فصلنامه حسابداری مالی/سال دهم/ شماره ۴۰ /زمستان ۹۷/صفحات ۹۵- ۷۹

تأثیر تمایلات مدیران و محدودیت‌های مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری

سید حامد نقیبی اصفهانی*
محمدرضا عبدلی**

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۸/۱۵ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۱۰/۳۰

چکیده

در این پژوهش منظور از تمایلات مدیران، احساس خوشایند و توام با خوش‌بینی مدیران و تصمیم‌گیرندگان در شرکت‌ها است. خوش‌بینی را می‌توان یک وضعیت روحی دانست که بیانگر امیدواری شخص نسبت به آینده و در مورد شرکت، بیانگر امیدواری مدیریت به آینده شرکت است. در همین راستا، در مطالعه حاضر تأثیر خوش‌بینی مدیریت بر رابطه بین سرمایه‌گذاری و جریان نقدی شرکت و همچنین اثر تعدیل گر محدودیت مالی بر این رابطه، مورد بررسی قرار گرفت. به این منظور از داده‌های ۱۵۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴، رگرسیون چند متغیره و مدل داده‌های ترکیبی استفاده شد. نتایج بررسی‌ها نشان داد که خوش‌بینی مدیریت نمی‌تواند بر رابطه سرمایه‌گذاری و جریان نقدی تأثیر معناداری داشته باشد و محدودیت مالی موجب تقویت و معنادار شدن تأثیر خوش‌بینی مدیریت بر رابطه سرمایه‌گذاری و جریان نقدی می‌گردد.

واژه‌های کلیدی: تمایلات مدیریت، حساسیت سرمایه‌گذاری، محدودیت مالی.

*دانشجوی دکترای حسابداری، واحد شاهرود، دانشگاه آزاد اسلامی، شاهرود، ایران
Email: iman3626@yahoo.com
**دانشیار حسابداری، واحد شاهرود، دانشگاه آزاد اسلامی، شاهرود، ایران (نویسنده مسئول)
Email: Mra830@yahoo.com

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

۱- مقدمه

روان‌شناسی مالی درواقع در مقابل پارادایم رفتارهای منطقی سرمایه‌گذاران مطرح‌شده که اساس و بنیان همه مدل‌های مالی ارائه شده است. گاهی اوقات برای یافتن پاسخی برای معماهای مالی تجربی، ضروری است که این احتمال را بپذیریم که برخی از عامل‌ها در اقتصاد گاهی به‌طور کامل عقلایی رفتار نمی‌کنند که این، موضوع مالی رفتاری است. این رویکرد از علم روان‌شناسی، برای درک رفتارهای سرمایه‌گذاران و بازار استفاده شده و جنبه‌های روان‌شناسی رفتار افراد در بازارهای مالی بررسی می‌شود. تاکنون عوامل رفتاری مختلفی در تصمیم‌گیری‌های مالی مطرح‌شده است. یکی از مهم‌ترین اختلالات رفتاری تصمیم، خوش‌بینی است (چن، لی، لیو و مک وی[1]، ۲۰۱۴). افراد در مورد توانایی‌هایی ازجمله قدرت پیش‌بینی و ادراک اطلاعاتی و دانش خود اغراق می‌کنند. به‌عبارت‌دیگر، به توانایی‌ها و دانش خویش اعتماد بیش‌ازحد دارند، البته ممکن است تظاهر نکنند و یا حتی خود از این احساس درونی غافل باشند. شاید مهم‌ترین یافته روانشناسی قضاوت این است که انسان‌ها بیش اطمینان‌اند. خوش‌بینی یا اعتماد بیش‌ازحد به خود را می‌توان اعتقادی بی‌اساس درباره توانایی‌های شناختی، قضاوت‌ها و استدلال شهودی فرد تعریف کرد. مفهوم خوش‌بینی در مجموعه وسیعی از بررسی‌ها و آزمایش‌های روان‌شناسانه از نوع شناختی بررسی شده است که نشان می‌دهد افراد، هم درباره توانایی‌هایشان در پیش‌بینی و هم درباره دقت اطلاعاتشان، برآوردی بیش‌ازاندازه دارند (پمپین[2]، ۲۰۱۲).

تأمین منابع مالی برای سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت، بخش عمده‌ای از نگرانی‌های مدیران شرکت‌ها را تشکیل می‌دهد. در این رابطه، اداره شرکت‌ها در اختیار مدیرانی قرار دارد که مالک شرکت نبوده و منافع متفاوتی با صاحبان اصلی شرکت دارند. در چنین حالتی، سرمایه‌گذاران نسبت به مدیران شرکت اعتماد لازم را نداشته و برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری، نرخ بازده بیشتری را خواستار می‌شوند (للاند و پیل[3]، ۱۹۹۷). از طرف دیگر، سرمایه‌گذاران اطلاعات کمتری در مورد شرایط اقتصادی شرکت‌ها دارند و در بسیاری از موارد، ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها را بیشتر از میزان واقعی ارزیابی می‌کنند (ارسلان، فلوراکیس و اوزکان[4]، ۲۰۰۶). در نهایت، تأمین مالی از منابع خارج از شرکت (انتشار سهام، اوراق قرضه)

1 Chen, Lai, Liu, McVay
2 Pompian
3 Leland and Pyle
4 Arsalan, Florackis and Ozkan

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

دارای هزینه‌های زیادی است که باعث می‌شود هزینه تأمین مالی از نرخ بازده اسمی اعلام شده فراتر رود. این عوامل، شرکت‌ها را به استفاده روزافزون از منابع داخلی برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های خود، متمایل می‌نماید (هواکیمیان و هواکیمیان[1]، ۲۰۰۹) و محدودیت مالی، از مهم‌ترین عوامل محرک‌های رابطه سرمایه‌گذاری و جریان نقدی خواهد بود. در این مطالعه به بررسی تأثیر خوش‌بینی مدیریت (به‌عنوان یکی از مهم‌ترین مشخصات مدیریت) بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و اثر تداخلی محدودیت مالی بر این ارتباط پرداخته می‌شود.

