

## **Investigating the relationship between Managerial Overconfidence with Cash Holding and Cash-Flow Sensitivity of Cash**

**Mohamad Kashanipour\***

Associate Professor of Accounting, University of Tehran, Tehran, Iran.

**Mansour Mohamadi**

Ph.D Student of Accounting, University of Tehran, Tehran, Iran.

### **Abstract**

The main purpose of this paper is to investigate the relationship between managerial overconfidence with firm cash holding and also examine the effect of managerial overconfidence on the changes in the level of cash holdings in response to corporates' cash flows (cash-flow sensitivity of cash) using a sample of 127 (762 firm - year observations) firm listed on Tehran stock exchange between 2010 to 2015. The panel data was used to test the hypothesis. The findings of this research indicates a positive significant relationship between the managerial overconfidence with cash holding. Also findings show that managerial overconfidence have significant positive effect on cash-flow sensitivity of cash. In other words, overconfidence manager save more cash out of their current cash flow. These findings in accordance with the idea that overconfidence managers views future external financing as excessively costly and try to hold more cash for financing investment projects.

**Keywords:** Managerial Overconfidence, Cash-Flow Sensitivity of Cash, Cash Holding.

---

\* Kashanipour@ut.ac.ir

پژوهش‌های حسابداری مالی  
سال نهم، شماره سوم، پیاپی (۳۳)، پاییز ۱۳۹۶  
تاریخ وصول: ۱۳۹۶/۰۵/۱۷  
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۱۲/۰۲  
صص: ۱۷-۳۲

## بررسی رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران با نگهداشت وجه نقد و حساسیت جریان نقدی

### وجه نقد

محمد کاشانی پور<sup>۱\*</sup>، منصور محمدی<sup>\*\*</sup>

\*دانشیار، حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران

Kashanipour@ut.ac.ir

\*\*دانشجوی دکتری، حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران

Mansour.Mohamadi@ut.ac.ir

### چکیده

بیش‌اطمینانی مدیران یکی از ویژگی‌های رفتاری است که بر سیاست‌های مالی و عملیاتی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد؛ بنابراین، هدف این پژوهش بررسی رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران با وجه نقد نگهداری شده و همچنین، بررسی اثر بیش‌اطمینانی مدیران بر تغییرات صورت گرفته در سطح موجودی‌های نقد نگهداری شده، در واکنش به جریان‌های نقدی (حساسیت جریان نقدی وجه نقد) است. نمونه پژوهش شامل ۱۲۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ است. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از الگوی رگرسیون چندمتغیره و روش حداقل مربعات معمولی در مجموعه داده‌های تابلویی استفاده شده است. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد رابطه مثبت و معناداری بین بیش‌اطمینانی مدیران و وجه نقد نگهداری شده وجود دارد. همچنین، نتایج به دست آمده بیانگر آن است که بیش‌اطمینانی مدیران اثر مثبت و معناداری بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد دارد. به بیان دیگر، مدیران بیش‌اطمینان وجه نقد بیشتری از جریان‌های نقدی عملیاتی جاری را در شرکت ذخیره می‌کنند. این یافته‌ها مطابق با این دیدگاه است که مدیران بیش‌اطمینان هزینه‌های تأمین مالی آتی خارج از شرکت را بیش از اندازه تلقی می‌کنند؛ بنابراین، سعی می‌کنند با نگهداری وجه نقد، سرمایه‌گذاری‌های پیش‌رو را از منابع داخلی شرکت تأمین مالی کنند.

**واژه‌های کلیدی:** بیش‌اطمینانی مدیران، حساسیت جریان نقدی وجه نقد، سطح وجه نقد نگهداری شده

## مقدمه

شرکت، به صورت بالقوه بیانگر تأثیر این ویژگی بر وجه نقد نگهداری شده است.

