

خوش‌بینی مدیران، توانایی در تامین مالی و بازده سرمایه‌گذاری مدیران: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

میلاذ فلاح ۱ و مهدیه شکریان برنجستانکی ۲

۱ کارشناسی ارشد دانشگاه شمال آمل miladfallah0121@gmail.com

۲ مربی موسسه آموزش عالی فروردین Mahdieh.Shokrian@gmail.com

چکیده

بدلیل اهمیت بازده سرمایه‌گذاری در دهه‌ی جاری، و تاثیرپذیری آن از عوامل مختلف مربوط به مدیران، هدف این پژوهش تبیین و بررسی رابطه بین خوش‌بینی مدیران و تامین مالی با بازده سرمایه‌گذاری می‌باشد. جامعه‌ی آماری مورد استفاده برای رسیدن به نتایج این پژوهش، تمامی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ است که با روش هدفمند، ۱۲۰ شرکت به عنوان نمونه مورد بررسی قرار گرفتند. داده‌های بدست آمده از نمونه-ی آماری با استفاده از نرم‌افزارهای Excel و Eviews مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. با توجه به روش پژوهش همبستگی و مدل رگرسیونی چندمتغیره، نتایج حاکی از عدم تایید فرضیه‌های این پژوهش بوده‌اند، یعنی؛ بین خوش-بینی مدیران و تامین مالی با بازده سرمایه‌گذاری رابطه‌ی معنی‌داری وجود ندارد. بنابراین سرمایه‌گذاری بیش از حد مدیران سبب افزایش یا کاهش بازده سرمایه‌گذاری‌های شرکت نخواهد شد و همچنین بیشتر یا کمتر شدن میزان اهرم مالی یک شرکت نیز نمی‌تواند در تغییرات بازده سرمایه‌گذاری‌ها موثر واقع شود.

واژه‌های کلیدی: خوش‌بینی مدیران، تامین مالی، بازده سرمایه‌گذاری

۱. مقدمه

بی‌شک، مساله سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین وظایف مدیران شرکت است. در صورتی که مدیران بتوانند به درستی فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش (طرح‌های با ارزش فعلی خالص مثبت) در بازار را تشخیص دهند و به میزان مناسب در هر یک از آن‌ها سرمایه‌گذاری نمایند، در نهایت، این امر سبب رشد شرکت شده، ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت. میزان جریان‌های نقدی شرکت به دلیل هزینه سرمایه کمتر نسبت به تامین مالی خارجی و همچنین، کنترل بیشتر مدیران بر آن، تاثیر زیادی بر میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت دارد. پژوهش‌های انجام شده نشان می‌دهد که حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی، علاوه بر ویژگی‌های شرکت و شرایط بازار، تحت تاثیر خصوصیات فردی مدیران نیز قرار دارد. در سال‌های اخیر مطالعات زیادی در این زمینه انجام پذیرفته که نشان می‌دهد مدیران همواره به صورت کاملاً عقلایی رفتار نکرده، تحت تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد و خوش‌بینی‌های مفرط ممکن است تصمیماتی غیرعقلایی اتخاذ کنند که تاثیری مهم بر فعالیت‌های مالی شرکت، به ویژه بحث سرمایه‌گذاری دارد (بیکر و همکاران، ۲۰۰۷). با توجه به تحولاتی که در جهان امروز رخ داده است، خصوصاً در کشورهای در حال توسعه که با تهدیدات عدیده‌ای روبه‌رو می‌باشند، این کشورها، جهت حل مشکلات اقتصادی خود ناامند راهکارهای مناسب جهت استفاده بهتر از امکانات و ثروت‌های خدادادی خود می‌باشند. در این باره، یکی از راهکارهای مهم بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است (تهرانی و نوربخش، ۱۳۸۵). از آنجایی که سرمایه‌گذاری، یکی از مهمترین اجزای تقاضای کل سال و نقش بسیار تعیین‌کننده‌ای در نوسان‌های اقتصادی و رشد اقتصادی یک کشور ایفا می‌کند، شناخت رفتار سرمایه‌گذاری، بسیار مورد توجه اقتصاددانان و سیاست‌گذاران اقتصادی بوده است. با در نظر گرفتن جنبه‌های اهمیت تصمیم‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری، شامل پروژه‌های بلندمدت (سرمایه‌ای) از قبیل حجم بالای سرمایه‌گذاری، پیامدهای قابل توجه و بلندمدت و همچنین تعهدات مالی عمده و تاثیری که تصمیمات سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت دارند، اهمیت شناخت بهتر و دقیق رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را بیش از پیش نمایان می‌سازد (ابراهیمی و احمدی‌مقدم، ۱۳۹۴). در تئوری نحوه تامین مالی، تصمیمات سرمایه‌گذاری را در شرایطی که به دلیل هزینه‌های انتقال و بازارهای نامتقارن، بازارهای ناقص وجود دارد، تحت تاثیر قرار می‌دهد. با توجه به محدودیت منابع، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از جمله مسائل بسیار مهم می‌باشد. کارایی سرمایه‌گذاری، مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش‌تر از حد مطلوب انجام شده است، ممانعت شود (جلوگیری از بیش سرمایه‌گذاری) و از دیگر سو، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد، هدایت گردد (جلوگیری از کم سرمایه‌گذاری) (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷). تامین مالی برای اجرای پروژه‌های سودآوری در صحنه رشد شرکت، نقش بسیار مهمی ایفا می‌کند. شرکت‌ها از شیوه‌های مختلف تامین مالی استفاده می‌کنند؛ از جمله تامین مالی درون سازمانی و تامین مالی برون سازمانی (سلیمانی و فرشی، ۱۳۹۱). بنابراین با توجه به مطالب مذکور این پرسش مطرح می‌شود که؛ آیا بین خوش‌بینی مدیران و تامین داخلی با بازده سرمایه‌گذاری رابطه‌ای وجود دارد یا خیر؟