۲- مروری بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش

مدیران خوش‌بین، بر این باورند که اطلاعات ویژه‌ای در اختیار دارند و دیگران از این اطلاعات بی‌بهره‌اند و لذا سودها و جریان‌های نقدی آتی واحد تجاری خود را بیش‌ازحد تخمین می‌زنند و چشم‌انداز مثبتی از ریسک و بازده آتی شرکت دارند. مدیران بیش اطمینان احتمال و تأثیر رویدادهای مطلوب را بر جریان‌های نقدی شرکت بیشتر از واقعیت تخمین می‌زنند و آن را برای رویدادهای منفی کمتر از واقعیت ارزیابی می‌کنند (هیتون[2]، ۲۰۰۲؛ مالمندیر و تیت[3]، ۲۰۰۵). فرا اطمینانی مدیران این است که آن‌ها تخمین بیش از حدی راجع به جریان‌های نقدی و سودآوری آتی واحدهای تجاری داشته باشند. این امر ممکن است باعث ایجاد سردرگمی در انتخاب روش‌های تأمین مالی توسط مدیران شود؛ به‌گونه‌ای که مدیران همواره تصور می‌کنند که شرکت‌های آن‌ها کمتر از واقع ارزش‌گذاری شده‌اند (ایشیکاوا و تاکاشی[4]، ۲۰۱۰). بسیاری از پژوهش‌های نظری و تجربی، این استدلال که نقد شوندگی (در دسترس بودن وجوه داخلی) عامل تعیین‌کننده مهمی برای رفتار سرمایه‌گذاری شرکت است را تأیید کرده‌اند (برای مثال؛ ارسلان و همکاران، ۲۰۰۶؛ بن محمد، فرچیلد و بوری[5]، ۲۰۱۴؛ هواکمیان و هواکمیان، ۲۰۰۹). در همین راستا، پژوهشگران از در دسترس بودن وجه نقد داخلی به‌عنوان معیاری مستقیم برای مشکلات نامتقارنی اطلاعات بهره گرفتند و به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های دچار محدودیت مالی، وابستگی به‌مراتب بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها، به وجوه نقد داخلی نشان می‌دهند. گفتنی است این امر، تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت را متأثر می‌نماید و سرمایه‌گذاری به جریان نقدی حساسیت پیدا می‌کند (رابطه‌ای مستقیم پدیدار می‌گردد)

1 Hovakimian and Hovakimian
2 Heaton
3 Malmendier and Tate
4 Ishikawa and Takahashi
5 BenMohamed, Fairchild and Bouri

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

(جنسن و ویلیامز[1]، ۱۹۷۶؛ جنسن[2]، ۱۹۸۶). در این چارچوب منطقی، یک سری از مطالعات بیان نمودند که تعصبات خوش‌بینی یا فرا اطمینانی، نقشی مرکزی در تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی ایفا می‌کنند (مالمندیر و تیت، ۲۰۰۱؛ هیتون، ۲۰۰۲). در این چارچوب رفتاری، بن‌محمد و همکاران (۲۰۱۴) اظهار نموده‌اند که خوش‌بینی مدیریت عاملی است که می‌تواند موجب حساسیت سرمایه‌گذاری شرکت به جریان نقد داخلی گردد.

در همین راستا، آنان نشان دادند که خوش‌بینی مدیریت بر ارتباط بین سرمایه‌گذاری و جریان نقد داخلی مؤثر است. ضمناً نتایج بررسی‌های آنان نشان داد که در کل نمونه مورد بررسی، ارتباطی مستقیم و معنادار بین سرمایه‌گذاری و جریان نقدی برقرار است. چن و همکاران (۲۰۱۴) دریافتند در شرکت‌های با مدیران فرا اطمینان احتمال بیشتری برای حفظ کنترل‌های داخلی بی‌اثر وجود دارد. همچنین نتایج مطالعه آنان نشان داد در شرکت‌های با مدیران فرا اطمینان، اما با ساختارهای حاکمیت شرکتی قوی احتمال بیشتری برای حفظ کنترل‌های داخلی مؤثر وجود دارد. دوئلمن، هوروتز و سان[3] (۲۰۱۵) نشان دادند شرکت‌هایی که مدیران فرا اطمینان دارند، برای حسابرسی حق‌الزحمه کمتری پرداخت می‌کنند. همچنین مدیران فرا اطمینان با احتمال کمتری از حسابرس متخصص صنعت استفاده می‌کنند. در ایران، بادآور نهندی و درخور (۱۳۹۲) از رابطه مستقیم بین سرمایه‌گذاری و وجه نقد شرکت خبر دادند. موضوعی که از پیش‌فرض‌های مطالعه حاضر هست. عرب صالحی و اشرفی (۱۳۹۰) نیز نتیجه گرفتند که ذخایر نقدی شرکت، موجب افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی می‌گردند. در همین راستا، عرب صالحی و همکاران (۱۳۹۳) از تأثیر افزایشی اعتمادبه‌نفس بیش‌ازاندازه مدیران بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی خبر دادند. کشاورز و همکاران (۱۳۹۴) نیز رابطه خوش‌بینی مدیریت و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی را (خصوصاً در شرکت‌های دچار محدودیت مالی) مستقیم ارزیابی کردند. در جدیدترین مطالعه داخلی نیز رحیمیان و حسنی (۱۳۹۴) نشان دادند فرا اطمینانی مدیریت تأثیر معناداری بر استفاده از حسابرس متخصص صنعت ندارد. همچنین بررسی‌ها نشان داد هر چه اندازه شرکت بزرگ‌تر باشد، احتمال استفاده از حسابرس متخصص صنعت بیشتر است. نتایج مطالعه حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۴) نشان داد بین فرا اطمینانی مدیریت و حق‌الزحمه حسابرسی ارتباط منفی معناداری برقرار است. بر اساس بررسی‌های بیشتر، فرا اطمینانی مدیریت بر استفاده از