مطالعات انجام شده نشان می‌دهد یافته‌های متناقضی در خصوص تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر وجه نقد نگهداری شده است. برای مثال، نتایج پژوهش اکتاس و همکاران [۱۲] و وینفرد و همکاران [۲۳] بیانگر اثر مثبت بیش‌اطمینانی مدیران بر وجه نقد نگهداری شده و حساسیت جریان نقدی وجه نقد<sup>۳</sup> است. آنها چنین استدلال می‌کنند که مدیران بیش‌اطمینان ممکن است به منظور تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی، وجه نقد بیشتری نگهداری کنند تا از این طریق از تأمین مالی آتی خارج از شرکت پرهیز کنند که از دیدگاه آنان بی‌جهت هزینه‌بر است. از طرف دیگر، نتایج پژوهش دشماخ و همکاران [۱۶] عکس این موضوع را اثبات می‌کند و در این رابطه استدلال آنها بر این اساس است که مدیران بیش‌اطمینان ممکن است هزینه‌های فعلی تأمین مالی خارج از شرکت را بی‌جهت هزینه‌بر تلقی کنند و بنابراین، سرمایه‌گذاری‌های جاری را از طریق منابع داخلی تأمین مالی کنند که این موضوع باعث کاهش وجه نقد نگهداری شده می‌شود.

با توجه به اهمیت سطح وجه نقد نگهداری شده شرکت‌ها و جریان‌های نقدی و نقش بیش‌اطمینانی مدیران در سیاست‌های شرکت و با عنایت به اینکه ارتباط این دو در هاله‌ای از ادبیات نظری و تجربی متناقض به سر می‌برد؛ این پژوهش سعی دارد با بررسی رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و وجه نقد نگهداری شده و همچنین، بررسی اثر بیش‌اطمینانی مدیران بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد به توسعه ادبیات نظری و تجربی این موضوع کمک کند.

تصمیم‌گیری برای تعیین میزان ذخایر نقدی شرکت‌ها، یکی از مسائل شایان توجه در ادبیات تأمین مالی محسوب می‌شود. مزیت عمده نگهداری وجه نقد در بازارهای سرمایه ناکارا افزایش توانایی شرکت برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند و پرهیز از هزینه‌های بالای تأمین مالی خارج از شرکت است، از طرف دیگر نگهداری سطوح بالای وجه نقد برای شرکت هزینه فرصت به همراه دارد [۹]. مدیران برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران و افزایش ارزش شرکت باید به تعیین بهترین ترکیب منابع تأمین مالی بپردازند [۱۰]. در این راستا، با توجه به اهمیت موضوع، پژوهش‌های متعددی به بررسی عوامل تأثیرگذار بر سطح نگهداشت نقدینگی پرداخته‌اند. با وجود این، در این پژوهش‌ها توجه کمتری به ویژگی‌های رفتاری مدیران شده است که می‌توانند بر میزان وجه نقد نگهداری شده تأثیرگذار باشند.

بیش‌اطمینانی<sup>۱</sup> یکی از ویژگی‌های رفتاری مدیران، از مهم‌ترین یافته‌ها در حوزه قضاوت و تصمیم‌گیری محسوب می‌شود. بیش‌اطمینانی، تعصبی خوش‌بینانه در انتظارات از خروجی‌های آتی، یا ارزیابی کمتر از واقع احتمال خطرپذیری (ریسک)ها و رویدادهای منفی تعریف شده است [۱۶]. در ادبیات مالی و حسابداری شواهد محکمی در خصوص تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران<sup>۲</sup> بر سرمایه‌گذاری‌ها، تقسیم سود، کنترل‌های داخلی، محافظه‌کاری و ... ارائه شده است [۴، ۱، ۱۴]. ارائه چنین شواهدی در خصوص تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر سیاست‌های مختلف

<sup>1</sup> Overconfidence

<sup>2</sup> Managerial overconfidence

<sup>3</sup> Cash-flow sensitivity of cash

در همین راستا، پس از ارائه مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌ها ارائه می‌شود. سپس به روش‌شناسی پژوهش پرداخته می‌شود و در نهایت، با اجرای آزمون‌های آماری، یافته‌ها و نتیجه‌گیری ارائه می‌گردد.

## مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### بیش‌اطمینانی مدیران

بیش‌اطمینانی یا اعتماد به نفس بیش از حد، یکی از مهم‌ترین مفاهیم مالی مدرن است که در نظریه‌های مالی و روان‌شناسی جایگاه ویژه‌ای دارد. بیش‌اطمینانی سبب می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و خطرپذیری‌ها را کمتر از حد تخمین زند و چنین احساس کند که بر مسائل و رویدادها کنترل دارد، در حالی که ممکن است در واقع این‌گونه نباشد [۴]. به بیان دیگر، بیش‌اطمینانی به‌عنوان تعصب خوش‌بینانه در انتظارات از خروجی‌های آتی که خوش‌بینی<sup>۱</sup> شناخته می‌شود و یا برآورد بیشتر از واقع دقت پیش‌بینی‌ها در ارزیابی کمتر از واقع احتمال خطرپذیری‌ها و رویدادهای منفی تعریف شده است. بیشتر مطالعاتی که در حوزه مالی رفتاری انجام می‌شود، بر تعریف اول تمرکز کرده‌اند و واژه‌های بیش‌اطمینانی و خوش‌بینی را به‌صورت یکسان به‌کار گرفته‌اند [۱۶].

### بیش‌اطمینانی مدیران و وجه نقد نگهداری شده

در ادبیات مالی و حسابداری شواهد محکمی در خصوص تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر سرمایه‌گذاری‌ها، تقسیم سود، کنترل‌های داخلی،

محافظه‌کاری و ... ارائه شده است [۴، ۱، ۱۴]. یکی از مهم‌ترین برداشت‌ها از این مطالعات این است که مدیران بیش‌اطمینان با توجه به اعتقادات خود در خصوص هزینه‌بر بودن تأمین مالی خارجی، به‌گونه‌ای رفتار می‌کنند که شرکت تحت مدیریت آنها با محدودیت‌های مالی روبه‌روست. با وجود این، تفسیر نحوه برخورد مدیران بیش‌اطمینان با محدودیت‌های مالی تا حدودی مبهم است. علت این ابهام نیز به‌طور عمده ناشی از تفاوت دیدگاه‌های مدیران بیش‌اطمینان و سرمایه‌گذاران در خصوص ارزش شرکت است. زمانی که مدیران و سرمایه‌گذاران اعتقادات یکسانی در خصوص هزینه‌های تأمین مالی جاری و آتی داشته باشند، سطح بهینه وجه نقد بر اساس موازنه هزینه و منفعت نگهداشت وجه نقد تعیین می‌شود. در صورتی که مدیران و سرمایه‌گذاران اعتقادات متفاوتی داشته باشند، سطح بهینه وجه نقد از سوی مدیران بر اساس دیدگاه آنها در خصوص هزینه تأمین مالی خارج از شرکت، تعیین می‌شود. از یک طرف، مدیران بیش‌اطمینان ممکن است به‌منظور تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش‌رو، وجه نقد بیشتری نگهداری کنند تا از این طریق، از تأمین مالی آتی خارج از شرکت پرهیز کنند که از دیدگاه آنان بی‌جهت هزینه‌بر است [۱۶]. بر اساس مبانی بیش‌اطمینانی، افرادی که گرایش به بیش‌اطمینانی بالاتری در خصوص عملکرد خود در زمینه کارهای دشوارتر دارند، بیشتر به سمت فرصت‌های رشد خطرپذیر و چالشی جذب می‌شوند. تفسیر این موضوع در خصوص شرکت‌هایی که به‌دست مدیران بیش‌اطمینان اداره می‌شوند، بدین مفهوم است که نگهداری وجه نقد بیشتر، به آنها در بهره‌برداری از

بین تغییرات وجه نقد با جریان‌های نقدی عملیاتی در شرکت‌هایی وجود دارد که با محدودیت‌های مالی روبه‌رو هستند. در طرف مقابل، چنین رابطه‌ای در شرکت‌هایی مشاهده نشده است که با محدودیت‌های مالی روبه‌رو نیستند. حساسیت جریان نقدی وجه نقد اشاره به درصد تغییرات در سطوح نگهداری وجه نقد در قبال تغییرات در جریان‌های نقدی دارد [۶].