ادبیات و پیشینه پژوهش

بازده سرمایه‌گذاری

بازده سرمایه‌گذاری نرخ بین سود خالص و هزینه سرمایه‌گذاری ناشی از سرمایه‌گذاری برخی منابع محسوب می‌شود. بازده سرمایه‌گذاری بالا به این معنی است که سرمایه‌گذاری نسبت به هزینه‌ای که داشته، سود بالایی ارائه کرده است. بازده سرمایه‌گذاری به عنوان یک معیار عملکرد برای ارزیابی کارایی یک سرمایه‌گذاری یا مقایسه اثربخشی چند سرمایه‌گذاری مختلف مورد استفاده قرار می‌گیرد. بنابر مبانی اقتصادی، بازده سرمایه‌گذاری روشی برای ربط دادن سود به سرمایه است. بازده سرمایه‌گذاری یک معیار عملکردی است که از سوی کسب و کارها برای تعیین اثربخشی یک سرمایه‌گذاری یا تعدادی از سرمایه‌گذاری‌های مختلف استفاده می‌شود (لطفی، ۱۳۹۸).

¹ Baker et al

خوش‌بینی مدیران

خوش‌بینی یکی از مفاهیم مهم مالی رفتاری مدرن است که سبب می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد تخمین بزند و پیش‌بینی وی از احتمال وقوع پدیده‌ها خیلی افراطی یا خیلی تفریطی باشد (سلیمانی و گروه‌ای، ۱۳۹۶). پرداخت به بررسی اینکه آیا باورهای مدیریتی مغرضانه را انگیزه برای نگهداشت وجه‌نقد شرکت‌های بزرگ را تحت تاثیر قرار می‌دهد. برای پر کردن شکاف در این ادبیات، در زمینه امور مالی رفتاری شرکت‌های بزرگ، خوش‌بینی شده است که از نزدیک با شرایط از مدیران تحت شناسایی - تخمین خطر متصل به برخی از تصمیم‌گیری (هیتون، ۲۰۰۲). این تعریف نیز در زمینه اعتماد به نفس کاذب مدیریتی (مالمندیر و تیت، ۲۰۰۳) استفاده می‌شود، اگر چه مدت از حد است به طور کلی با شرایط مرتبط که در آن مدیران بیش از حد هستند. برآورد بازده و یا پاداش در ارتباط با برخی از تصمیم‌گیری (هک بارت، ۲۰۰۸؛ مالمندیر و همکاران، ۲۰۰۸) با این حال، ویژگی‌های مدیریتی بیش از حد و برآورد پاداش به عنوان خوش‌بینی است (هیتون، ۲۰۰۲؛ مایر، ۲۰۱۰) با این حال، ویژگی‌های مدیریتی بیش از حد و برآورد پاداش به عنوان خوش‌بینی است (هیتون، ۲۰۰۲؛ مایر، ۲۰۱۰) بررسی میزان اثر مدیر عامل خوش‌بینی در انگیزه برای نگه داشتن پول نقد ما را اجازه می‌دهد. این اندازه‌گیری گزینه بر این اساس به طور گسترده‌ای در مدل‌های طراحی به درک تصمیم‌گیری مدیریتی در شرکت استفاده می‌شود، و در نتیجه ارزش در حفظ سازگاری با این ادبیات موازی وجود دارد. به عنوان مثال، مطالعات نشان داده خواهد شد مدیران عمل کردن به گزینه‌های، برای فروش سهام زمانی که محدودیت‌ها و قوانینی در کوتاه وجود دارد (مالمندیر و تیت، ۲۰۰۵). چنین عمل کردن فعالیت، و یا در واقع برگزاری مداوم در شرکت خود منعکس گزینه‌های پول بانک، خواهد دیدگاه بدهید. این منطقی می‌تواند تا منعکس‌کننده سطح خوش‌بینی در نظر گرفته شود. از آنجا که مدیران به طور معمول خود را یک میزان زیادی از گزینه‌ها، که آنها را در یک وضعیت قرار گرفتن در معرض ریسک ویژه بالا شرکت‌های خود، نگه داشتن در گزینه‌های پول عمیق در سطح بالایی از خوش‌بینی نشان دهند (خرمی و جمکرانی، ۱۳۹۵).