1 Jensen and William
2 Jensen
3 Duellman, Hurwitz, and Sun

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

حسابرس متخصص صنعت، تأثیر معناداری ندارد. جهانشاد و شعبانی (۱۳۹۴) به بررسی تأثیر محدودیت در تأمین مالی بر رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و حساسیت جریانات نقدی سرمایه‌گذاری پرداختند و دریافتند که در شرکت‌های دارای محدودیت مالی این رابطه معنادار و منفی است ولیکن در شرکت‌های فاقد محدودیت این رابطه معنادار نیست. علی نژاد و صبحی (۱۳۹۵) به بررسی بیش اعتمادی مدیران بر ساختار سرمایه پرداختند و در این خصوص رابطه معناداری نیافتند ولیکن بیش اعتمادی بر ارزش بازار ساختار سرمایه تأثیر معناداری داشت. هادیان و هاشمی و صمدی (۱۳۹۶) به ارزیابی تأثیر عامل محدودیت مالی بر توان تبیین بازدهی سهام پرداختند آن‌ها در این راستا از مدل‌های فاما و فرنچ استفاده کرده و دریافتند که بازده سهام شرکت‌های دارای محدودیت مالی با هم حرکت می‌کنند به‌عبارتی‌دیگر محدودیت مالی بیانگر یک بعد از ریسک مشترک و سیستماتیک است. مهدوی و صابری اسفرجانی (۱۳۹۵) به بررسی قابلیت مدیران و محدودیت تأمین مالی پرداختند آن‌ها برای این منظور از تکنیک تحلیل پوششی داده‌ها استفاده کردند و دریافتند که بین قابلیت مدیران و محدودیت در تأمین مالی شرکت‌ها ارتباط معناداری وجود دارد. دستگیر و غنی زاده (۱۳۹۲) به بررسی عامل اقلام تعهدی بر سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت پرداخته‌اند و از مدل چن استفاده کرده و دریافتند که بین اقلام تعهدی و حجم سرمایه‌گذاری‌ها رابطه معناداری وجود دارد ولیکن رابطه بین کیفیت سود با حجم سرمایه‌گذاری‌ها منفی است.

۳- فرضیه‌های پژوهش

در راستای دستیابی به پاسخ پرسش‌های مطرح شده و همچنین بر اساس روابط تبیین شده، فرضیه‌های زیر مطرح می‌گردند:

فرضیه اول: خوش‌بینی مدیریت بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی مؤثر است.

فرضیه دوم: محدودیت مالی موجب تعدیل تأثیر خوش‌بینی مدیریت بر رابطه حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی می‌شود.

۴- روش پژوهش

این پژوهش از جنبه هدف، از نوع پژوهش‌های کاربردی به شمار می‌رود، زیرا نتایج حاصل از آن می‌تواند در تصمیمات مدیران و سرمایه‌گذاران مورداستفاده قرار گیرد. همچنین از بعد نحوه استنباط در خصوص فرضیه‌های مطالعه، در گروه پژوهش‌های همبستگی قرار می‌گیرد، زیرا جهت کشف روابط بین متغیرهای پژوهش، از تکنیک‌های رگرسیونی استفاده خواهد شد. همچنین، از آنجایی‌که از طریق آزمایش داده‌های موجود به نتیجه‌ای خواهیم رسید، پژوهش ما در گروه تئوری‌های اثباتی قرار خواهد گرفت.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

۵- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ است. نمونه از طریق روش حذف سامانمند از جامعه آماری، انتخاب گردید. به‌این‌ترتیب که نمونه، متشکل از کلیه شرکت‌های موجود در جامعه آماری است که حائز معیارهای زیر باشند:

در طول دوره پژوهش، در بورس حضور داشته باشند و داده‌های مورد نیاز جهت متغیرهای پژوهش، در طول دوره زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۴، موجود باشند.

جزء شرکت‌های فعال در حوزه فعالیت‌های مالی، از جمله شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک-ها، بیمه‌ها و مؤسسات مالی نباشند.

دوره مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند هرسال باشد تا بتوان داده‌ها را در کنار یکدیگر و در صورت نیاز، به‌صورت پانلی به کار برد. توجه به شرایط ذکر شده، منجر به انتخاب ۱۵۰ شرکت به‌عنوان نمونه آماری این پژوهش شد.

۶- مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل زیر استفاده می‌شود:

مدل (۱)

$$Investment_{it} = \beta_0 + \beta_1 Operating\ Cash\ Flow_{it} + \beta_2 optimism_{it} + \beta_3 Optimism_{it} * Operating\ Cash\ Flow_{it} + \beta_4 TobinQ_{it-1} + \beta_5 Ownership\ Concentration_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

Investmentit: سرمایه‌گذاری شرکت i در سال t: برابر است با نسبت حجم سرمایه‌گذاری در دارائی‌های مشهود و ثابت به جمع دارایی‌های شرکت در سال موردنظر.