همان‌گونه که اشاره شد مدیران بیش‌اطمینان با توجه به دیدگاهی که در مورد هزینه‌های تأمین مالی خارجی دارند، به گونه‌ای رفتار می‌کنند که شرکت‌های آنها با محدودیت‌های مالی روبه‌رو هستند؛ بنابراین، این پرسش مطرح می‌شود که آیا بیش‌اطمینانی مدیران بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد مؤثر است؟ مدیران بیش‌اطمینان می‌توانند با نگهداری وجه نقد بالاتر حوزه اختیارات خود، به‌منظور انتخاب بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری را افزایش دهند و اقدام به نگهداری ذخیره وجه نقد احتیاطی از جریان‌های نقدی عملیاتی کنند. علاوه بر این، مدیران بیش‌اطمینان جریان‌های نقدی آتی شرکت تحت مدیریت خود را بیشتر برآورد می‌کنند و اعتقاد دارند که شرکت آنها در بازار کمتر از واقع قیمت‌گذاری شده است. این موضوع باعث کاهش تمایل آنها برای استفاده از تأمین مالی آتی خارج از شرکت و اتکای آنها بر منابع داخلی برای تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری می‌شود؛ بنابراین، انتظار می‌رود شرکت‌هایی که به‌دست مدیران بیش‌اطمینان اداره می‌شوند وجوه نقدی بیشتری نگهداری می‌کنند [۱۲]. همچنین، نتایج پژوهش‌های انجام‌شده [۵، ۱۷] نشان می‌دهد مدیران بیش‌اطمینان سرمایه‌گذاری بیشتری از محل جریان‌های نقدی عملیاتی انجام می‌دهند و بنابراین، این موضوع نیز بی‌تمایلی مدیران

فرصت‌های رشد کمک می‌کند. این موضوع منطبق با انگیزه احتیاطی برای نگهداری وجه نقد به‌منظور سرمایه‌گذاری در طرح‌های دارای ارزش فعلی مثبت در طی دوره‌هایی است که تأمین مالی خارج از شرکت هزینه‌بر است [۱۲]. علاوه بر این، نتایج مطالعات انجام‌شده [۸، ۱۵] نشان می‌دهد مدیران بیش‌اطمینان سود کمتری تقسیم می‌کنند و این موضوع نیز می‌تواند ناشی از انگیزه‌های آنان برای نگهداشت وجوه نقد بیشتر باشد.

از طرف دیگر، مدیران بیش‌اطمینان معتقدند که سهام شرکت آنها در حال حاضر به‌وسیله بازار کمتر از واقع قیمت‌گذاری شده است. همچنین، این مدیران تصور می‌کنند این قیمت‌گذاری کمتر از واقع به مرور زمان از بین خواهد رفت، زمانی که سرمایه‌گذاران از سودآوری سرمایه‌گذاری‌های شرکت مطلع می‌شوند. متعاقب این موضوع مدیران بیش‌اطمینان انتظار دارند هزینه تأمین مالی خارجی در آینده کاهش می‌یابد و بنابراین تأمین مالی خارجی را به تأخیر خواهند انداخت. تا زمانی که این کاهش مورد انتظار به وقوع پیوندد، مدیران بیش‌اطمینان سرمایه‌گذاری‌های شرکت را از طریق اتکا بر وجوه داخلی تأمین مالی خواهند کرد و باعث کاهش سطح وجه نقد نگهداری شده می‌شوند؛ بنابراین، از این دیدگاه انتظار می‌رود مدیران بیش‌اطمینان در مقایسه با سایر مدیران وجه نقد کمتری نگهداری کنند [۱۶].

#### اثر بیش‌اطمینانی مدیران بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد

آلمیدا و همکاران [۱۱] الگویی برای توصیف رابطه بین محدودیت‌های مالی و سیاست‌های نقدینگی تدوین کردند. آنها نشان دادند رابطه مثبتی

اکتاس و همکاران [۱۲] در پژوهشی با عنوان «تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد» به این نتیجه رسیدند که حساسیت جریان نقدی وجه نقد در شرکت‌های دارای مدیران بیش‌اطمینان مثبت است.

دشماخ و همکاران [۱۶] در پژوهشی با عنوان «اثر خوش‌بینی مدیریت بر وجه نقد نگهداری شده» نشان دادند بیش‌اطمینانی مدیران باعث کاهش وجه نقد نگهداری شده می‌شود. همچنین، یافته‌های این پژوهش بیانگر آن است که حساسیت جریان نقدی وجه نقد در شرکت‌های دارای مدیران بیش‌اطمینان منفی است.