تامین مالی

تامین مالی، هنر و علم مدیریت وجه‌نقد است. هدف از تامین مالی، سرمایه‌گذاری، سودآوری، کاهش ریسک و برطرف کردن نیازهای اقتصادی و اجتماعی بنگاه است. سود ناشی از کسب و کار بنگاه، از عوامل مهم تداوم فعالیت بنگاه اقتصادی تلقی گردیده و منبع مهمی برای تامین مالی فعالیت‌های عملیاتی بنگاه در آینده است. از نگرانی‌های بنگاه‌های اقتصادی در جهان، تامین منابع مطلوب مالی می‌باشد. هر نوع فعالیت نیاز به منابع مالی دارد. از این‌رو، منابع مالی را به شریان حیاتی بنگاه‌های اقتصادی و سازمان‌های کوچک و بزرگ تشبیه کرده‌اند. در حقیقت، هدف اصلی از هر نوع فعالیت اقتصادی سودآوری است و کسب سود بدون وجود منابع مالی امکان‌پذیر نمی‌باشد (پرمسیوان و صابرمینان، ۲۰۱۲).

تامین مالی یا فاینانس، یعنی تهیه منابع مالی و وجوه برای ادامه فعالیت شرکت و ایجاد و راه‌اندازی طرح‌های توسعه و درآمدزای واحدهای اقتصادی. تامین مالی عمدتاً از طریق انتشار سهام، فروش اوراق قرضه و وام و اعتبار صورت می‌گیرد. تامین مالی، هنر و علم مدیریت وجه‌نقد است. هدف از تامین مالی، سرمایه‌گذاری، سودآوری، کاهش ریسک و برطرف کردن نیازهای اقتصادی و اجتماعی بنگاه است. سود ناشی از کسب کار بنگاه، از عوامل مهم تداوم فعالیت بنگاه اقتصادی تلقی گردیده و منبع

² Heaton

³ Maulmandeir & Teat

⁴ Hack Buart

⁵ Mayer

⁶ Malmendier & Tate

⁷ Paramasivan & Subramanian

مهمی برای تأمین مالی فعالیت‌های عملیاتی بنگاه در آینده است. از نگرانی‌های بنگاه‌های اقتصادی درجهان، تأمین منابع مطلوب مالی می‌باشد. هر نوع فعالیت نیاز به منابع مالی دارد. از این درحقیقت، هدف اصلی از هر نوع فعالیت رو، منابع مالی را به شریان حیاتی بنگاه‌های اقتصادی و سازمان‌های کوچک و بزرگ تشبیه کرده‌اند. اقتصادی سودآوری است و کسب سود بدون وجود منابع مالی امکانپذیر نمی‌باشد (پرامسیون وسابرامنیان، ۲۰۰۸).

پیشینه داخلی و خارجی

وو و ژو^۱ (۲۰۲۰) به بررسی موضوعی با عنوان نقش سرمایه‌گذاری پر ریسک در وام‌های SME پرداختند. آنها دریافتند که پشتیبانی VC می‌تواند دسترسی به وام‌های بانکی، به ویژه وام‌های کوتاه‌مدت، با هزینه‌های کمتر و وام‌های بدون ضامن را به طور مؤثر بهبود بخشد. وام‌های پشتیبانی شده با VC احتمال کمتری دارد که بازپرداخت نشوند و رابطه مثبتی با عملکرد SME ها دارند. یافته‌های بیشتر نشان می‌دهد که پشتیبانی VC از طریق هر دو اطلاعات "سخت" در مورد صورت‌های مالی با کیفیت‌تر و اطلاعات "نرم" در مورد اعتبار شرکت‌های کوچک و متوسط، عدم تقارن اطلاعات بین بانک-ها و SME را کاهش می‌دهد. با توجه به بهبود شرایط تأمین منابع مالی SME ها و بهره‌وری بانک در تخصیص وام، برنامه‌های تأمین سرمایه بدهی می‌تواند یک عنصر قابل توجه جدید در زیرساخت‌های مالی بزرگترین بازار نوظهور جهان باشد. هی و همکاران^۲ (۲۰۱۹) به بررسی موضوعی با عنوان اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، تأمین مالی داخلی و بازده سرمایه‌گذاری نتایج نشان داد که تأمین مالی داخلی می‌تواند موجب بهبود فرصت‌های کسب و کار و کاهش کمبود سرمایه شود. اما ممکن است باعث سرمایه‌گذاری مفرط شود، به ویژه در شرکت‌هایی که دارای مدیرانی با اعتماد به نفس بیش از حد هستند. این مشکل سرمایه‌گذاری بیش از حد بیشتر مربوط به اعتماد به نفس بیش از حد مدیران در شرکت-های دولتی است تا شرکت‌های غیر دولتی. اکتس و همکاران^۳ (۲۰۱۹) به بررسی پژوهشی با عنوان توسعه بازار سهام و نقش تأمین مالی از طریق عرضه اولیه سهام برای تملک پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌های فعال در اقتصادهایی با بازار سهام بیشتر توسعه یافته، مزایای بیشتری را از نقش تأمین مالی IPO ها نسبت به شرکت‌های کشورهای با بازار سهام کمتر توسعه یافته، کسب می‌کنند. چانگ و همکاران^۴ (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی تاثیر خوش‌بینی و بیش‌اعتمادی مدیران بر مدیریت سود پرداختند. آن‌ها دریافتند مدیران با درجه‌ی خوش‌بینی زیاده‌تر، با احتمال بیشتری اقدام به هر دو نوع مدیریت سود واقعی و اقلام تعهدی اختیاری می‌کنند. احمد و حبیب^۵ (۲۰۱۸) تاثیر خوش‌بینی مدیران بر نحوه‌ی تأمین مالی شرکت‌ها را بررسی کردند. نتایج حاصل از بررسی داده‌های گردآوری شده به روش پیمایشی نشان داد با افزایش سطح خوش‌بینی مدیران، استفاده از روش‌های تأمین مالی خارجی نیز افزایش می‌یابد. بن‌محمد و همکاران^۶ (۲۰۱۷) در پژوهشی اثر خوش‌بینی مدیریت بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که خوش‌بینی مدیران حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در تحقیق و توسعه را افزایش می‌دهد. و این حساسیت برای شرکت‌های با محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی

⁸ Paramasivan & Subramanian

⁹ Wu & Xu

¹ He et al 0

¹ Aktes et al 1

¹ Chang et al 2

¹ Ahmad & Habib 3

¹ BenMohammad et al 4

بیشتر است. هانگ و همکاران^۵(۲۰۱۵) در پژوهشی اثر خوش‌بینی مدیرعامل بر نگهداشت وجه نقد را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج پژوهش آنها نشان دادند مدیران خوش‌بین و بدبین اثرات متفاوت و معناداری بر نگهداشت وجه دارند. مدیران خوش‌بین تمایل به استفاده از منابع مالی بیرونی دارند. تسلطی و محقق^۱(۱۳۹۸) به بررسی رابطه اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، تأمین مالی داخلی و بازده سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و تأمین مالی داخلی رابطه معناداری وجود دارد. همچنین نتایج نشان داد، بین تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه معناداری وجود دارد. شواهد حاکی از این است که بین تأمین مالی داخلی با سرمایه‌گذاری کمتر از حد رابطه معناداری وجود ندارد. تأمین مالی داخلی بر رابطه بین کارایی سرمایه‌گذاری و اعتماد به نفس بیش از حد مدیران تأثیر معناداری دارد. تأمین مالی داخلی بر رابطه بین سرمایه‌گذاری بیش از حد و اعتماد به نفس بیش از حد مدیران تأثیر معناداری ندارد. مظفری‌فرد و همکاران^۲(۱۳۹۸) به بررسی موضوعی تحت عنوان اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، تأمین مالی داخلی و بازده سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشانگر رابطه معنادار و مثبت بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و تأمین مالی داخلی، و آزمون فرضیه دوم نشانگر رابطه معنادار و منفی بین تأمین مالی داخلی و سرمایه‌گذاری بود. اما نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم نشانگر عدم وجود رابطه معنادار بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و سرمایه‌گذاری بود. داداشی و همکاران^۳(۱۳۹۷) به بررسی تأثیر خوش‌بینی مدیران بر هم-زمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای خوش‌بینی از سه شاخص باقیمانده‌ی مدل رشد، دقت پیش‌بینی سود فصلی و مازاد مخارج سرمایه‌ای استفاده شد. یافته‌ها نشان دادند که خوش‌بینی (مازاد مخارج سرمایه‌ای) اثر مثبت و معناداری بر هم‌زمانی دارد. در خصوص دو پروکسی دیگر خوش‌بینی، اثر معناداری مشاهده نشد. باقری و همکاران^۴(۱۳۹۶) به بررسی آزمون مدل تأثیرگذاری روش‌های تأمین مالی داخلی و خارجی بر بازده کل واقعی سهام پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که هزینه سرمایه، اهرم مالی و سود انباشته بر نرخ بازده کل واقعی شرکت‌ها به صورت مثبت تأثیرگذار است. عبدالملکی^۵(۱۳۹۶) به بررسی نقش روش‌های تأمین مالی در بهبود رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان می‌دهند که روش‌های تأمین مالی بر رفتار سرمایه‌گذار در بورس موثر است. همچنین ویژگی‌های فردی سرمایه‌گذار (به غیر از جنسیت) و تجربه او نیز بر رفتار سرمایه‌گذار موثر می‌باشد. صالحی و همکاران^۶(۱۳۹۶) به بررسی تأثیر خوش‌بینی مدیریتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی پرداختند. نتایج پژوهش ارتباط مثبت و معنادار میان خوش‌بینی مدیریتی و حساسیت سرمایه‌گذاری را در میان کل نمونه، و همچنین در میان شرکت‌های طبقه‌بندی شده تحت عنوان دارای محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی را نشان می‌دهد. همچنین نتایج حاکی از آن است که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در نتیجه‌ی خوش‌بینی مدیریتی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی بیشتر از شرکت‌های بدون محدودیت مالی است. عرب‌صالحی و همکاران^۷(۱۳۹۳) به بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی پرداختند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که در دوره زمانی مورد بررسی، اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد باعث افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی شده است.

