

## بررسی تأثیر سازوکارهای نظارت بیرونی بر ارتباط بین بیش‌اعتمادی مدیران و بیش‌سرمایه‌گذاری (مطالعه موردی در صنعت دارو)

احمد عظیمی

دپارتمان حسابداری - دانشکده فنی و حرفه ای شهید قاضی طباطبایی ارومیه - دانشگاه فنی و حرفه ای استان آذربایجان غربی

- ایران (نویسنده مسئول)

Ahmad.2007@yahoo.com

مرضیه قلیزاده

عضو انجمن حسابداری ایران

Cpafasb@gmail.com

شماره ۱۲ / پاییز ۱۳۹۸ (جلد اول) / صص ۱۱۹-۱۳۰  
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره دوم)

### چکیده

یکی از مهمترین تصمیم‌های پیش‌روی مدیران واحد تجاری تصمیم‌های مربوط به سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذاری یکی از اجزاء ضروری عملیات هر واحد تجاری است. اتخاذ سیاستهای سرمایه‌گذاری توسط مدیران، نقش بسزایی در ریسک و ایجاد ثروت برای سهامداران دارد. یکی از عوامل مؤثر بر میزان سرمایه‌گذاری‌های یک شرکت، بیش‌اعتمادی مدیران است. در این راستا، پژوهش حاضر به بررسی تأثیر نظارت بیرونی بر ارتباط بین بیش‌اعتمادی مدیران و بیش‌سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران (صنعت دارو) در بازه‌ی زمانی ۱۳۹۲-۱۳۹۶ می‌پردازد. بدین منظور با استفاده از روش بررسی میدانی و اسنادکاوی، اطلاعات استخراج شده با استفاده از روش‌های آمار توصیفی و الگوی رگرسیون لجستیک مورد آزمون و تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند. نتایج حاصل حاکی از آن است که بیش‌اعتمادی مدیران دارای رابطه‌ی مستقیم و معناداری با بیش‌سرمایه‌گذاری است که این رابطه توسط نظارت بیرونی تعدیل (کاهش) می‌یابد. به این معنا که وجود نظارت‌های بیرونی صحیح بر تصمیم‌گیری راجع به فرصت‌های سرمایه‌گذاری به وسیله‌ی مدیران واحدهای تجاری که بر اساس منافع شخصی آن‌ها صورت می‌گیرد تأثیر می‌گذارد و سرمایه‌گذاری‌های زیان‌آور به حداقل می‌رساند.

**واژه‌های کلیدی:** بیش‌اعتمادی مدیران، بیش‌سرمایه‌گذاری، نظارت بیرونی.

### مقدمه

واحدهای تجاری، همواره با فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیادی رو به رو می‌شوند و نیازمند تصمیم‌گیری منطقی نسبت به یک سرمایه‌گذاری بهینه هستند. در واقع، سرمایه‌گذاری هر واحد تجاری باید با توجه به محدودیت منابع و کارا بودن آن صورت بگیرد؛ اما مسأله‌ی اصلی، انتخاب طرح‌ها و تصمیم‌گیری راجع به فرصت‌های سرمایه‌گذاری به وسیله‌ی مدیران واحدهای تجاری است که بر اساس منافع شخصی آن‌ها صورت می‌گیرد. به عبارتی دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع، مانع انجام یک سرمایه‌گذاری بهینه می‌شود (یانگ و جیانگ<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸). از این رو، واحدهای تجاری برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های مختلف، باید حد یا میزان سرمایه‌گذاری را با توجه به محدودیت منابع، مورد توجه قرار دهند (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷). این امر از طریق روش‌های ارزیابی طرح‌ها از جمله ارزش فعلی خالص انجام می‌شود. طبق

<sup>1</sup> Yang & Jiang

این روش، سرمایه‌گذاری در یک یا چند طرح در صورتی توجیه‌پذیر خواهد بود که ارزش فعلی خالص آن طرح، مثبت باشد. بنابراین، پذیرش طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی، منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد و در نتیجه بهینه نبودن سرمایه‌گذاری می‌شود (وردی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۶) یکی از عوامل مؤثر در ایجاد سرمایه‌گذاری بیش از حد، بیش‌اعتمادی مدیران واحد تجاری است.

بیش‌اعتمادی یکی از مفاهیم مهم رفتاری در تئوری‌های مالی و روانشناسی است که باعث می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک‌ها را کمتر از حد تخمین زده و احساس کند روی مسائل و رویدادها کنترل دارد در حالی که ممکن است در واقعیت این‌گونه نباشد (فلاح شمس لیالستانی و همکاران، ۱۳۸۹) روانشناسان به این نتیجه رسیدند که افراد در هنگام قضاوت و تصمیم‌گیری به اطلاعات برجسته، وزن بیشتری می‌دهند. بررسی آثار اعتماد بیش از حد مدیران بر رویه‌های شرکت شامل رویه‌های حسابداری از آن رو اهمیت دارد که اعتماد بیش از حد می‌تواند به اتخاذ تصمیمات نادرست سرمایه‌گذاری و سیاست‌های نادرست مالی و حسابداری منجر شود و هزینه‌های سنگینی را بر شرکت تحمیل کند.