یافته‌های پژوهش هسیه و همکاران [۱۸] با عنوان «بیش‌اطمینانی مدیران و مدیریت سود طی دوره تغییر مقررات» نشان می‌دهد شرکت‌هایی که هیأت‌مدیره بیش‌اطمینان دارند، اقدام به مدیریت سود بیشتر از طریق تسریع در زمان‌بندی شناسایی جریان‌های نقدی عملیاتی آتی کرده‌اند. همچنین، شراند و زچمن [۲۲] در پژوهشی با عنوان «بیش‌اطمینانی مدیران و گزارشگری مالی نادرست» نشان دادند مدیران بیش‌اطمینان به دلیل تعصب خوش‌بینی که دارند به احتمال بیشتری صورت‌های مالی نادرست ارائه خواهند کرد. در همین راستا نتایج پژوهش پرسلی و ابوت [۲۱] با عنوان «رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و ارائه مجدد صورت‌های مالی» نشان می‌دهد رابطه مثبت و معناداری بین بیش‌اطمینانی مدیران و ارائه مجدد صورت‌های مالی وجود دارد.

هوانگ و همکاران [۱۷] در پژوهش با عنوان «هزینه‌های نمایندگی، بیش‌اطمینانی مدیران و حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری» نشان دادند

بیش‌اطمینان به استفاده از تأمین مالی خارجی و نگهداشت وجه نقد از محل جریان‌های نقدی عملیاتی برای استفاده در فرصت‌های سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد.

از طرف دیگر، مدیران بیش‌اطمینان ممکن است هزینه‌های فعلی تأمین مالی خارج از شرکت را بی‌جهت هزینه‌بر تلقی کنند و بنابراین سعی کنند با به تأخیر انداختن تأمین مالی خارج از شرکت، سرمایه‌گذاری‌های جاری را از طریق منابع داخلی تأمین مالی کنند که این موضوع باعث کاهش نگهداری وجه نقد از جریان‌های نقدی عملیاتی و یا به عبارت دیگر، کاهش حساسیت جریان نقدی به وجه نقد می‌شود؛ بنابراین، این مدیران با توجه به دیدگاهی که در خصوص بهبود وضعیت آتی شرکت برای تأمین مالی خارج از شرکت دارند، به‌دنبال نگهداشت ذخیره وجه نقد احتیاطی در شرکت نیستند [۱۶].

وینفرد و همکاران [۲۳] در پژوهشی با عنوان «انگیزه‌های نگهداشت وجه نقد: اثر خوش‌بینی مدیران» به بررسی اثر خوش‌بینی مدیران بر انگیزه‌های نگهداشت وجه نقد پرداختند و به این نتیجه رسیدند که مدیران خوش‌بین تمایلی به استفاده از تأمین مالی خارج از شرکت ندارند. به همین دلیل، وجه نقد بیشتری به‌منظور استفاده در فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش‌رو ذخیره می‌کنند و وجه نقد بیشتری به‌عنوان ذخیره احتیاطی به‌منظور استفاده در شرایط نامساعد نگهداری می‌کنند. در مجموع نتایج آنها نشان داد خوش‌بینی مدیران نقش مهمی در سیاست‌های نقدینگی شرکت‌ها دارد.

بر اثر روبه‌رو شدن با جریان‌های نقدی مثبت و منفی تفاوت ندارد. همچنین، تفاوتی میان حساسیت جریان نقدی وجه نقد شرکت‌های با محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی مشاهده نشده است.

عرب‌صالحی و همکاران [۵] در پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی طی دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹» به روش رگرسیون لجستیک نشان دادند در دوره زمانی مورد بررسی، اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد باعث افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری-جریان‌های نقدی شده است.

ملکیان، احمدپور و محمدی [۹] در پژوهشی با عنوان «رابطه بین وجه نقد نگهداری شده و عوامل تعیین‌کننده آن نشان دادند رابطه منفی بین اندازه شرکت، دارایی‌های ثابت مشهود و اهرم با وجه نقد نگهداری شده است. همچنین، نتایج نشان می‌دهد جریان‌های نقدی، سودآوری و فرصت‌های رشد رابطه مثبتی با وجه نقد نگهداری شده دارند.