¹ Huang et al

تدوین فرضیه‌ها

فرضیه راه و حل پیشنهادی پژوهشگر برای پاسخگویی به مساله است. به همین دلیل تدوین یک فرضیه مناسب، بستگی به چگونگی بیان مساله دارد و ریشه یک فرضیه مناسب با بیان یک مساله در هم آمیخته است. فرضیه یک قضیه شرطی فرضی است که تایید یا رد آن براساس سازگاری مفاهیم با استفاده از مدارک تجربی و دانش گذشته، آزمایش می‌گردد. فرضیه‌های این پژوهش به صورت زیر عنوان می‌شوند:

فرضیه اول: بین خوش‌بینی مدیران و بازده سرمایه‌گذاری رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین تامین مالی و بازده سرمایه‌گذاری رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد.

روش انجام پژوهش

الف. این تحقیق، از جهت همبستگی و روش شناسی تحقیق، از نوع شبه تجربی و پس رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است که با اطلاعات واقعی صورت می‌گیرد و چون می‌تواند در فرآیند استفاده از اطلاعات کاربرد داشته باشد، لذا نوعی تحقیق کاربردی است. ب. این پژوهش مبتنی بر اطلاعات واقعی بازار سهام، صورت‌های مالی، یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی و گزارش‌های مجامع شرکت‌هاست. ج. در این تحقیق با برداشت مستقیم اطلاعات مورد نیاز از صورت‌های مالی، و نرم افزار ره آورد نوین، سایت سازمان بورس و کدال مجموع داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها جمع‌آوری شده است. د. پس از انتخاب شرکت‌های نمونه جهت انجام برخی محاسبات از نرم افزار Excel استفاده شده است. در تجزیه و تحلیل اطلاعات، از مدل‌های رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده و برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از نرم افزار اقتصادی Eviews نسخه ۹ استفاده شده است.

جامعه و نمونه آماری

جامعه بزرگترین مجموعه از موجودات است که در یک زمان معین مطلوب قرار بگیرد و تعریف جامعه آماری عبارت است از: تعدادی از عناصر مطلوب مورد نظر که حداقل دارای یک صفت مشخص باشند (آذر و مومنی، ۱۳۷۷). جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی تحقیق از سال ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹ می‌باشد. در این تحقیق به منظور نمونه‌گیری از روش نمونه‌گیری هدفمند (حذف سیستماتیک) استفاده شده است. بدین منظور کلیه شرکت‌های جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده‌اند به عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف شده‌اند.

جدول (۱)- تعیین نمونه به روش حذف سیستماتیک		
۳۸۵		تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تا سال ۱۳۹۹
	۵۴	تعداد شرکت‌هایی که سال مالی آنها ۲۹ اسفند نبود
	۶۸	تعداد شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری، بیمه و بانک بودند
	۲۸	شرکت‌هایی که بعد از سال ۱۳۹۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شدند
	۶۶	تعداد شرکت‌هایی که در بازه پژوهش غیرفعال بوده‌اند
	۳۰	تعداد شرکت‌هایی که توقف نماد بیش از سه ماه داشته‌اند
	۱۹	تعداد شرکت‌های که اطلاعات آن‌ها در دسترس نبود
۱۲۰		تعداد باقی مانده شرکت‌ها که نمونه آماری را شکل دادند

مدل رگرسیونی

برای بدست آوردن نتایج فرضیه‌های این پژوهش از دو مدل رگرسیونی به شرح زیر استفاده خواهد شد:

مدل رگرسیونی فرضیه اول:

$$ROI_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 OPT_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 Age_{it} + \alpha_4 INST_{it} + \varepsilon$$

مدل (۱)

مدل رگرسیونی فرضیه دوم:

مدل (۲)

$$ROI_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LEV_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 Age_{it} + \alpha_4 INST_{it} + \varepsilon$$

متغیر وابسته: بازده سرمایه‌گذاری (ROI)

که از تقسیم سود خالص پس از کسر مالیات بر جمع دارایی بدست می‌آید (لاری دشت بیاض و همکاران، ۱۳۹۳).