به تدریج و با توجه به بحران‌های مالی شرکت‌های سرمایه‌پذیر، لزوم ایجاد نظام جدیدی از حاکمیت شرکت‌ها احساس شد. از مهمترین معیارهای کنترلی حاکمیت شرکتی حضور سهامداران نهادی در شرکت است. در بیشتر نظام‌نامه‌های حاکمیت شرکتی بر حضور آن‌ها در جهت افزایش منافع سهامداران تأکید شده است. گزارش‌های حاکمیت شرکتی حاکی از آن است که سهامداران نهادی به علت درصد بالای مالکیت خود توانایی اعمال کنترل بر اقدامات شرکت را دارند. پتانسیلی که به ندرت برای سهامداران کوچک وجود دارد (نوروش و ابراهیمی کردلر، ۱۳۸۴). مطابق پژوهش‌های مک‌لینگ<sup>۳</sup> (۱۹۷۶) و جنسن<sup>۴</sup> (۱۹۸۶) در صورت عدم حضور سهامداران نهادی، مدیران شرکت‌ها به دنبال انگیزه‌های شخصی خود نظیر سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مختلف و عدم پرداخت سود سهامداران و به طور کلی انباشت وجه نقد حاصل از جریان‌های نقدی خواهند بود. حتی مدیران حاضرند پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی را حفظ نموده تا سودهای خود را به حداکثر برسانند. پژوهش ری‌دیک و وایتد<sup>۵</sup> (۲۰۰۹) نشان داد با توجه به مشکلات نمایندگی، شرکت‌هایی که درصد سهامداران نهادی بالاتری دارند، به دلیل نظارت برون‌سازمانی قوی‌تر، مشکلات نمایندگی کمتری دارند. در واقع نظارت برون‌سازمانی مدیران را به منظور جلوگیری از ادامه‌ی پروژه‌های دارای خالص ارزش فعلی منفی مجبور می‌کند. مطابق استدلال باو و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۱۲) حضور سهامداران نهادی موجب ایجاد انگیزه در شرکت‌ها برای بهره‌مندی بیشتر از نوسان‌های سود و استفاده‌ی کمتر از ذخایر نقدی برای انگیزه‌های احتیاطی و یا جبران زیان پروژه‌های فعلی در حال انجام می‌شود. در واقع نظارت صحیح سهامداران نهادی انگیزه‌ی مدیران شرکت‌ها را به منظور خودداری از پرداخت سود سهام و انباشت وجه نقد در راستای منافع و علایق شخصی و سرمایه‌گذاری‌های زیان‌آور به حداقل می‌رساند.

با توجه به موارد ذکر شده، مشخص می‌شود که اعتماد بیش از حد مدیران بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری آنها مؤثر است و به نظر می‌رسد که سازوکارهای نظارتی می‌تواند بر ارتباط بین این دو مقوله مؤثر باشد. حال در این پژوهش، تأثیر سازوکارهای نظارت بیرونی بر ارتباط بین بیش‌اعتمادی مدیران و بیش‌سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار گرفته است.

<sup>2</sup> Verdi

<sup>3</sup> Meckling

<sup>4</sup> Jensen

<sup>5</sup> Riddick & Whited

<sup>6</sup> Bao et al

سازمان‌دهی مقاله چنین است که در ابتدا ضمن بیان مبانی نظری، پژوهش‌هایی که پیرامون موضوع پژوهش صورت گرفته است، مورد بررسی قرار می‌گیرد، سپس به بیان روش انجام پژوهش، جامعه و نمونه‌ی آماری پرداخته و روش گردآوری اطلاعات و تجزیه و تحلیل نتایج ارائه می‌گردد. در پایان نتیجه‌گیری و یافته‌های پژوهش بیان می‌شود.

