۲/۰۳۵ می‌باشد که بین عدد ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گرفته است که نبود خود همبستگی بین خطاهای مدل را نشان می‌دهد.

**جدول ۹:** نتایج آماری حاصل از بررسی آزمون مدل ۳-۵ پژوهش

متغیر وابسته: سرمایه‌گذاری ناکافی، دوره: ۸ سال، سال-شرکت: ۷۳۰					
Under-INVi,t = $\beta_0 + \beta_1 \text{Int.F } i,t + \beta_2 \text{Int.F } i,t * \beta_3 \text{MOC } i,t + \beta_4 \text{Size } i,t + \beta_5 \text{G-Opp } i,t + \beta_6 \text{Lev } i,t + \beta_7 \text{NWC } i,t + \beta_8 \text{ROE } i,t + \beta_9 \text{Cash-H } i,t + \beta_{10} \text{ROA } i,t + \varepsilon i,t$					
متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال	نتیجه
ضریب ثابت	۱/۰۲۳	۰/۳۵۳	۲/۸۹۶	۰/۰۰۳	معنادار
Int-F	۰/۱۳۳	۰/۱۹۱	۰/۶۹۸	۰/۴۸۵	عدم تأیید
Moc* Int-F	-۰/۷۷۸	۰/۱۸۷	-۴/۱۵۷	۰/۰۰۰	معنادار
F-Size	-۰/۰۴۰	۰/۰۱۱	-۳/۳۷۷	۰/۰۰۰۸	معنادار
G-Opp	-۰/۱۶۷	۰/۰۰۸	-۲۰/۰۹۶	۰/۰۰۰	معنادار
Lev	۰/۰۴۸	۰/۰۴۳	۱/۱۲۱	۰/۲۶۲	عدم تأیید
NWC	-۰/۱۳۴	۰/۰۴۵	-۲/۹۳۳	۰/۰۰۳	معنادار
ROE	۰/۰۰۳	۰/۰۰۳	۰/۸۹۵	۰/۳۷۰	عدم تأیید
Cash-H	۰/۰۱۲	۰/۰۵۷	۰/۲۱۸	۰/۸۲۶	عدم تأیید
ROA	۰/۱۸۸	۰/۳۷۰	۰/۶۹۸	۰/۴۸۵	عدم تأیید
ضریب تعیین	۰/۴۴	آماره D.Watson	۲/۰۳۵		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۳	آماره F	۵۳/۲۶۷	احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰

با توجه به جدول بالا، در سطح اطمینان ۹۵ درصد مقادیر t به جز متغیرهای تامین مالی داخلی، اهرم مالی، بازده حقوق صاحبان سهام، مقدار وجه نقد نگهداری شده و بازده دارایی که سطح خطای آن‌ها بالای ۵ درصد یعنی به جز متغیرهای ذکر شده مابقی متغیرها در مدل معنی‌دار می‌باشند. با توجه به ضریب برآوردی متغیر تامین مالی داخلی می‌توان نتیجه گرفت که رابطه معناداری میان تامین مالی داخلی با سرمایه‌گذاری ناکافی شکل گرفته است. نتایج جدول بالا بیانگر این است که ضریب برآوردی متغیر اعتماد بیش از حد مدیر بر سرمایه‌گذاری ناکافی با توجه به متغیر میانجی تامین مالی داخلی رابطه منفی و معناداری دارد. زیرا میزان p-value کمتر از ۵ درصد می‌باشد. می‌توان نتیجه گرفت که تامین مالی داخلی بر رابطه میان اعتماد بیش از حد مدیر و سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه منفی و معناداری دارند و فرضیه ۳ تأیید می‌شود.

خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌ها و همچنین خلاصه آماری پژوهش در جدول‌های شماره ۱۰ و ۱۱ آورده شده است.

**جدول ۱۰:** خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌ها

فرضیه	تایید یا عدم تایید	توضیحات
فرضیه اصلی ۱	تایید	بر خلاف انتظار
فرضیه اصلی ۲	عدم تایید	-
فرضیه اصلی ۳	تایید	-



## ۶. بحث و نتیجه‌گیری

هدف این پژوهش بررسی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیر و تأمین منابع مالی داخلی بر مقیاس کارایی سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری بیش از حد و ناکافی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و در ادامه این مسئله مطرح می‌شود که اعتماد بیش از حد مدیر بر کدام یک از موارد بالا تأثیر بیشتری می‌گذارد و اینکه آیا تأمین مالی داخلی به‌عنوان یک متغیر میانجی رفتار می‌کند یا خیر. در این پژوهش ۳ فرضیه اصلی و ۳ فرضیه فرعی و ۱۳ مدل برای تجزیه و تحلیل داده‌ها وجود دارد.