یافته‌های پژوهش کاشانی‌پور و نقی‌نژاد [۶] با عنوان «بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی- وجه نقد» نشان داد جریان‌های نقدی تأثیر معناداری بر سطوح نگهداری وجه نقد ندارند. همچنین، نتایج این پژوهش بیان می‌کند حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری نسبت به حساسیت جریان نقدی وجه نقد، معیار مناسب‌تری برای تعیین وجود محدودیت‌های مالی است.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش این مطالعه در نظر دارد، ابتدا به بررسی رابطه بین

به‌طور میانگین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، باعث افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری-جریان‌های نقدی می‌شود و در شرکت‌هایی که هزینه نمایندگی بالاتری دارند، این تأثیر به میزان قابل توجهی بیشتر است. با و همکاران [۱۳] در پژوهشی با عنوان «حساسیت نامتقارن جریان نقدی وجه نقد» نشان دادند شرکت‌هایی که با جریان‌های نقدی مثبت روبه‌رو می‌شوند، دارای حساسیت جریان نقدی وجه نقد منفی و شرکت‌هایی که با جریان‌های نقدی منفی روبه‌رو می‌شوند، دارای حساسیت جریان نقدی وجه نقد مثبت هستند.

یافته‌های پژوهش بولو و القاز [۱] با عنوان «بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت بر هموارسازی سود نشان می‌دهد بیش‌اطمینانی مدیریت به‌طور معناداری منجر به افزایش هموارسازی سود می‌شود. همچنین، نتایج نشان داد در شرکت‌های با خطرپذیری نظام‌مند بالاتر، احتمال هموارسازی سود بیشتر است. مشایخ و بهزادپور [۸] در پژوهشی با عنوان «تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود» دریافتند بین بیش‌اطمینانی مدیران و تقسیم سود شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد؛ به‌گونه‌ای که مدیران بیش‌اطمینان تقسیم سود کمتری دارند. همچنین، بررسی‌ها نشان داد با افزایش جریان‌های نقدی عملیاتی، مدیر بیش‌اطمینان جریان‌های نقدی عملیاتی بالاتری را برآورد می‌کنند و سود تقسیمی بیشتری می‌پردازد.

یافته‌های پژوهش مرادی و هانفی مجومرد [۷] با عنوان «بررسی حساسیت جریان نقدی سطح نگهداشت موجودی‌های نقد طی دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰» به روش رگرسیون داده‌های تابلویی نشان می‌دهد حساسیت جریان نقدی وجه نقد شرکت‌ها،

برای بررسی فرضیه دوم از الگوی رگرسیونی (۲) مشابه با اکتاس و همکاران [۱۲] و وینفرد و همکاران [۲۳] استفاده می‌شود:

$$\begin{aligned} Cashholding_{i,t} = & \beta_0 \\ & + \beta_1 OverCon_{i,t} \\ & + \beta_2 CashFlow_{i,t} \\ & + \beta_3 Leverage_{i,t} \\ & + \beta_4 Size_{i,t} \\ & + \beta_5 MB_{i,t} \\ & + \beta_6 Capex_{i,t} \\ & + \beta_7 NWC_{i,t} \\ & + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{رابطه (۱)}$$

متغیر وابسته این الگو وجه نقد نگهداری شده (Cashholding) و متغیر مستقل آن بیش‌اطمینانی مدیران (OverCon) است و سایر متغیرها نیز به صورت کنترلی وارد الگو شده‌اند.

$$\begin{aligned} Cashholding_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 OverCon_{i,t} \\ & + \beta_2 CashFlow_{i,t} \\ & + \beta_3 OverCon * CashFlow_{i,t} \\ & + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 MB_{i,t} \\ & + \beta_6 Capex_{i,t} + \beta_7 \Delta NWC_{i,t} \\ & + \beta_8 \Delta ShortDebt_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{رابطه (۲)}$$

متغیر وابسته این الگوی تغییرات وجه نقد نگهداری شده است. متغیر مستقل نیز جریان‌های نقدی عملیاتی است. ضریب این متغیر بیانگر حساسیت جریان نقدی وجه نقد است. به منظور اظهار نظر در خصوص فرضیه دوم این پژوهش از ضریب متغیر  $OverCon * CashFlow$  استفاده می‌شود. ضریب این متغیر نشان می‌دهد چگونه بیش‌اطمینانی مدیران بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد اثرگذار است.

نحوه اندازه‌گیری متغیرهای ارائه شده در الگوهای پژوهش به شرح زیر است:

بیش‌اطمینانی مدیران با وجه نقد نگهداری شده پردازد. در ادامه نیز اثر بیش‌اطمینانی مدیران بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد بررسی خواهد شد؛ بنابراین، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین می‌شوند:

فرضیه اول: بیش‌اطمینانی مدیران تأثیر معناداری بر وجه نقد نگهداری شده دارد.