Operating Cash Flowit: نسبت جریان نقد عملیاتی شرکت i در سال t که برابر است با نسبت جریان نقد عملیاتی به جمع دارایی‌ها.

$Optimism_{i,t}$: خوش‌بینی مدیریت شرکت i در سال t که طبق رویکرد کمپل و همکاران[1] (۲۰۰۰)، شرکت‌هایی که از لحاظ سرمایه‌گذاری تعدیل‌شده از بابت صنعت (نسبت سرمایه‌گذاری شرکت به‌کل سرمایه‌گذاری انجام شده در صنعت) در یک‌پنجم بالای نمونه باشند، به‌عنوان شرکت‌های دارای مدیریت خوش‌بین برگزیده می‌شوند و متغیر مذکور برای این شرکت‌ها برابر یک قرار داده می‌شود و در غیر این صورت، برابر صفر خواهد بود.

[1] Campbell et al.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

$TobinQ_{it-1}$: شاخص کیوتوبین شرکت i در سال t-1 به‌عنوان معیاری برای فرصت‌های رشد شرکت که برابر است با حاصل جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها (احمدپور و پاکدلان،۱۳۹۳). لازم به ذکر است که به بیان لوپز، آزوفرا و تور-آلما[1] (۲۰۱۵)، شرکت‌های دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر، تمایل بیشتری به انجام سرمایه‌گذاری دارند و بر این اساس، ارتباطی مستقیم بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مقدار سرمایه‌گذاری شرکت، انتظار می‌رود.

Ownership Concentrationit: تمرکز مالکیت شرکت i در سال t که برابر است با درصد سهام تحت تملک مالکان بیش از پنج درصد سهام شرکت (عباسی و رستگارنیا، ۱۳۹۱). لازم به توضیح است که شرکت‌های دارای مالکیت متمرکز، هزینه‌های نمایندگی کمتری دارند و بر همین اساس، کارایی سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها، بیشتر است. به این ترتیب، رویداد بیش سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها، کمتر رخ خواهد داد و ارتباطی معکوس بین تمرکز مالکیت و سرمایه‌گذاری شرکت، انتظار می‌رود.

برای آزمون فرضیه اول پژوهش به ضریب متغیر تمرکز مالکیت توجه می‌شود و برای آزمون فرضیه دوم، مدل پژوهش در دو گروه شرکت‌های دچار و فاقد محدودیت مالی آزمون می‌شود. شیوه محاسبه میزان محدودیت مالی، به‌صورت زیر است (کاپلان و زینگالس[2]، ۱۹۹۷؛ تهرانی و حصارزاده، ۱۳۸۸):

رابطه (۱)

$$Adj-KZ = 17.33 - 37.486\ Cash - 15.216\ Dividend + 3.39 Leverage - 1.402\ Market\ to\ Book$$

که در آن؛

Cash: عبارت است از موجودی نقد تقسیم بر دارایی‌ها.

Dividend: عبارت است از کل سود تقسیمی تقسیم بر دارایی‌ها.

Leverage: عبارت است از بدهی‌ها تقسیم بر دارایی‌ها.

Market to Book: عبارت است از حاصل جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها.

پس از محاسبه مقادیر Adj-KZ، می‌توان شرکت-سال‌های حاضر در پنجک چهار و پنج را به‌عنوان شرکت-سال‌های دچار محدودیت مالی طبقه‌بندی نمود. و آن‌ها را به عنوان شرکت‌های دارای محدودیت مالی مدنظر قرار داد و آزمون نمود.

1 Lopez, Azofra and Torre-Olmo
2 Kaplan and Zingales

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

۷- یافته‌های پژوهش

۷-۱- آماره های توصیفی

مقادیر توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول شماره یک ارائه شده است.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرها

متغیرهای مطالعه	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
سرمایه‌گذاری	۰/۰۳۳	۰/۰۳۵	۰/۳۱۴	-۰/۱۱۲	۰/۰۶۲
خوش‌بینی مدیریت	۰۰۰۰	۰۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۳۹
جریان نقد عملیاتی	۰/۳۲۳	۰/۲۰۳	۰/۳۶۷	-۰/۵۴۲	۰/۲۸۱
محدودیت مالی	۱۴/۱۲۱	۱۳/۴۱۲	۲۴/۴۵۸	۰/۹۶۱	۱/۲۱۱
کیوتوبین	۱/۴۳۳	۱/۷۲۸	۴/۶۹۶	۰/۵۶۳	۰/۵۶۷
تمرکز مالکیت	۵۶/۵۵۹	۴۲/۱۹۲	۸۴/۴۷۳	۳۲/۳۸۴	۱۸/۴۴۷