با توجه به فرضیه اصلی اول میان اعتماد بیش از حد مدیر و تأمین مالی داخلی رابطه معناداری وجود دارد. بر اساس مبانی نظری و پیشینه پژوهش، مدیران بیش‌اعتماد معمولاً تمایل دارند به منابع داخلی اتکا کنند تا از نیاز به تأمین مالی خارجی و افزایش اطلاعات به بازار اجتناب کنند اما برخلاف انتظار در این پژوهش بین اعتماد بیش از حد مدیر و تأمین مالی داخلی رابطه منفی وجود دارد. براساس پژوهش‌های چاوشی و همکاران (۱۳۹۴) [۱۲] که در آن به بررسی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیر بر سیاست‌های تأمین مالی مدیران واحد تجاری می‌پردازد نتایج نشان می‌دهد میان اعتماد بیش از حد مدیر و سیاست‌های تأمین مالی ارتباط معناداری وجود ندارد و مدیران تأثیری در سیاست‌های تأمین مالی شرکت‌ها ندارند و تصمیمات به دور از تمایلات اتخاذ می‌شود که با نتایج پژوهش انجام شده تا حدودی همخوانی دارد. محمدی و همکاران (۱۳۹۹) [۲۲] در پژوهشی که انجام داده‌اند رابطه معکوس و معناداری میان اعتماد بیش از حد مدیر و تأمین مالی پیدا کردند که نشان می‌دهد افزایش اعتماد به نفس مدیران، تأمین مالی داخلی را کاهش می‌دهد و تا حدودی با نتایج پژوهش انجام شده همسو می‌باشد. گاهی ممکن است به دلیل عدم تکاپو منابع داخلی و کسری بودجه در شرکت، مدیران از منابع مالی خارج از سازمان استفاده کنند.

طبق نتایج حاصل از بررسی فرضیه اصلی دوم که شامل سه فرضیه فرعی می‌باشد، فرضیه فرعی ۱-۲ بیان می‌کند که بین تأمین مالی داخلی و مقیاس کارایی سرمایه‌گذاری به دلیل ضریب منفی رگرسیونی رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. فرضیه فرعی ۲-۲ بیان می‌کند که بین تأمین مالی داخلی و سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه معناداری وجود ندارد. همان‌طور که گفته شد هر چه مدیر از منابع مالی داخلی بیش‌تری استفاده کند بیش‌تر منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد یا سرمایه‌گذاری ناکافی می‌شود و در نهایت منجر به ناکارآمدی سرمایه‌گذاری در شرکت می‌شود. اما بر خلاف انتظار بین تأمین مالی داخلی و سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه معناداری وجود ندارد و همچنین زمانی که مدیر بیش‌اعتماد باشد ممکن است مشکل سرمایه‌گذاری بیش از حد رخ دهد.

فرضیه فرعی ۳-۲ بیان می‌کند که بین تأمین مالی داخلی و سرمایه‌گذاری ناکافی رابطه معناداری وجود ندارد. همان‌طور که گفته شد زمانی که منابع مالی داخلی بر منابع مالی خارجی ترجیح داده شود ناکارآمدی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد یعنی شرکت ممکن است بیش‌تر دچار سرمایه‌گذاری بیش از حد و ناکافی شود. اما بر خلاف انتظار رابطه‌ای معناداری بین تأمین مالی داخلی و سرمایه‌گذاری ناکافی وجود ندارد. در مجموع با توجه به اینکه تأمین مالی داخلی با سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری ناکافی رابطه معناداری ندارد پس بر کارایی سرمایه‌گذاری نیز رابطه معناداری ندارد. یکی از دلایل احتمالی عدم معناداری فرضیه دوم پژوهش می‌تواند تأثیر متغیر فرصت‌های رشد باشد. همچنین ساختار تأمین مالی شرکت‌های بورسی ایرانی که اغلب ترکیبی از منابع داخلی و وام‌های بانکی ممکن است این رابطه را تعدیل کند.