## مبانی نظری پژوهش

نقش محوری سرمایه در دنیای تجارت امروز، بر هیچ کسی پوشیده نیست و چنین نقشی بسیار برجسته و قابل توجه هست. هر شرکتی برای اینکه بتواند کالا یا خدمتی را عرضه نماید، قبل از انجام هرگونه فعالیتی، به سرمایه و منابع مالی نیازمند است تا بتواند داراییهای مورد نیاز خود را خریداری نموده و به سرمایه‌گذاری بپردازد. متعاقب بزرگ شدن شرکت‌ها و توسعه‌ی فناوری، نیاز به مبالغ هنگفت سرمایه و منابع مالی شدت گرفته و بازارهای متعدد مالی توسعه یافته‌اند. این توسعه به نوبه خود از یک سو تعدد روشهای تأمین مالی توسط شرکت‌ها را می‌طلبد و از سوی دیگر مدیران را به تعیین راهبرد مناسب در زمینه‌ی تأمین مالی و تعیین ساختار مطلوب سرمایه شرکت ملزم ساخته است. تهیه‌ی یک استراتژی صحیح بر مبنای متغیرهای اقتصادی، بازاریابی، تولید و مالی از مهم‌ترین وظایف مدیریت یک شرکت است. یک استراتژی مناسب مالی توان شرکت در نیل به اهداف را تقویت می‌کند. به منظور به حداکثر رساندن ارزش شرکت به عنوان یک هدف راهبردی، مدیریت شرکت باید اهداف سه‌گانه‌ی آن را به شرح زیر مورد توجه قرار دهد: اول، تعیین اندازه-ای مناسب از شرکت و نرخ رشد آن. دوم، تعیین بهترین ترکیب داراییها. سوم، تعیین بهترین ترکیب منابع مالی و ساختار سرمایه. بنابراین مدیران باید بکوشند تا میزان داراییها و نرخ رشد شرکت را تعیین کنند و بدانند که شرکت در کدام قلم از داراییها باید سرمایه‌گذاری کرده و برای رسیدن به بهترین بازده برای سهامداران از کدام منبع یا منابع استفاده کند. نکته قابل توجه این است که تصمیم‌های مالی وابسته به هم و متوالی هستند و نباید فقط یک بار و برای همیشه اتخاذ شوند. واحدهای تجاری به دلایل مختلفی به منابع مالی نیازمند هستند. استفاده از شیوه‌های صحیح تأمین مالی برای اجرای پروژه‌های سودآور می‌تواند در جهت افزایش ثروت سهامداران شرکت، نقش اساسی ایفا کند. هر شرکتی در تصمیم‌های تأمین مالی با دو منبع داخلی و خارجی رو به رو است. منابع داخلی شامل وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، فروش داراییها و سود انباشته و منابع، خارجی شامل انتشار اوراق بهادار نظیر انتشار سهام اوراق مشارکت و دریافت تسهیلات مالی از بانک‌ها و غیره هستند. انتشار سهام، واکنش متفاوت سهامداران را در بر دارد. همچنین، استفاده از وام و استقراض به علت ایجاد مشکلاتی مانند عدم پرداخت به موقع بدهی‌ها، ناتوانی مالی و در نهایت ورشکستگی، اثرات متفاوتی بر قیمت سهام خواهد داشت. منابع خارجی آن دسته از منابعی هستند که شرکت‌ها در صورت عدم کفایت منابع داخلی برای تأمین مالی نیازهای شرکت به وسیله ایجاد بدهی یا انتشار سهام جدید، اقدام به جذب سرمایه می‌نمایند (جهانخانی و پارساییان، ۱۳۸۴) موضوع ساختار سرمایه از جمله مسائل داخلی شرکت‌ها محسوب می‌گردد، اما از آنجا که تصمیم‌های تأمین مالی شرکت با محیط پیرامون آن در ارتباط است، بنابراین شرایط و وضعیت بازار سرمایه نیز بر روی تصمیم‌های ساختار سرمایه تأثیر می‌گذارد. بنابراین می‌توان گفت که عوامل خارجی و داخلی زیادی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیران تأثیر می‌گذارند. یکی از عوامل داخلی، اعتماد مدیران نسبت به برآوردها و تخمین‌های خود از وضعیت آتی می‌باشد.

## بیش اعتمادی مدیران

بیش اعتمادی یا اعتماد به نفس بیش از حد، یکی از مهمترین مفاهیم مالی رفتاری مدرن است که هم در تئوری‌های مالی و هم روانشناسی جایگاه ویژه‌ای دارد. در سالهای اخیر با ورود بحث روانشناسی به حوزه‌ی مالی و حسابداری یکی از

عوامل شناخته شده در این حوزه، اعتماد بیش از اندازه مدیران است. مدیران در سازمانها نقش رهبر، مصلح و هدایت کننده امور مختلف، کنترل، نظارت و تصمیم‌گیری را بر عهده دارند. تحقیقاتی وجود دارد که نشان می‌دهد مدیران همواره انتخاب و تصمیمات عقلایی را برنگزیده و در این امر از تمایلات جانبدارانه خویش بهره برده‌اند (پیرمرادی، ۱۳۹۳).  
بیش‌اعتمادی (خوش بینی) مدیران ناشی از ارزیابی بیش از حد بازده آتی شرکت از پروژه‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد. در میانی نظری، مدیران بیش اعتماد به عنوان مدیرانی که بطور منظم بازده‌های آتی از پروژه‌های شرکت و یا احتمالات اثرات مطلوب جریان نقدی شرکت خود را بیش از حد و از طرف دیگر احتمال و اثر رویدادهای منفی مؤثر بر جریان نقدی شرکت خود را کمتر از حد واقع برآورد می‌کنند، شناخته می‌شوند (هیتون<sup>۷</sup>، ۲۰۰۲).  
هیتون (۲۰۰۲) نشان داد مدیران بیش‌اعتماد، پروژه‌هایی با ارزش خالص فعلی منفی را بعنوان سرمایه‌گذاری‌هایی با ارزش خالص مثبت در نظر می‌گیرند. کوردیرو<sup>۸</sup> (۲۰۰۹) نشان داد مدیران بیش‌اعتماد، تمایل به پرداخت سود کمتری نسبت به سایر مدیران دارند. همچنین مالمیندر و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۱۱) بررسی نموده‌اند که بیش‌اعتمادی مدیران منجر به تحریف در سیاست‌های مالی و سرمایه‌گذاری شرکت می‌شود.