همانگونه که اطلاعات مندرج در جدول نشان می دهد پراکندگی میزان سرمایه‌گذاری نسبتا بالا می باشد و مقدار بیشینه سرمایه‌گذاری تقریباً ده برابر مقدار میانگین و کمینه آن مقدار منفی است که به معنای خروج سرمایه از شرکت می‌باشد. در زمینه جریان نقد عملیاتی باز هم نوسانات زیاداست اما وجود انحراف معیار تقریباً برابر میانگین نشان می‌دهد در زمینه جریان نقد عملیاتی مدیریت شرکت و سهامداران رفتار مناسب‌تری از خود نشان داده اند. محدودیت مالی که میزان حداکثر تراکنش مجاز در اختیار مدیر را نشان می‌دهد باز هم دارای نوسان بوده اما جالب اینجاست که میزان نوسان آن نسبت به سرمایه‌گذاری و جریان نقد عملیاتی بسیار کمتر است. انحراف معیار در محدودیت مالی تقریباً ده درصد میانگین است که مقداری بسیار متناسب محسوب می‌شود. این موضوع در مورد نسبت کیوتو بین به‌معنای معیار فرصت رشد نیز تکرار شده و نشان می‌دهد که شاخص رشد شرکت‌های مورد بررسی بسیار منطقی بود و نوسان چندانی از خود نشان نداده است، اگرچه نسبت به محدودیت مالی نوسان مقادیرکمی بیشتر بوده است. در زمینه تمرکز مالکیت باز هم شرایط نسبتاً مناسب و نوسان نسبت به میزان سرمایه گذاری و جریان نقد عملیاتی کمتر است، اگرچه شاخص تمرکز مالکیت چندان معیار مناسبی برای ارزیابی رفتار شرکت نیست و این شاخص بر اساس رفتار سهامداران عمده باید تفسیر شود. به‌عنوان جمع‌بندی نهایی از جدول آماره های توصیفی می‌توان این‌طور استنباط نمود که میزان سرمایه‌گذاری و جریان نقد عملیاتی در شرکت های مورد بررسی دارای نوسان بسیار بالایی بوده است درحالی‌که متغیرهای محدودیت مالی، نسبت کیوتوبین و تمرکز مالکیت نوسان کمتر و مقادیر نسبتاً همسان‌تری در شرکت‌ها از خود نشان داده‌اند.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

۷-۲- آمار استنباطی

- آزمون فرضیه اول

در راستای آزمون فرضیه اول این مطالعه، طبق نتایج آزمون‌های چاو و هاسمن، از مدل اثرات تصادفی و روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی (به‌منظور رفع اثرات ناهمسانی واریانس احتمالی) استفاده شده است که نتایج آن در جدول شماره دو ارائه گردیده است.

جدول (۲): نتایج آزمون فرضیه اول

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۰/۰۱	۰/۰۰۹	۱/۱۰۶	۰/۲۶۹
خوش‌بینی مدیریت	۰/۲۱۶	۰/۰۲۶	۶/۲۸۸	۰/۰۰۱
جریان نقد عملیاتی	۰/۱۲۵	۰/۰۶	۴/۲۷۳	۰/۰۰۰
جریان نقد عملیاتی* خوش‌بینی مدیریت	۰/۰۲	۰/۰۶	۰/۳۴۲	۰/۵۶۹
کیوتوبین	-۰/۰۲۵	۰/۰۰۶	-۳/۰۱۴	۰/۰۵۴
تمرکز مالکیت	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۶	-۰/۵۶۹	۰/۵۳۱
آماره F		۳۲/۲۳۴	سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۲۹	دوربین- واتسون	۱/۷۵۰

با توجه به نتایج جدول شماره دو، ارتباطی معنادار و مستقیم بین جریان نقد عملیاتی و سرمایه‌گذاری وجود دارد و شرایطی مشابه برای متغیر خوش‌بینی مدیریت نیز برقرار است. این در حالی است که متغیر جریان نقد عملیاتی* خوش‌بینی مدیریت، ارتباطی معنادار با سرمایه-گذاری ندارد و به این ترتیب، فرضیه اول این مطالعه مبنی بر تأثیر خوش‌بینی مدیریت بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، پذیرفته نمی‌شود

در مورد مشخصات مدل نیز گفتنی است که با توجه به مقدار و سطح معناداری آمار F، مدل از لحاظ آماری معنادار است و آماره دوربین-واتسون مدل، نشان می‌دهد که مشکل خودهمبستگی در مدل موردنظر، وجود ندارد. لازم به ذکر است که علاوه بر متغیرهای جریان نقد عملیاتی و خوش‌بینی، متغیر شاخص کیوتوبین نیز ارتباطی معنادار با متغیر وابسته دارد که البته این ارتباط، به‌صورت معکوس است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

- آزمون فرضیه دوم

همان‌طور که پیش‌تر اشاره شد، به‌منظور آزمون فرضیه دوم، مدل اصلی پژوهش در دو گروه شرکت‌های دچار محدودیت مالی و فاقد محدودیت مالی برآورد می‌گردد. نتیجه برآورد مدل مذکور در گروه شرکت‌های دارای محدودیت مالی، در جدول شماره سه ارائه شده است.

جدول (۳): آزمون فرضیه دوم در مورد شرکت‌های دارای محدودیت مالی

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۰/۰۴	۰/۰۳	۰/۶۷۶	۰/۴۱۴
خوش‌بینی مدیریت	۰/۰۱۴	۰/۰۰۶	۴/۳۱۱	۰/۰۰۲
جریان نقد عملیاتی	۰/۲۱۹	۰/۰۳۲	۷/۳۳۶	۰/۰۰۰
جریان نقد عملیاتی* خوش‌بینی مدیریت	۰/۰۲۴	۰/۰۰۵	۳/۲۰۳	۰/۰۳۱
کیوتوبین	-۰/۰۲۵	۰/۰۰۶	-۳/۲۰۵	۰/۰۴۵
تمرکز مالکیت	-۰/۰۰۵	۰/۰۰۴	-۰/۸۵۹	۰/۳۴۹
آماره F		۲۵/۵۶۱	سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۶۳	دوربین- واتسون	۱/۷۲۹