متغیرهای مستقل: خوش‌بینی مدیران (OPT)

در این پژوهش برای سنجش خوش‌بینی مدیران از باقیمانده‌ی مدل رشد شرکت استفاده خواهد شد:

همانند پژوهش شراند و زجمن (۲۰۱۲) برای سنجش خوش‌بینی مدیران از شاخص بیش‌اطمینانی مبتنی بر سرمایه‌گذاری استفاده خواهد شد. بدین منظور ابتدا مدل رگرسیونی رابطه‌ی زیر به صورت مقطعی برآورد و پس از آن در هر سال، باقیمانده محاسبه خواهد شد. چنانچه باقیمانده‌ی مدل رگرسیونی این رابطه برای شرکتی بزرگ‌تر از صفر باشد، یعنی در آن شرکت بیش از حد سرمایه‌گذاری شده است؛ از این‌رو، این شاخص برابر با یک و در غیر این‌صورت صفر در نظر گرفته می‌شود. استفاده از این شاخص بر این مبناست که در شرکت‌هایی که دارایی‌ها با نرخ بیشتری نسبت به فروش رشد می‌کنند، مدیران در مقایسه با هم‌تایان خود، در شرکت بیشتر سرمایه‌گذاری می‌کنند.

$$Gasset_{it} = \beta_0 + \beta_1 Gsale_{it} + \varepsilon_{it}$$

$Gasset_{it}$ رشد دارایی‌های شرکت i در سال t

$Gsale_{it}$ رشد فروش شرکت i در سال t .

(داداشی و همکاران، ۱۳۹۷).

تامین مالی (LEV):

در این پژوهش منظور از تامین مالی، اهرم مالی می‌باشد که به صورت زیر اندازه‌گیری خواهد شد:

کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها یا همان نسبت بدهی شرکت‌ها (باقری و همکاران، ۱۳۹۷).

متغیرهای کنترلی:

اندازه شرکت (SIZE):

توسط لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود (کرمی و فصیحی، ۱۳۹۶).

سن شرکت (Age):

این نماد نشان دهنده‌ی سن شرکت است که نحوه‌ی اندازه‌گیری آن بصورت عمر و مدت زمان تاسیس شرکت، می‌باشد. این متغیر بر اساس فاصله زمانی بین تاریخ تاسیس تا پایان دوره زمانی پژوهش اندازه‌گیری شده است (سلیمانی و همکاران، ۱۳۹۷).

مالکیت نهادی (INST):

میزان درصد سهام متعلق به سهامداران نهادی است (سلیمانی و همکاران، ۱۳۹۸).

آمار توصیفی داده‌ها

جدول (۲) - آمار توصیفی متغیرها					
متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
بازده سرمایه‌گذاری	۰,۱۲۷	۰,۱۰۹	۰,۴۹۹	-۰,۱۶۸	۰,۱۲۳
خوش‌بینی مدیران	۰,۴۲۰	۱,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۴۹۴
تامین مالی	۰,۶۱۱	۰,۶۲۶	۲,۱۸۸	۰,۰۴۶	۰,۲۲۲
اندازه شرکت	۱۳,۵۶۶	۱۳,۴۹۵	۱۷,۷۲۳	۱۰,۲۷۹	۱,۳۱۱
سن شرکت	۳۷,۴۵۱	۳۸,۰۰۰	۶۲,۰۰۰	۱۳,۰۰۰	۱۳,۳۸۲
مالکیت نهادی	۰,۴۹۸	۰,۴۷۰	۰,۹۷۸	۰,۰۵۱	۰,۳۳۰

آزمون فرضیه اول

جدول ذیل نشان می دهد، سطح معناداری آماره LR (۰/۰۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و در نتیجه کل الگوی رگرسیونی معنادار است. ضریب تعیین در مدل برابر ۰/۰۸۱۵ می باشد که حاکی از این است که حدود ۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می شود. نتایج نشان دادند که؛ احتمال رابطه‌ی بین خوش‌بینی مدیران و بازده سرمایه‌گذاری بیشتر از ۵ درصد می‌باشد. بنابراین فرضیه اول تحقیق پذیرفته نمی‌شود.

جدول (۳)- آزمون فرضیه اول				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
c	-۴.۱۳۸۵۳۸	۱.۱۴۴۰۹۳	-۳.۶۱۷۳۰۸	۰.۰۰۰۰۳
خوش‌بینی مدیران	-۰.۴۴۳۲۷۶	۰.۵۲۹۶۶۰	-۰.۸۳۶۹۰۷	۰.۴۰۲۶
اندازه شرکت	۰.۰۸۲۷۶۳	۰.۱۷۳۵۲۶	۰.۴۷۶۹۴۷	۰.۶۳۳۴
سن شرکت	۳.۶۰۴۸۸۷	۰.۶۵۱۷۴۰	۵.۵۳۱۱۷۸	۰.۰۰۰۰۰
مالکیت نهادی	۱.۱۴۳۲۰۲	۰.۵۵۳۹۱۹	۲.۰۶۳۸۴۵	۰.۰۳۹۰
آماره LR: ۴۵,۳۸۶۷۰		احتمال آماره LR: ۰,۰۰۰۰۰۰		ضریب تعیین مک فادن: ۰,۰۸۱۵۸۴

آزمون فرضیه دوم

جدول ذیل نشان می دهد، سطح معناداری آماره LR (۰/۰۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و در نتیجه کل الگوی رگرسیونی معنادار است. ضریب تعیین در مدل برابر ۰/۰۸۰۵ می باشد که حاکی از این است که حدود ۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می شود. نتایج نشان دادند که؛ احتمال رابطه‌ی بین تامین مالی و بازده سرمایه‌گذاری بیشتر از ۵ درصد می‌باشد. بنابراین فرضیه دوم تحقیق پذیرفته نمی‌شود.