### سازوکارهای نظارتی

مالکان نهادی در نظارت شرکت‌ها بر حقوق صاحبان سهام نگهداری شده توسط آنها نقش کلیدی دارند. مالکان (سهامداران) شرکت، حقوق متفاوتی دارند، از جمله این حقوق انتخاب هیئت مدیره است که به عنوان نماینده برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت فعالیت می‌کنند. از سوی دیگر، سهامداران عمده در انتقال اطلاعات به سایر سهامداران نقش قابل ملاحظه‌ای دارند. آنها می‌توانند اطلاعات خصوصی از مدیریت کسب کنند و اطلاعات را به دیگران انتقال دهند (نجار و تیلور<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۸). عموماً این گونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود. این امر از فعالیت‌های نظارتی نشأت می‌گیرد که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند. سهامداران عمده از اثرگذاری‌شان روی رفتار شرکت به چند طریق استفاده می‌نمایند. آنها ممکن است روی تصمیمات عملیاتی شرکت با استفاده از نظارت بر مدیریت اثر بگذارند و سبب بهبود انتخاب پروژه‌ها و سطح سرمایه‌گذاری و کاهش احتمال تلف شدن منابع شوند (بیکر و همکاران<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۰). همچنین ماگ<sup>۱۲</sup> (۱۹۹۸) این گونه بیان کرده است که هرچه سطح مالکیت نهادی بیشتر باشد، نظارت بر مدیریت بهتر انجام می‌شود و این ارتباط یک ارتباط مثبت است. بوش<sup>۱۳</sup> (۱۹۹۸) اظهار داشته است که سرمایه‌گذاران نهادی از طریق جمع‌آوری اطلاعات و قیمت‌گذاری تصمیمات مدیریت به طور ضمنی و همچنین از طریق اداره‌ی نحوه‌ی عمل شرکت به طور صریح بر شرکت نظارت می‌کنند. یکی از مهم‌ترین ویژگی‌های بازارهای سرمایه نو پا مخصوصاً در کشورهای در حال توسعه، وجود سرمایه‌گذاران عمده و تملک بخش اعظمی از حقوق مالکانه‌ی شرکت‌ها توسط آنها است.

<sup>7</sup> Heaton

<sup>8</sup> Cordeiro

<sup>9</sup> Malmendier et al

<sup>10</sup> Najjar & Taylor

<sup>11</sup> Becker et al

<sup>12</sup> Maug

<sup>13</sup> Bushee

### پیشینه پژوهش

تساوی و گو<sup>۱۴</sup> (۲۰۰۷) در پژوهشی ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. این پژوهش سرمایه نشان داد که سرمایه‌گذاری نهادی در شرکت‌ها ممکن است به سرمایه‌گذاری کمک کند تا مسائل نمایندگی حاصل از تفکیک مدیریت و مالکیت را کاهش دهند. افزون بر این، مؤسسات مالی مایل هستند تا در شرکت‌های بزرگ‌تر و با اهرم مالی کمتر، سرمایه‌گذاری کنند.

احمد و دالمن<sup>۱۵</sup> (۲۰۰۷) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که، مدیران بیش اعتماد بازده سرمایه‌گذاری خود را بیش از واقع نشان می‌دهند، این دلالت بر این دارد که مدیران زیان را با تأخیر شناسایی و بطور معمول از حسابداری محافظه-کارانه‌ی کمتری استفاده می‌نمایند. گذشته از این نظارت برون‌سازمانی کمک می‌کند اثرات آنرا کاهش دهد. با استفاده از اندازه‌گیری در دو حالت محافظه‌کارانه و غیرمحافظه‌کارانه به این نتیجه رسیدند که شواهد قوی بر ارتباط منفی بین بیش‌اعتمادی مدیران و محافظه‌کاری در حسابداری وجود دارد که نظارت برون‌سازمانی اثرات آن را کاهش نمی‌دهد.

بن دیوید و همکاران<sup>۱۶</sup> (۲۰۰۷) در پژوهش خود در ارتباط با تأثیر سیاست‌های شرکت‌ها با بیش‌اعتمادی مدیران به این نتیجه دست یافته‌اند شرکت‌هایی که دارای مدیران بیش‌اعتمادی هستند از نرخ تخفیفات پایین‌تر نسبت به ارزش جریانات نقدی و سرمایه‌گذاری بیشتر، استفاده‌ی بیشتر از بدهی و احتمال کمتر پرداخت سود نقدی و احتمال بیشتر بازخرید سهام استفاده می‌کنند.

لین و شن<sup>۱۷</sup> (۲۰۱۲) با بررسی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تایوان طی دوره‌ی زمانی ۲۰۰۰-۲۰۰۹ به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌های با مکانیزم‌های قوی حاکمیت شرکتی، بین فرصت سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود رابطه‌ی منفی وجود دارد. این در حالی است که در شرکت‌های با مکانیزم‌های ضعیف حاکمیت شرکتی، رابطه‌ی بین فرصت سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود مثبت است.

لیو و تافلر<sup>۱۸</sup> (۲۰۰۸) در پژوهشی تأثیر بیش‌اعتمادی مدیریت بر عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار دادند. آنها با این فرضیه که بیش‌اعتمادی بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر منفی دارد، ۳۳۰۰ شرکت را طی سالهای ۱۹۹۳-۲۰۰۵ آزمون نمودند. نتایج پژوهش آنها فرضیه‌ی آنها را تأیید نمود.

ملکیان و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهش خود به بررسی رابطه‌ی بین اعتماد بیش از حد مدیران و محافظه‌کاری به این نتیجه رسیده‌اند که بین بیش‌اعتمادی مدیران و محافظه‌کاری رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

در پژوهشی به بررسی تأثیرگذاری اعتماد بیش از حد مدیران بر عملکرد شرکت‌ها پرداختند. مطالعه‌ی انجام شده بر روی ۷۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سالهای ۱۳۸۸-۱۳۹۲ بوده و نتایج حاصل از آزمونهای پژوهش نشان‌گر این بود که بیش‌اعتمادی مدیریت بر عملکرد مالی شرکت‌ها تأثیرگذار است.

نیکبخت و رحمانی نیا (۱۳۸۹) به بررسی مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان‌دهنده‌ی رابطه‌ی مثبت و معنی‌دار بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌ها است. همچنین بازده حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی دارای رابطه‌ی معنی‌دار می‌باشند.