با توجه به نتایج جدول شماره سه، ارتباطی معنادار و مستقیم بین جریان نقد عملیاتی و سرمایه‌گذاری وجود دارد و شرایطی مشابه برای متغیر خوش‌بینی مدیریت نیز برقرار است. این در حالی است که متغیر جریان نقد عملیاتی* خوش‌بینی مدیریت، نیز ارتباطی مستقیم و معنادار با سرمایه‌گذاری دارد و به این ترتیب، محدودیت مالی موجب شده است که رابطه‌ای مستقیم بین خوش‌بینی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی ایجاد گردد و به‌عبارت‌دیگر، محدودیت مالی موجب تقویت تأثیر خوش‌بینی مدیریت بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی می‌گردد؟ لذا می‌توان فرضیه دوم این مطالعه مبنی بر تعدیل گر بودن تأثیر محدودیت مالی بر تأثیر خوش‌بینی مدیریت بر رابطه حساسیت سرمایه‌گذاری و جریان نقدی را تأیید نمود. در مورد مشخصات مدل نیز گفتنی است که با توجه به مقدار و سطح معناداری آمار F، مدل از لحاظ آماری معنادار است و آماره دوربین-واتسون مدل، نشان می‌دهد که مشکل خودهمبستگی در مدل موردنظر، وجود ندارد. لازم به ذکر است که مقادیر عامل تورم واریانس برای تمامی متغیرها کمتر از عدد پنج است و بنابراین، مشکل هم خطی در مدل وجود ندارد. همچنین سطح معناداری آزمون وایت بالاتر از ۰/۰۵ است و مشکل ناهمسانی واریانس نیز

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

مشاهده نشده است. گفتنی است علاوه بر متغیرهای جریان نقد عملیاتی و خوش‌بینی، متغیر شاخص کیوتوبین نیز ارتباطی معنادار با متغیر وابسته دارد که البته این ارتباط، به‌صورت معکوس است.

نتیجه تخمین مدل مذکور در سطح شرکت‌های فاقد محدودیت مالی در جدول شماره چهار ارائه شده است.

با توجه به نتایج جدول شماره چهار، ارتباطی معنادار و مستقیم بین جریان نقد عملیاتی و سرمایه‌گذاری وجود دارد و شرایطی مشابه برای متغیر خوش‌بینی مدیریت نیز برقرار است. این در حالی است که متغیر جریان نقد عملیاتی* خوش‌بینی مدیریت، ارتباطی معنادار با سرمایه-گذاری ندارد و به این ترتیب، عدم وجود محدودیت مالی موجب شده است که رابطه‌ای معنادار بین خوش‌بینی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی ایجاد نگردد. به این ترتیب، در سطح شرکت‌های فاقد محدودیت مالی، خوش‌بینی مدیریت بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی مؤثر نیست و با توجه به تأثیر خوش‌بینی مدیریت بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در شرکت‌های دچار محدودیت مالی، می‌توان فرضیه دوم این مطالعه مبنی بر تأثیر محدودیت مالی بر رابطه خوش‌بینی مدیریت و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی را تأیید نمود. در مورد مشخصات مدل نیز گفتنی است که با توجه به مقدار و سطح معناداری آمار F، مدل از لحاظ آماری معنادار است و آماره دوربین-واتسون مدل، نشان می‌دهد که مشکل خودهمبستگی در مدل موردنظر، وجود ندارد. لازم به ذکر است که مقادیر عامل تورم واریانس برای تمامی متغیرها کمتر از عدد پنج است و بنابراین، مشکل هم خطی در مدل وجود ندارد. همچنین سطح معناداری آزمون وایت بالاتر از ۰/۰۵ است و مشکل ناهمسانی واریانس نیز مشاهده نشده است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

جدول (۴): آزمون فرضیه دوم در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۰/۰۶۴	۰/۰۵۱	۱/۰۷۵	۰/۴
خوش‌بینی مدیریت	۰/۴۱۴	۰/۰۲۳	۴/۵۳۲	۰/۰۰۰
جریان نقد عملیاتی	۰/۲۱۲	۰/۰۳۳	۶/۰۸۵	۰/۰۰۰
جریان نقد عملیاتی* خوش‌بینی مدیریت	۰/۲۴	۰/۲۵۸	۰/۸۹۲	۰/۵۱۶
کیوتوبین	۰/۰۲۸	۰/۰۶۳	۰/۵۳۷	۰/۶۵۵
تمرکز مالکیت	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۲	۰/۲۶۱	۰/۷۶۵
آماره F		۲۳/۶۵۰	سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۶۱	مقدار دوربین- واتسون	۲/۱۶۱

۸- بحث و نتیجه‌گیری

بی‌شک مسئله سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین وظایف مدیران شرکت است. درصورتی‌که مدیران بتوانند به‌درستی فرصت‌های سرمایه‌گذاری باارزش (طرح‌های باارزش 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 و ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت. میزان جریان‌های نقدی شرکت به دلیل هزینه سرمایه کمتر نسبت به تأمین مالی خارجی و همچنین کنترل بیشتر مدیران بر آن، تأثیر زیادی بر میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت دارد. پژوهش‌های انجام شده نشان می‌دهد که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی علاوه بر ویژگی‌های شرکت و شرایط بازار، تحت تأثیر خصوصیات فردی مدیران نیز قرار دارد. در سال‌های اخیر، مطالعات زیادی در این زمینه انجام پذیرفته که نشان می‌دهد مدیران همواره به‌صورت کاملاً عقلایی رفتار نکرده و تحت تأثیر اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد و خوش‌بینی‌های مفرط، ممکن است تصمیماتی غیر عقلایی اتخاذ کنند که تأثیری مهم بر فعالیت‌های مالی شرکت، علی‌الخصوص بحث سرمایه‌گذاری دارد (عرب صالحی و همکاران، ۱۳۹۳). خوش‌بینی یا مثبت نگری را می‌توان استفاده کردن از تمامی ظرفیت‌های ذهنی مثبت و نشاط‌انگیز و امیدوارکننده در زندگی، برای تسلیم نشدن در برابر عوامل منفی ساخته ذهن و احساس‌های

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

یأس‌آور ناشی از دشواری ارتباط با انسان‌ها و رویارویی با طبیعت دانست. ازاین‌رو در مطالعه حاضر به بررسی تأثیر خوش‌بینی مدیران بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی پرداخته شد. نتایج بررسی‌ها نشان داد بین خوش‌بینی مدیریت و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، رابطه معناداری وجود ندارد و این در حالی است که محدودیت مالی شرکت موجب ایجاد و افزایش رابطه مستقیم بین خوش‌بینی مدیریت و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی می‌گردد.