جدول (۴)- آزمون فرضیه دوم				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
c	-۴,۳۱۶۴۵۸	۱,۱۵۸۶۳۳	-۳,۷۲۵۴۷۴	۰,۰۰۰۰۲
تامین مالی	۰,۱۰۶۷۳۳	۰,۲۴۸۰۸۴	۰,۴۳۰۲۲۷	۰,۶۶۷۰
اندازه شرکت	۰,۰۶۰۶۰۹	۰,۱۷۱۹۸۰	۰,۳۵۲۴۱۷	۰,۷۲۴۵
سن شرکت	۳,۵۸۳۱۶۷	۰,۶۵۲۰۲۳	۵,۴۹۵۴۵۹	۰,۰۰۰۰۰
مالکیت نهادی	۱,۱۰۶۰۸۹	۰,۵۴۸۹۱۴	۲,۰۱۵۰۴۹	۰,۰۴۳۹
آماره LR: ۴۴,۸۳۲۶۳		احتمال آماره LR: ۰,۰۰۰۰۰۰		ضریب تعیین مک فادن: ۰,۰۸۰۵۸۸

نتیجه‌گیری

در این پایان نامه، اطلاعات مالی ۱۲۰ شرکت غیرمالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۵ الی ۱۳۹۹، مورد بررسی قرار گرفت. هدف از پژوهش انجام شده، بررسی رابطه بین خوش‌بینی مدیران، تامین مالی و بازده سرمایه‌گذاری بوده است. در این تحقیق از مدل رگرسیونی چندمتغیره جهت آزمون فرضیه‌ها و از نرم افزار EViews استفاده شده است. نتایج پژوهش حاضر بیانگر عدم تایید فرضیه‌ی اول و دوم می‌باشد. نتایج این پژوهش برای فرضیه اول حاکی از نبود رابطه‌ی معنی‌دار بین خوش‌بینی مدیران و بازده سرمایه‌گذاری بوده است. همچنین نتایج فرضیه دوم هم نشان

دادند که بین تامین مالی و بازده سرمایه‌گذاری رابطه‌ی معنی‌داری وجود ندارد. می‌توان اینطور نتیجه گرفت که چنانچه در شرکت‌های بورسی تهران بازده سرمایه‌گذاری تغییر کند؛ افزایش یا کاهش یابد؛ دلیل این موارد میزان خوش‌بینی مدیران و تامین مالی نمی‌توان باشد و باید بدنبال دلایلی غیر از این دو مورد گشت. نتایج بررسی رابطه‌ی بین متغیرهای کنترلی با متغیر وابسته پژوهش نشان دادند که؛ بین سن شرکت و مالکیت نهادی با بازده سرمایه‌گذاری رابطه‌ی معنادار و مثبت وجود دارد اما بین اندازه شرکت و بازده سرمایه‌گذاری رابطه‌ی معناداری وجود ندارد. در ادامه؛ به ذینفعان پیشنهاد می‌شود در زمان کاهش یا افزایش میزان بازده سرمایه‌گذاری‌ها، به خوش‌بینی مدیران توجهی نکنند و این مورد را عامل آن ندانند و به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود تا برای سرمایه‌گذاری به میزان تامین مالی آن شرکت‌ها توجه نکنند. همچنین با توجه به این که این تحقیق در سطح کل شرکت‌های بورسی بوده، لذا پیشنهاد می‌شود در سطح صنایع مختلف و فرابورسی نیز این بررسی به انجام برسد. پیشنهاد می‌شود به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه‌ی بین خوش‌بینی مدیران، تامین مالی و بازده سرمایه‌گذاری بپردازند.