فلاح شمس لیالستانی، قالیباف اصل و نوبخت سرابی (۱۳۸۹) نشان دادند مدیران کم‌تجربه در مقایسه با مدیران با تجربه، از اطمینان بیش از حد بیشتری برخوردارند و ریسک‌پذیرترند.

<sup>14</sup> Tsai & Gu

<sup>15</sup> Ahmed & Duellman

<sup>16</sup> Ben-David et al

<sup>17</sup> Lin & Shen

<sup>18</sup> Liu & Taffler

در راستای دستیابی به هدف پژوهش و با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش مطرح شده، فرضیه های پژوهش این گونه تدوین شده است:

فرضیه اول: بین بیش اعتمادی مدیران و بیش سرمایه گذاری رابطه وجود دارد.  
فرضیه دوم: نظارت بیرونی بر ارتباط بین بیش اعتمادی مدیران و بیش سرمایه گذاری تاثیر دارد.

### روش شناسی پژوهش

پس از اجرای مرحله تحقیق کتابخانه ای و میدانی، کلیه اطلاعات مورد نیاز شرکتها از طریق بانکهای اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزارهای کدال و ره آورد نوین و سامانه معاملاتی بورس اوراق بهادار تهران جمع آوری شده است. (به منظور بررسی صحت داده ها، تطابق بین داده های نرم افزار و صورت های مالی انجام گرفت). داده های جمع آوری شده با استفاده از نرم افزار Excel آماده و سپس با استفاده از نرم افزار STATA نسخه ۱۴ نهایی انجام گرفته است.

### جامعه و نمونه آماری

قلمرو مکانی این پژوهش کلیه شرکت های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که در بازه زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ آن ها مورد بررسی قرار گرفته است. روش نمونه برداری در این پژوهش مبتنی بر روش غربالی (حذف براساس محدودیت های مطرح شده در تحقیق) است. بدین ترتیب شرکت های جامعه آماری که شرایط زیر را دارا بودند به عنوان نمونه آماری انتخاب و مابقی حذف شده اند. نمونه انتخابی شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنعت دارو است که شرایط زیر را دارند:

۱. شرکت هایی که سال مالی آن ها منتهی به پایان اسفند ماه باشند.
  ۲. شرکت هایی که دارای توقف معاملاتی بیش از شش ماه نباشند.
  ۳. شرکت هایی که معاملات آنها در بورس اوراق بهادار دارای تداوم باشد و حذف نشده باشند.
  ۴. تاریخ پذیرش شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران قبل از سال مالی ۱۳۹۲ باشد.
  ۵. بین سالهای ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ تغییر سال مالی نداشته باشند.
  ۶. اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی مورد بررسی به طور کامل ارائه کرده باشند.
- پس از اعمال محدودیت های فوق برای صنعت دارو، شرکتهای موجود در جدول ۱ به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند.

جدول (۱): شرکتهای عضو نمونه آماری

ردیف	نام شرکت	ردیف	نام شرکت
۱	البرز دارو	۱۱	دارو زهراوی
۲	ایران دارو	۱۲	دارو سبحان
۳	پارس دارو	۱۳	دارو عبیدی
۴	جام دارو	۱۴	دارو فارابی
۵	دارو ابوریحان	۱۵	دارو لقمان
۶	دارو اسوه	۱۶	داروپخش
۷	دارو اکسیر	۱۷	روز دارو
۸	دارو جابرابن حیان	۱۸	سینا دارو
۹	دارو رازک	۱۹	کیمیدارو

## مدل ریاضی و متغیرهای پژوهش

در پژوهش حاضر از مدل شماره ۱ برای آزمون فرضیه‌ی اول و فرضیه‌ی دوم استفاده شده است.

$$\text{Over investment}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{CEO Overconfidence}_{it} + \beta_2 \text{External monitoring}_{it} + \beta_3 \text{CEO Overconfidence}_{it} * \text{External monitoring}_{it} + \beta_4 \text{Size}_{it} + \beta_5 \text{Lev}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

در فرضیه‌ی اول، متغیر مورد توجه، بیش اعتمادی مدیران می باشد (CEO Overconfidence) چنانچه سطح معناداری این متغیر کمتر از ۵ درصد باشد، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، فرضیه‌ی اول مورد پذیرش قرار خواهد گرفت.

در فرضیه‌ی دوم نیز، متغیر مورد توجه، اثر تعاملی نظارت بیرونی و بیش اعتمادی مدیران می باشد (CEO Overconfidence it \* External monitoring it)، چنانچه سطح معناداری این متغیر کمتر از ۵ درصد باشد، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، فرضیه‌ی اول مورد پذیرش قرار خواهد گرفت.

## متغیر وابسته (بیش سرمایه گذاری)

در بسیاری از مطالعات تجربی، متغیرهای شامل نسبت توپین کیو و مخارج سرمایه‌ای برای کارایی سرمایه گذاری به کار گرفته می‌شد (لی و وانگ<sup>۱۹</sup>، ۲۰۱۰). اما به تازگی استفاده از شاخص هایی چون، مدل نهایی کیو توپین، مدل ورگلر<sup>۲۰</sup> (۲۰۰۰) و ریچاردسون<sup>۲۱</sup> (۲۰۰۶) برای کارایی سرمایه‌گذاری افزایش گسترده‌ای یافته است. هرچند که مدل ریچاردسون (۲۰۰۶) را برگ استرسر<sup>۲۲</sup> (۲۰۰۶) مورد سوال قرار داده است، اما این مدل می تواند به طور مستقیم کارایی سرمایه گذاری را به صورت سال- شرکت اندازه گیری کند؛ همچنین استفاده از داده‌های مقطعی رگرسیون در مدل ریچاردسون، می تواند انتقادهایی را که برای معیار توپین و مدل مرگلر (۲۰۰۰) وارده شده، کاهش دهد.