فرضیه دوم: بیش‌اطمینانی مدیران تأثیر معناداری بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر بر مبنای هدف از نوع پژوهش‌های کاربردی است. همچنین، از نظر ماهیت و روش از نوع پژوهش‌های توصیفی - همبستگی محسوب می‌شود. جامعه آماری این پژوهش شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ است که همه شرایط زیر را دارا باشند: ۱- سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد؛ ۲- جزو شرکت‌های مالی (مثل بانک‌ها، مؤسسات بیمه) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند؛ ۳- قبل از سال ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند؛ ۴- در طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند؛ ۵- اطلاعات مالی آنها قابل دسترسی باشند. با توجه به محدودیت‌های ذکر شده و روش حذف نظام‌مند تعداد شرکت‌های موجود در نمونه ۱۲۷ شرکت (۷۶۲ سال- شرکت) است و برای تجزیه و تحلیل از روش رگرسیون استفاده شده است.

الگو و متغیرهای پژوهش

برای بررسی فرضیه اول پژوهش از الگوی رگرسیونی (۱) مشابه با دشماخ و همکاران [۱۶] و



به‌عنوان یکی از شاخص‌های محاسبه بیش‌اطمینانی استفاده شده است. به طوری که اگر مدیران سود پیش‌بینی شده را بیشتر از سود واقعی اعلام کرده باشند، دچار بیش‌اطمینانی هستند.

CashFlow: از طریق تقسیم جریان‌های نقدی عملیاتی بر کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

Leverage: از تقسیم کل بدهی‌های شرکت (کوتاه مدت و بلندمدت) بر کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.

Size: بیانگر اندازه شرکت است و از طریق لگاریتم کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.

Capex: از تقسیم مخارج سرمایه‌ای (شامل دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت) بر جمع دارایی‌ها حاصل می‌شود.

MB: از تقسیم ارزش بازار شرکت بر ارزش دفتری آن به دست می‌آید. ارزش بازار شرکت نیز برابر است با جمع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها

NWC: سرمایه در گردش منهای وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت تقسیم بر کل دارایی‌ها  $\Delta NWC$ : تغییر در سرمایه در گردش سال  $t$  نسبت به سال  $t-1$  را نشان می‌دهد.

$\Delta ShortDebt$ : از طریق کسر بدهی‌های کوتاه مدت سال  $t$  از بدهی‌های کوتاه مدت سال  $t-1$  تقسیم بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

آماره توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره (۱) ارائه شده است. همان‌طور که در این نگاره نشان داده شده است، میانگین متغیر وجه نقد نگهداری شده حدوداً معادل ۰/۰۵۷ درصد است. همچنین، میانگین

Cashholding: از طریق تقسیم وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت بر کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.

$\Delta Cashholding$ : از طریق کسر موجودی نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت در سال  $t$  از موجودی نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت سال  $t-1$  تقسیم بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

OverCon: بیانگر بیش‌اطمینانی مدیران است که برای اندازه‌گیری آن از دو روش استفاده می‌شود؛ روش اول مطابق پژوهش حساس یگانه و همکاران [۲]؛ خدماتی پور و همکاران [۳] و شراند و زچمن [۲۲] شاخص مبتنی بر سرمایه‌گذاری است. بدین منظور ابتدا الگوی رگرسیونی زیر برآورد می‌شود و پس از آن در هر سال باقیمانده محاسبه خواهد شد. چنانچه باقیمانده الگو برای شرکتی بزرگ‌تر از صفر باشد؛ یعنی در آن شرکت بیش از حد سرمایه‌گذاری شده است؛ از این رو، این شاخص برابر با یک و در غیر این صورت 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.

$$\text{رابطه (۳)} \quad Asset\ Gr_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Sale\ Gr_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$Asset*Gr_{i,t}$ : بیانگر رشد دارایی‌ها در سال  $t$  است.

$Sale*Gr_{i,t}$ : بیانگر رشد فروش در سال  $t$  است.