کتاب‌نامه

- ابراهیمی، سیدکاظم، احمدی مقدم، منصور. (۱۳۹۴). تاثیر اهرم مالی و محافظه‌کاری شرطی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه حسابداری مالی. ۷ (۲۷). ۱۲۰-۱۰۲
- باقری، اکبر، رضائی، علی، پورسعید، عباس. (۱۳۹۷). آزمون مدل تاثیرگذاری روش‌های تامین مالی داخلی و خارجی بر بازده کل واقعی سهام. دانش سرمایه‌گذاری. ۷ (۲۶). ۱۸۵-۱۹۹
- بحری‌ثالث، جمال. (۱۳۹۶). بررسی ارتباط بین خوش‌بینی مدیریت و هموارسازی سود در بانک‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش سرمایه‌گذاری. ۲۲. ۱۷۹-۱۹۶
- تسلطی، محبوبه‌سادات، محقق، محمدرضا. (۱۳۹۸). بررسی رابطه اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، تامین مالی داخلی و بازده سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. موسسه آموزش عالی علامه فیض کاشانی، دانشکده علوم انسانی
- تهرانی، رضا، نوربخش، عسکر. (۱۳۸۵). مدیریت سرمایه‌گذاری. تهران: نگاه دانش.
- خرمی، داریوش، جمکرانی، رضا غلامی. (۱۳۹۵). سازوکارهای نظام راهبری شرکتی و خوش‌بینی مدیریتی. مجله دانش حسابداری. ۷ (۲۷). ۱۸۱-۱۵۹
- داداشی، ایمان، یحیی‌زاده‌فر، محمود، شامخی‌امیری. (۱۳۹۷). تاثیر خوش‌بینی مدیران بر هم‌زمانی قیمت‌سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز. ۱۰ (۲). ۳۷۵-۱۸۲-۱۵۹
- سلیمانی امیری، غلامرضا، فرشی، زهرا. (۱۳۹۱). بررسی تاثیر تامین مالی از بانک‌ها و اهداف مالیاتی بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش حسابداری. ۳ (۱۱). ۸۳-۵۷
- مظفری‌فر، میثم، عبدلی، محمدرضا، رجبی، سعید. (۱۳۹۸). اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، تامین مالی داخلی و بازده سرمایه‌گذاری. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. موسسه آموزش عالی شمس گنبد، دانشکده علوم انسانی
- مدرس، احمد، حصارزاده، رضا. (۱۳۸۷). کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری. فصلنامه بورس اوراق بهادار. ۱ (۲). ۸۵-۱۱۶

- Ahmad, R., Habib, Y. (2018). Overconfident Managers and External Financing Choice: Evidence from Pakistan. Retrieved from: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3106526>.
- Baker, M., Ruback, R., Wurgler, J. (2007). Behavioral Corporate Finance. Handbook of corporate finance: Empirical
- Begley, T.M., Lee, C., Czajka, J.M. (2000). The Relationships of Type A Behavior and Optimism with Job Performance and Blood Pressure, Journal of Business and Psychology, 15 (2), pp. 215-27.

- Ben Mohamed,E., Baccar.A., Fairchild.R., Bouri.A. (2012). Does Corporate Governance Affect Managerial Optimism? Evidence from NYSE Panel Data Firms, *International Journal of Euro-Mediterranean Studies*, 5(1), 41–56
- Chang, Shu-Ling., Hwang, Long-Jainn., Li, Chun-An., Jhou, Cian-Ting. (2018). Managerial overconfidence and earnings management. *International Journal of Organizational Innovation*, 10(3), 189-205.
- Cronqvist, H.F., Makhija, A., Yonker, S. (2012). Behavioral Consistency in Corporate Finance: CEO Personal and Corporate Leverage. *Journal of Financial Economics*, 3, 20–40.
- Campbell, C., Johnson, S., Rutherford, J., Stanley, B. (2011). CEO Confidence and Forced Turnover. *Journal of Financial Economics*, 101(3) 695-712.
- Deshmukh, S., Goel, A.M., Howe, K.M. (2012). CEO Overconfidence and Dividend Policy. Working paper.
- Fazzari, M. Steven., Hubbard, R., Glenn Petersen., C ,Bruce. (1988). Investment-Cash Flow Sensitivities are Useful
- Heaton, J.B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 31, 33-45.
- Hackbarth, D. (2008). Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(4), 843 -882.
- Hribar, P., Yang. H. (2006). CEO Confidence, Management Earnings Forecasts, and Earnings Management, Working paper, University of Iowa and Cornell University.
- Jason W. Ridge., Dave, Kern., Margaret A. White , (2014), The Influence of Managerial Myopia on Firm Strategy , *Management Decision*,. 52 (3). 602 – 623.
- Kaplan, S., Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financin constraints? *The Journal of Economics*. 112: 169-215.
- Myers, S., Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Malmendier, U., Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Financ*, 60(6), 2661-2700.
- Millo, Y., Wisniewski, T. P., Yekini, L. S. (2014). Market Reaction to the Positiveness of Annual Report Narratives. Leicester: University of Leicester.
- Paramasivan C., Subramanian T., (2012). *Financial Management*, Published by New Age International (P) Limited, 5th Edition.
- Scheier, M.F., Carver, C.S. (1985). Optimism, Coping, and Health: Assessment and Implications of Generalized Outcome Expectancies”, *Health Psychology*, 4, 219-47.
- Scheier, M.F., Matthews, K.A., Owens, J.F., Magovern, G.J., Lebfevre, R.C., Abbott, R.A. and Carver, C.S. (1989). Dispositional Optimism and Recovery from Coronary Artery Bypass Surgery: the Beneficial Effects on Physical and Psychological Well-being”, *Journal of Personality and Social Psychology*, 57, 1024-40
- Shefrin, H. (2000). Behavioral Corporate Finance, *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3). 113-126.