بنابراین در این پژوهش از مدل ریچاردسون (۲۰۰۶) برای محاسبه‌ی عدم کارایی سرمایه گذاری (سرمایه گذاری کمتر از حد و بیشتر از حد) برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده می شود. برآورد مدل ریچاردسون (۲۰۰۶) به شرح رابطه‌ی شماره ۱ می باشد (لی و وانگ، ۲۰۱۰).

رابطه‌ی شماره ۱

$$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Grow_{i,t-1} + \sum \Phi_i Control_{j,t,t-1} + v_{i,t}$$

INV<sub>it</sub> = نسبت تغییر در کل دارایی های ثابت، سرمایه گذاری بلند مدت و دارایی های نامشهود بر میانگین کل دارایی های شرکت i در سال t می باشد

GROW<sub>it-1</sub> = نرخ رشد درآمد سالانه شرکت در سال t-1

CONTROL<sub>it-1</sub> = بیانگر متغیرهای کنترلی می باشد این متغیرهای کنترلی عبارتند از:

LEV<sub>it-1</sub> = اهرم مالی شرکت در سال t-1 می باشد که از طریق تقسیم کل بدهی ها بر کل دارایی ها بدست می آید

AGE<sub>it-1</sub> (سن) = که بیانگر نسبت عمر شرکت بر لگاریتم جمع کل دارایی ها در سال t-1 می باشد

CASH<sub>it-1</sub> = نسبت نقدی می باشد که از طریق نسبت وجوه نقد و سرمایه گذاری های کوتاه مدت بر جمع کل دارایی ها در سال t-1 بدست می آید

SIZE<sub>it-1</sub> = بیانگر لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی ها در ابتدای سال

RET<sub>it-1</sub> = بیانگر بازده سالانه سهام می باشد.

<sup>19</sup> Li & Wang

<sup>20</sup> Wurgler

<sup>21</sup> Richardson

<sup>22</sup> Bergstresser

بر اساس پژوهش ریچاردسون (۲۰۰۶)، متغیر فروش برای تخمین و برآورد فرصت های سرمایه گذاری مورد انتظار به کار گرفته می شود. بر اساس این رویکرد، سرمایه گذاری تابعی از فرصت های رشد و همچنین متغیرهای کنترلی تاثیر گذار بر آن بوده است. بنابراین انحراف سرمایه گذاری واقعی شرکت، از سرمایه گذاری مورد انتظار طبق معادله برازش شده، نشان از بیش سرمایه گذاری و یا کم سرمایه گذاری شرکت است. مقدار این انحراف بیانگر شاخص معکوسی از کارایی سرمایه گذاری (عدم کارایی سرمایه گذاری) است (بادآورنهدی و تقی زاده خانقاه، ۱۳۹۲).

بطور کلی، در معادله رگرسیونی فوق، پسماندهای معادله محاسبه می شود. پسماندهای مثبت (انحراف مثبت از سرمایه گذاری مورد انتظار) نشان دهنده انتخاب پروژه های با خالص ارزش فعلی منفی یا همان سرمایه گذاری بیش از حد است و پسماندهای منفی نشان دهنده گذر از فرصت های سرمایه گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت، یا همان سرمایه گذاری کمتر از واقع است.

### متغیر مستقل (بیش اعتمادی مدیران)

با توجه به اینکه تصمیم های سرمایه گذاری شرکت، حاوی اطلاعاتی درباره میزان اطمینان بیش از حد مدیریتی است، در تحقیق احمد و دوئلمن (۲۰۱۳) برای اندازه گیری اطمینان بیش از حد مدیریتی از معیار مازاد سرمایه گذاری استفاده شده است. بدین منظور مدل رگرسیونی شماره یک بصورت مقطعی برآورد می شود و پس از آن در هر سال باقی مانده محاسبه خواهد شد. چنانچه باقی مانده مدل مذکور برای شرکتی بزرگتر از صفر باشد، به این معنا است که در آن شرکت بیش از حد سرمایه گذاری شده است.

$$ASSET \times GR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SALES \times GR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$ASSET \times GRE =$  رشد دارایی شرکت است که از طریق تفاوت میزان تغییرات دارایی ها نسبت به سال گذشته محاسبه می شود.

$SALES \times GRE =$  رشد فروش شرکت است که از تفاوت میزان تغییرات فروش نسبت به سال گذشته شرکت محاسبه می شود.

در این مدل اطمینان بیش از حد مدیریتی یک متغیر مجازی است که اگر باقی مانده مدل در سال بررسی بزرگتر از صفر باشد برابر با یک و در غیر اینصورت برابر با صفر خواهد بود.

### متغیر تعدیل گر: نظارت بیرونی

مالکیت نهادی: درصد سهام نگهداری شده شرکت بوسیله شرکتهای سرمایه گذاری، صندوقهای بازنشستگی، بانکها استقلال هیئت مدیره: در پژوهش حاضر از نسبت مدیران غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضاء برای سنجش استقلال هیئت مدیره استفاده شده است. عضو غیرموظف هیئت مدیره، عضوی هست که فاقد مسئولیت اجرایی در شرکت است. لازم به توضیح است که معیارهای نظارت بیرونی توسط تحلیل عاملی، به یک معیار جامع تبدیل و در مدل رگرسیونی استفاده شده است.