طبق فرضیه اصلی سوم تأمین مالی داخلی بر رابطه میان اعتماد بیش از حد مدیر و مقیاس کارایی سرمایه‌گذاری دارای تأثیر مثبت و معناداری است و بنابراین فرضیه سوم تأیید می‌شود. نتایج این فرضیه با پژوهش‌های هی و همکاران و الانصاری و احمد مطابقت دارد. طبق این فرضیه تأمین مالی داخلی به‌عنوان یک متغیر میانجی بر رابطه بین کارایی سرمایه‌گذاری و اعتماد بیش از حد مدیر تأثیر می‌گذارد.

لازم به ذکر است که مدیران بیش اعتماد فرصت‌های سرمایه‌گذاری را بیش از اندازه در نظر می‌گیرند و سود حاصل از این پروژه‌ها را بیش از حد برآورد می‌کنند و خطرات آتی را دست کم می‌گیرند و برای همین ممکن است مدیران با اعتماد بیش از حد دچار انحرافات در پروژه‌های سرمایه‌گذاری شوند. زمانی که تأمین مالی داخلی افزایش یابد احتمال اینکه مدیران در پروژه‌هایی با ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری کنند و باعث ایجاد ناکارآمدی سرمایه‌گذاری در شرکت شوند افزایش می‌یابد. همچنین وجود فرصت‌هایی برای تأمین مالی خارجی باعث می‌شود که تمایل بیش از حد مدیران به تأمین مالی داخلی کاهش یابد و سرمایه‌گذاری‌های نامناسب نیز کم شود.

در مجموع با توجه به پیشینه تحقیق، نتایج بعضی از فرضیه‌های این پژوهش برخلاف انتظار است که در جدول ۱۱ به صورت خلاصه ذکر شده است. پژوهش حاضر شامل محدودیت‌هایی از جمله ناقص بودن اطلاعات صورت‌های مالی برخی از شرکت‌ها که باعث حذف تعدادی از آن‌ها از نمونه شد، عدم توانایی در کنترل برخی از عوامل اثرگذار بر این پژوهش از جمله عوامل مختلف اقتصادی و سیاسی، محدود بودن جامعه آماری پژوهش به شرکت‌های بورسی که سال مالی آن‌ها پایان اسفند ماه است و همچنین عدم تغییر سال مالی آن‌ها در طی دوره انجام پژوهش می‌باشد. همچنین پیشنهادات برای پژوهش‌های آتی به شرح زیر است:

با توجه به رابطه منفی میان تأمین مالی داخلی و اعتماد بیش از حد مدیر پیشنهاد می‌شود که رابطه میان تأمین مالی خارجی با اعتماد بیش از حد مدیر در پژوهش‌های آتی بررسی شود. همچنین بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیر و کارایی سرمایه‌گذاری پیشنهاد می‌شود و با توجه به نقش مدیر بیش اعتماد بر صحت اطلاعات مالی شرکت پیشنهاد می‌شود رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیر با کیفیت افشای اطلاعات شرکت بررسی شود.

## Reference

1. Ahmed, A.S. and Duellman, S. (2013), "Managerial overconfidence and accounting conservatism", *Journal of Accounting Research*, Vol. 51 No. 1, pp. 1-30.
2. Aivaziana, V.A., Geb, Y. and Qiu, J. (2005), "The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11, pp. 277-291.
3. Ben-David, I., Graham, J.R. and Harvey, C.R. (2013), "Managerial miscalibration", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 128 No. 4, pp. 1547-1584.
4. Chavoshi, Kazem, Rastegar, Mohammad, & Mirzaei, Mohsen. (2015). Examination of the relationship between managerial overconfidence and financing policies in Tehran Stock Exchange. *Financial Knowledge of Security Analysis (Financial Studies)*, 8(25), 29-41. (in persian)
5. Chen, J., Dong, W., Tong, J.Y. and Zhang, F.F. (2018), "Corporate philanthropy and investment efficiency: empirical evidence from China", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 51, pp. 392-409.
6. Damoori, Dariush, & Ghadakfroshan, Maryam. (2019). Financial Policies and Investment Efficiency in the Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal Of Financial Management Strategy*, 6(4 (23) ), 157-175. (in persian)
7. Dao, N. T. T., Guney, Y., & Hudson, R. (2023). Managerial overconfidence
8. Ebrahimi, Seyed Kazem, and Ahmadi Moghadam, Mansour. (2016). The Effect of Managers' overconfidence on real Earnings Management of Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Financial Management Perspectives*, 6(3 (15)), 9-23.(in persian)
9. El-Ansary, O., & Ahmed, A. M. (2023). Does overconfidence blur out the investment efficiency? The managerial overconfidence and internal financing effect on investment efficiency: evidence from MENA region. *International Journal of Emerging Markets*.
10. Farid, Dariush, & Ghadakforoushan, Maryam. (2019). Effect of type of finance on investment efficiency with an emphasis on company value. *Investment Knowledge*, 7(28), 103-126. (in persian)