در رابطه با نتایج به دست آمده لازم به ذکر است که مدیران شرکت‌ها، با شناخت عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری و با به‌کارگیری آن‌ها در رسیدن به سطح سرمایه‌گذاری بهینه، می‌توانند نهایت بازدهی را ایجاد کنند تا هم فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری را از دست ندهند وهم رضایت سهامداران را جلب نمایند؛ اما بازارهای ناکارا دارای نواقصی هستند که می‌تواند سطح سرمایه‌گذاری بهینه شرکت را تحت تأثیر قرار داده و در نهایت، به فرآیند بیش سرمایه‌گذاری و یا کم سرمایه‌گذاری منتهی شود. فرضیه بیش و کم سرمایه‌گذاری بیان می‌کند شرکت‌هایی که کمتر از سطح بهینه سرمایه‌گذاری کنند، از مشکل کم سرمایه‌گذاری و شرکت‌هایی که بیشتر از سطح بهینه سرمایه‌گذاری کنند، از مشکل بیش سرمایه‌گذاری آسیب می‌بینند. لذا شناخت عوامل مهم و تأثیرگذار بر سطح سرمایه‌گذاری‌ها، در ارزیابی، شناسایی و تعیین سطح بهینه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، بسیار حائز اهمیت است. با توجه به مطالعات انجام شده، منابع تأمین مالی داخلی شرکت از مواردی است که می‌تواند بر میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت تأثیرگذار باشد و شرکت‌هایی که از لحاظ مالی دچار محدودیت هستند، وابستگی زیادی به وجوه داخلی نشان می‌دهند که این امر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت اثر می‌گذارد. از سویی دیگر، مدیرانی که دارای اعتماد به نفس بالا هستند اکثراً نسبت به تصمیمات خود و نتایج آن‌ها علی‌الخصوص در زمینه تصمیمات سرمایه‌گذاری بسیار خوش‌بین هستند. این مدیران به دلیل خوش‌بینی بیش‌ازحد، ممکن است جریان‌های نقدی حاصل از پروژه‌ها را اشتباهاً بسیار مطلوب پیش‌بینی کرده و از این‌رو بسیاری از پروژه‌ها را بالاتر از ارزش واقعی‌شان ارزش‌گذاری کنند. از طرف دیگر این مدیران اعتقاد دارند که بازار، شرکت آن‌ها را کمتر از واقع ارزش‌گذاری می‌کند و باعث می‌شود تأمین مالی خارجی پرهزینه باشد. به همین دلیل درصورتی‌که شرکت دارای منابع داخلی باشد، ممکن است مدیرانی با اعتماد به نفس بیش‌ازحد، تمایل بیشتری به بیش سرمایه‌گذاری از خود نشان دهند؛ اما درصورتی‌که تأمین مالی پروژه‌ها نیازمند منابع خارجی باشد، ممکن است کم سرمایه‌گذاری صورت گیرد. به بیان بن‌محمد و همکاران (۲۰۱۴)، تأثیر خوش‌بینی مدیریت بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در شرکت‌های دچار محدودیت

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

مالی بسیار قوی‌تر از سایر شرکت‌ها است. توضیح این‌که شرکت‌های دچار محدودیت مالی می‌توانند هزینه‌های تأمین مالی بالاتری را تقبل نمایند، اگر امکان دسترسی به منابع تأمین مالی خارجی برای آنان فراهم گردد. آنان انگیزه فراوانی برای حداکثر استفاده از منابع برون‌سازمانی را دارند. این استدلال برای شرکت‌های فاقد محدودیت مالی که امکان بالاتری برای دسترسی به وجوه برون‌سازمانی دارند، مصداق ندارد. به این ترتیب، محدودیت مالی با افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی همراه است و تأثیر خوش‌بینی مدیریت بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی را افزایش می‌دهد.

۹- پیشنهادها

پیشنهاد می‌گردد مدیران در صورت مشاهده انحراف مثبت از سطح متوسط سرمایه‌گذاری در صنعت، اقدام به تجدیدنظر در میزان مقادیر سرمایه‌گذاری خود کنند. از سویی دیگر، در این مطالعه، خوش‌بینی مدیریت به‌عنوان یکی از متغیرهای نوین در رشته حسابداری، مورد بررسی و محاسبه قرار گرفته است و از این‌رو پیشنهاد می‌گردد در مطالعه‌های آتی به موضوعات مرتبط با خوش‌بینی مدیران ارشد پرداخته و ادبیات در داخل کشور، غنی‌تر گردد. علاوه بر این، در این مطالعه، خوش‌بینی مدیریت بـا استفاده از وضعیت نسبی سرمایه‌گذاری شرکت در صنعت اندازه‌گیری شد و بنابراین پیشنهاد می‌گردد در مطالعه‌های آتی، در صورت امکان با استفاده از معیارهای دیگری که در مطالعه بیان گردید، اقدام به محاسبه این متغیر گردد.