### متغیرهای کنترلی

SIZE: اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام.

LEV: نسبت بدهی ها به جمع کل دارایی ها



## یافته‌های پژوهش

یافته‌های حاصل از پژوهش به شرح زیر می‌باشند:

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	تعداد	میانگین	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
مالکان نهادی	۹۵	۰,۳۹	۰,۲۶۵	۰,۰۳۱	۰,۸۹۶
استقلال هیئت مدیره	۹۵	۰,۶۹۳	۰,۱۵۲	۰,۰۴	٪۱۰۰
اندازه شرکت	۹۵	۱۴,۱۲۱	۰,۸۳۰	۱۱,۰۳۷	۱۵,۲۷۲
اهرم مالی	۹۵	۰,۵۵۴	۰,۲۱۰	۰,۰۱۲	۰,۸۷۱

در جدول (۲)، اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر اهرم مالی (lev) برابر با ۰,۵۵۴ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. یا به عبارت دیگر، میانگین نسبت بدهی به دارایی شرکت های مورد مطالعه، برابر با ۵۵ درصد می‌باشد. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر اندازه شرکت برابر با ۰,۸۳۰ و برای متغیر استقلال هیئت مدیره برابر با ۰,۱۵۲ می‌باشد که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند.

جدول (۳): تویع فراوانی متغیر (بیش سرمایه گذاری)

شرح	فراوانی	درصد فراوانی
۰	۳۸	۴۰
۱	۵۷	۶۰
جمع کل	۹۵	۱۰۰

جدول (۴): تویع فراوانی متغیر (بیش اعتمادی مدیران)

شرح	فراوانی	درصد فراوانی
۰	۴۷	۴۹,۴۷
۱	۴۸	۵۰,۵۳
جمع کل	۹۵	۱۰۰

جدول ۳ نشان می‌دهد که از بین ۹۵ سال شرکت مورد بررسی، ۵۷ سال شرکت، دارای مشکل بیش سرمایه گذاری هستند از این رو مقدار برابر با عدد یک گرفته‌اند. همچنین نتایج جدول شماره ۴ نشان می‌دهد که از بین ۹۵ سال، شرکت مورد بررسی، تعداد ۴۷ سال، شرکت دارای مدیران بیش اعتماد هستند.

جدول (۵): برازش مدل ریاضی پژوهش با الگوی رگرسیون لجستیک

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معناداری
بیش اعتمادی مدیران	۱,۲۵۵	۰,۵۰۴	۲,۴۹	۰,۰۱۳
نظارت بیرونی	-۰,۹۰۵	۰,۴۷۰	-۱,۹۲	۰,۰۵۴
بیش اعتمادی مدیران* نظارت بیرونی	-۳,۵۰۲	۱,۳۰۱	-۲,۶۹	۰,۰۰۷
اندازه شرکت	-۰,۱۲۰	۰,۲۸۴	-۰,۴۳	۰,۶۷۱
اهرم مالی	-۰,۰۳۹	۰,۵۵۳	-۰,۰۷	۰,۹۴۳
عرض از مبداء	۲,۶۹۸	۳,۹۲۱	۰,۶۹	۰,۴۹۱
آماره LR	۲۳,۸۵			
سطح معناداری LR	(۰,۰۰۰)			
آماره مکفادن (ضریب تعیین)	۴۵ درصد			

طبق نتایج جدول ۵، مشاهده می‌شود که متغیر بیش اعتمادی مدیران دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است که نشان می‌دهد بیش اعتمادی مدیران دارای رابطه مستقیم و معناداری با بیش سرمایه گذاری است. همچنین متغیر نظارت بیرونی دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است که نشان می‌دهد با افزایش نظارت بیرونی، سرمایه گذاری بیش از حد، کاهش پیدا می‌کند. همچنین اثر تعاملی بیش اعتمادی مدیران و نظارت بیرونی دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است که نشان می‌دهد در صورت وجود نظارت بیرونی، شدت رابطه مستقیم بین بیش اعتمادی مدیران و بیش سرمایه گذاری کاهش پیدا می‌کند.

ضریب تعیین مدل برابر با ۴۵ است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۴۵ درصد از تغییرات متغیروابسته را توضیح دهند. آماره LR برابر با ۲۳,۸۵ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

### نتیجه گیری

این پژوهش برای بررسی تأثیر سازوکارهای نظارت بیرونی بر ارتباط بین بیش اعتمادی مدیران و بیش سرمایه گذاری پرداخته است. نتایج حاصل، بیانگر آن است که بیش اعتمادی مدیران دارای رابطه مستقیم و معناداری با بیش سرمایه گذاری است که این رابطه توسط نظارت بیرونی تعدیل (کاهش) می‌یابد. به این معنا که وجود نظارت‌های بیرونی صحیح بر تصمیم‌گیری راجع به فرصت‌های سرمایه‌گذاری به وسیله‌ی مدیران واحدهای تجاری که بر اساس منافع شخصی آن‌ها صورت می‌گیرد تأثیر می‌گذارد و سرمایه‌گذاری‌های زیان‌آور به حداقل می‌رساند.