11. Fionita, I., Kufepakasi, M., & Hasnawati, S. (2022). CEO overconfidence, investment decisions and firm value in Indonesia. *Economic Annals-Xxi*, 194(11), 49-58.
12. Gervais, S., Heaton, J.B. and Odean, T. (2011), "Overconfidence, compensation contracts, and capital budgeting", *The Journal of Finance*, Vol. 66 No. 5, pp. 1735-1777.
13. Hadlock, C.J. and Pierce, J.R. (2010), "New evidence on measuring financial constraints: moving beyond the KZ index", *The Review of Financial Studies*, Vol. 23 No. 5, pp. 1909-1940.
14. Hassani, Mohammad, and Zighami, Elnaz. (2015). Empirical evidence of the relationship between overconfidence and overinvestment. *Stock Exchange*, 8(32), 73-97. (in persian)
15. He, Y., Chen, C. and Hu, Y. (2019b), "Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: evidence from China", *Research in International Business and Finance*, Vol. 47, pp. 501-510.
16. Khalji Ali, Baloch Mahmoud. A review of behavioral finance. 2019. (in persian)
17. Lagoarde-Segot, T. and Lucey, B.M. (2008), "Efficiency in emerging markets:evidence from theMENA region", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 18, pp. 94-105.
18. Malmendier, U. and Tate, G. (2005), "CEO overconfidence and corporate investment", *The Journal of Finance*, Vol. 60 No. 6, pp. 2661-2700.
19. Malmendier, U., Tate, G. and Yan, J. (2011), "Overconfidence and early-life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies", *The Journal of Finance*, Vol. 66 No. 5, pp. 1687-1733.
20. Modarres, Ahmad, and Hesarzadeh, Reza. (2008). The relationship between financial reporting quality and investment efficiency in the stock exchange. *Stock Exchange*, 1(2), 0-0. (in persian)
21. Mohammadi, Yadgar, Mohammadi, Esfandiar, and Esmaeilikia, Gharibeh. (2019). Managerial Overconfidence, Financing Policies, and Investment Efficiency. *Review of Iranian Economic Issues*, 6(2), 195-231. (in persian)
22. Mohammadi, Yadgar, Mohammadi, Esfandiar, and Esmaeilikia, Gharibeh. (2019). Examination the effect of managers' overconfidence on companies' financing strategies. *Development and Capital*, 5(1 (8th issue), 205-226. (in persian)
23. Moradi, Majid, Oskoo, Vahid, & Dalir, Karim. (2022). A survey the impact of Managerial overconfidence the Relationship between internal financing and investment efficiency. *Shebak*, 7(5(62)), 21-32. (in persian)
24. Qalmagh, Karim, Yaghoub Nejad, Ahmad and Fallah Shams, Mir Feiz. (2016). The effect of financial literacy on behavioral biases of investors in Tehran Stock Exchange. *Financial Management Perspective*, 6(16), 75-94. (in persian)
25. Ramezan Ahmadi, M., Ghalambor, m. Hossein, & DORSEH, SEYED SABER. (2019). Impact CEO Overconfidence Measures on Future Stock Price Crashes of Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *The Financial Accounting And Auditing Researches*, 11(41), 93-123. (in persian)
26. Safipour Afshar, Mojtaba, & Raeisi, Leila. (2022). Management Over-Confidence, Internal Financing and Investment Efficiency. *Journal Of Accounting Knowledge*, 13(1 (48) ), 185-201. (in persian)
27. Shah, S.S.H., Xiping, X., Khan, M.A. and Harjan, S.A. (2018), "Investor and manager overconfidence bias and firm value: micro-level evidence from the Pakistan equity market", *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 8 No. 5, pp. 190-199.
28. Verdi, R. S. (2006). Financial reporting quality and investment efficiency. Vol. 31 No. 2, pp. 33-45.
29. Wang, Y., Chen, C. R., Chen, L., & Huang, Y. S. (2016). Overinvestment, inflation uncertainty, and managerial overconfidence: Firm level analysis of Chinese corporations. *The North American Journal of Economics and Finance*, 38, 54-69.
30. Xia, W. A. N. G., Min, Z. H. A. N. G., & Fusheng, Y. U. (2010). Managerial overconfidence and over-investment: Empirical evidence from China. *Frontiers of Business Research in China*, 4(1), 453-469