۱۰- منابع

احمدپور، احمد و پاکدلان، سعید. (۱۳۹۳). نقش فرصت‌های رشد در تعدیل رابطه اهرم مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری. **پژوهش‌های تجربی حسابداری**، سال سوم، شماره ۱۱.

بادآور نهندی، یونس، و سعید درخور. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین محدودیت مالی، ارزش وجه نقد و خالص سرمایه‌گذاری. **پژوهش‌های تجربی حسابداری** ۲ (۸): ۱۸۹-۱۶۷.

تهرانی، رضا و حصارزاده، رضا. (۱۳۸۸). تاثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری. **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، شماره ۳.

جهانشاد، آزیتا، و داوود شعبانی. (۱۳۹۴). تأثیر محدودیت در تأمین مالی بر رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و حساسیت جریانات نقدی سرمایه‌گذاری، **پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی** ۷(۲۷): ۵۶-۳۹.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

حساس یگانه، یحیی؛ مسعود حسنی القار و محمد مرفوع. (۱۳۹۴). بیش اطمینانی مدیریت و حق‌الزحمهٔ حسابرسی. **فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی** ۲۲(۳): ۳۸۴-۳۶۳.

دستگیر، محسن، و بهرام غنی زاده. (۱۳۹۲). تأثیر اقلام تعهدی بر سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **فصلنامه حسابداری مالی** ۵(۲۰): ۶۵-۴۲.

رحیمیان، نظام‌الدین، و مسعود حسنی القار. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیریت و استفاده از حسابرس متخصص صنعت. **دانش حسابداری مالی** ۲(۴): ۸۸-۷۱.

عباسی، ابراهیم و رستگارنیا، فاطمه. (۱۳۹۱). تاثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. **پژوهش‌های تجربی حسابداری**، دوره دوم، شماره ۱.

عرب صالحی، مهدی، و مجید اشرفی. (۱۳۹۰). نقش ذخایر نقدی در تعیین حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **مجله پژوهش‌های حسابداری مالی** ۳ (۳): ۹۴-۷۵.

عرب صالحی، مهدی؛ هادی امیری و سپیده کاظمی نوری. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی. **پژوهش‌های حسابداری مالی** ۶(۲): ۱۲۸-۱۱۵.

علی نژاد ساروکلائی مهدی، ومهدی صبحی. (۱۳۹۵). تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر ساختار سرمایه، **پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی** ۸(۳۱): ۱۰۹-۹۳.

کشاورز، عین‌اله؛ شبنم هاشمی‌نژاد و فائزه خدابنده لو. (۱۳۹۴). تأثیر خوش‌بینی مدیریت بر روی حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری. **همایش ملی دستاوردهای نوین در حسابداری و مدیریت.**

مهدوی، غلامحسین، و مهدی صابری اسفرجانی. (۱۳۹۵). قابلیت مدیران و محدودیت تأمین مالی با استفاده از تکنیک تحلیل پوششی داده‌ها. **فصلنامه حسابداری مالی** ۸(۳۱): ۷۳-۵۱.

هادیان، ریحانه؛ سیدعباس هاشمی و سعید صمدی. (۱۳۹۶). ارزیابی تأثیر عامل محدودیت مالی بر توان تبیین بازده سهام توسط مدل‌های سه عاملی فاما و فرنچ، چهار عاملی کارت هارت و پنج عاملی فاما و فرنچ. **فصلنامه حسابداری مالی** ۹(۳۴): ۳۴-۱.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

Arsalan, O., C. Florackis, and A. Ozkan. (2006). The Role of Cash Holdings in Reducing Investment–Cash Flow Sensitivity. **Emerging Markets Review** 7 (4): 320-338.

BenMohamed, E., R. Fairchild, and A. Bouri. (2014). Investment cash flow sensitivity under managerial optimism: New evidence from NYSE panel data firms. **Journal of Economics, Finance and Administrative Science** 19: 11–18.

Campbell, T. C., M. Gallmeyer, S. A. Johnson, J. Rutherford, and B. W. Stanley. (2000). CEO optimism and forced turnover. **Journal Of Financial Economics** 101(3): 695-712.

Chen, S., S. Lai, C. Liu, and S. McVay. (2014). **Overconfident Managers and Internal Controls**. Working paper, National Taiwan University and University of Washington.

Duellman, S., H. Hurwitz. and Y. Sun. (2015). Managerial Overconfidence and Audit Fees. **Journal of Contemporary Accounting & Economics** 11(2): 148-165.

Heaton, J. (2002). Managerial Optimism and Corporate Finance. **Financial Management** 31(2): 33– 45.

Hovakimian, A.G., and G. Hovakimian. (2009). Cash Flow Sensitivity of Investment. **European Financial Management** 15(1): 47-65.

Ishikawa, M., and H.Takahashi. (2010). Overconfident Managers and External Financing Choice. **Review of Behavioral Finance**, 2: 37-58.

Jensen, M.C., and H.M. William. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics** 3: 305–360.

Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?. **The Quarterly Journal of Economics**, Vol.112, No. 1, Pp. 169-215.

Leland, H., and D. Pyle. (1997). Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. **Journal of Finance** 32(2): 371-387.

Lopez-Gutiérrez, C., Azofra, S. S., Torre-Olmo, B. (2015). Investment decisions of companies in financial distress, **Business Research Quarterly**, 18: 174-187.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]

Malmendier, U., and G. Tate. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. **European Financial Management** 11(5): 649-659.

Pompian, M.M. (2012). **Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases**, 2nd Edition. WileyFinance.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-16]