در راستای یافته‌های حاصل از پژوهش حاضر به سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران توصیه می‌شود در تصمیمات خود در کنار ارقام ارائه شده در صورتهای مالی به ویژگیهای شخصیتی مدیران نیز توجه نمایند. همچنین به سرمایه‌گذاران توصیه می‌گردد جهت بهبود کیفیت اقدامات مدیریتی شرکتهایی که در آنها سرمایه‌گذاری می‌نمایند، از سازوکارهای نظارت بیرونی استفاده کنند.

پیشنهاد می‌شود در پژوهشهای آتی برای اندازه‌گیری بیش اعتمادی مدیران از مدل دیگری مانند سود واقعی و سود هرسه‌م، استفاده شود. همچنین پیشنهاد می‌گردد تأثیر جریان‌های نقد آزاد، تورم و شاخص فلاکت اقتصادی نیز بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیران و بیش سرمایه‌گذاری آنها مورد بررسی قرار گیرد.

## منابع

- ✓ پیرمرادی، فاطمه، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر مربوط بودن ارزش سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات سیرجان.
- ✓ جهانخانی، علی و پارساییان، علی، (۱۳۸۴)، مدیریت مالی جلد دوم، انتشارات سمت.
- ✓ شمس لیالستانی، فلاح، قالیباف اصل، حسن، سرابی نوبخت، سمیرا، (۱۳۸۹)، بررسی اثر تجربه بر ریسک پذیری، بیش اطمینانی و رفتار توده‌وار، فصلنامه‌ی بورس اوراق بهادار، سال ۳، شماره ۱۲، صص ۲۵-۴۲.
- ✓ مدرس، احمد، حصارزاده، رضا، (۱۳۸۷)، کیفیت گزارشگری مالی و کیفیت سرمایه‌گذاری، فصلنامه بورس اوراق بهادار، دوره ۱، شماره ۲، صص ۸۵-۱۱۶.
- ✓ ملکیان، اسفندیار، کامیابی، یحیی، میرکاظمی، سیده رقیه، (۱۳۹۲)، بررسی رابطه‌ی بین اعتماد بیش از حد مدیران و محافظه‌کاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، یازدهمین همایش ملی حسابداری ایران، مشهد.
- ✓ نوروش، ایرج، ابراهیمی کردلر، علی، (۱۳۸۴)، بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۲، شماره ۴۲، صص ۹۷-۱۲۴.
- ✓ نیکبخت، محمدرضا، رحمانی‌نیا، جواد، (۱۳۸۹)، بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، دوره ۳، شماره ۹، صص ۴۳-۶۰.
- ✓ Ahmed, A.S., & Duellman, S. (2007). Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 43(2), 411-437.
- ✓ Bao, D. Chan, K., Zhang, W. (2012). "Asymmetric cash flow sensitivity of cash holdings". *Journal of Corporate Finance*, 18, 690-700.
- ✓ Becker, Henrik cronqvist. and Rudiger fahlenbrach, (2010), "Estimating the effects of large shareholders", Using a Geographic Instrument.
- ✓ Ben-David, Izhak, Graham, J., Harvey, C., (2007), "Managerial Overconfidence and Corporate Policies", NBER Working Paper NO.13711, JEL NO.G30, G31, G32, G35.
- ✓ Bushee, B.J., (1998), "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", *Accounting Review*.
- ✓ Cordeiro, Leonardo, (2009), "Managerial Overconfidence and Dividend Policy" London Business School.
- ✓ Heaton, J., (2002), "Managerial Optimism and Corporate Finance" *Financial Management* NO. 31, PP. 33-45.
- ✓ Jensen, M. Meckling, W. (1976). "Managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, issue 4, 305-360.
- ✓ Li, Q., Wang, T. (2010). Financial reporting quality and corporate investment efficiency: Chinese experience. *Nankai Business Review International*, 1 (2): 197-213.
- ✓ Lin, K. L. and C. H. Shen (2000). The Impact of Corporate Governance on the Relationship between Investment Opportunities and Dividend Policy: An Endogenous Switching Model Approach, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 40, 001-041.
- ✓ Liu, Y., Taffler, R. (2008). Damned Out of Their Own Mouth: CEO Overconfidence in M&A Decision-Making and Its Impact on Firm Performance. Working paper, University of Edinburgh.
- ✓ Malmendier, Ulrike, Tate, G., (2011), "Who makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction" *Journal of Financial Economics*, NO. 89.

- ✓ Maug, E(1998), Large shareholders as monitors: Is there a trade – off between Liquidity and control? Journal of finance.
- ✓ Najjar, B. and Taylor p.(2008).”The Relationship between capital structure and ownership” .Managerial finance, vol.12, pp.919-933.
- ✓ Riddick, L., Whited, T., 2009. “The Corporate Propensity to Save”. The Journal of Finance, 64 , 1729-1766.
- ✓ Tsai, H and Gu, Z, (2007), " the relationship between institutional ownership and casino firm performance", Hospitality management Vo1. 26, PP. 517-530.
- ✓ Verdi, R. (2006). Financial reporting quality and investment efficiency. Unpublished PhD Dissertation, Faculties of the University of Pennsylvania in Partial Fulfillment, OR Working paper, Available at SSRN: <http://www.ssrn.com>.
- ✓ Wurgler, J. (2000). Financial markets and the allocation of capital. Journal of Financial Economics, 58 (1-2): 187-214.
- ✓ Yang, J., and Jiang, Y. (2008). Accounting information quality, free cash flow and overinvestment: A Chinese study. The Business Review, 11 (1): 159-166.