شاخص دوم برای اندازه‌گیری بیش‌اطمینانی مبتنی بر سوءگیری در سود پیش‌بینی شده است [۲۰، ۱۹]. با توجه به اینکه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باید سود پیش‌بینی شده خود را افشا کنند؛ بنابراین، در این پژوهش از این معیار

این اساس می‌توان گفت سطح بیش‌اطمینانی بر مبنای دو شاخص یادشده تقریباً به هم نزدیک است.

متغیر بیش‌اطمینانی مدیران بر مبنای شاخص سرمایه‌گذاری و شاخص سوء‌گیری در سود پیش‌بینی شده به ترتیب ۰/۴۶۸۵ و ۰/۴۳۱۵ است که بر

نگاره ۱- آماره توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	حداقل	حداکثر	میانگین	میانه	انحراف معیار
CashHolding	۰/۰۰۱	۰/۳۱۹	۰/۰۵۷	۰/۰۳۷	۰/۰۶۲
CashholdingΔ	-۰/۱۸۸	۰/۲۵۸	۰/۰۰۳	۰/۰۰۱	۰/۰۵۵
CashFlow	-۰/۱۴۹	۰/۳۹۶	۰/۱۱۵	۰/۱	۰/۱۱۵
Overcon1	۰	۱	۰/۴۶۸	۰	۰/۴۹۹
Overcon2	۰	۱	۰/۴۳۱	۰	۰/۴۹۶
MB	۰/۸۲۵	۳/۰۶۷	۱/۳۸۴	۱/۲۴۲	۱/۴۷۳
NWC	-۰/۴۲۸	۰/۴۹۴	۰/۰۳	۰/۰۳۸	۰/۱۹۹
Leverage	۰/۱۴۶	۱/۱۸۳	۰/۶۶۷	۰/۶۵۲	۰/۲۴۷
Capex	۰	۰/۳۲۸	۰/۰۴۶	۰/۰۲۶	۰/۰۵۹
Size	۱۱/۴۳۲	۱۹/۰۶۷	۱۴/۰۲۹	۱۳/۸۰۴	۱/۳۸۳
ShortDEBTA	-۰/۵۸۷	۰/۵۹۴	۰/۰۰۲	۰/۰۰۸	۰/۱۲۷
NWCA	-۰/۷۱۲	۰/۶۴۵	۰/۰۰۶	۰/۰۰۳	۰/۱۴۹

منبع: یافته‌های پژوهش

### آمار استنباطی

از الگوی اول پژوهش به منظور بررسی رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و وجه نقد نگهداری شده استفاده شده است. این الگو به صورت جداگانه و با استفاده از دو شاخص مربوط به اندازه‌گیری بیش‌اطمینانی مدیران، برآورد شده است. پیش از تخمین این الگو به منظور تعیین روش برآورد الگوهای پژوهش از آزمون لیمر و همچنین، برای تعیین روش اثرهای ثابت یا تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شد و در نهایت بر مبنای نتایج این آزمون‌ها روش اثرهای ثابت تأیید شد. نتایج حاصل از این آزمون‌ها در قسمت پایین نگاره (۲) ارائه شده است.

پس از تعیین روش برآورد این الگو، آزمون فروض کلاسیک رگرسیون انجام شد. در این رابطه

برای شناسایی ناهمسانی واریانس اجزای اخلال الگو، از آزمون وایت استفاده شده است. نتایج حاصل از این آزمون بیانگر وجود ناهمسانی واریانس بود که برای رفع آن، از تصحیح وایت استفاده شد. همچنین، هم‌خطی متغیرهای مستقل نیز به کمک شاخص عامل تورم واریانس بررسی شد که برای متغیرهای مستقل تمام تخمین‌ها مقدار کمتر از ۱۰ به دست آمد؛ بنابراین بین متغیرهای مستقل هم‌خطی وجود ندارد.

با توجه به آماره F به دست آمده و سطح معناداری آن (۰/۰۰۰) می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۹ درصد الگوی اول پژوهش با استفاده از هر دو شاخص بیش‌اطمینانی مدیران، معنادار است. همچنین، مقدار آماره دوربین واتسون در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد که با توجه به حجم نمونه مناسب است و بیانگر

نبود خودهمبستگی سریالی است. ضریب تعیین  
 دو حالت به ترتیب حدود ۵۹ و ۵۷ درصد از تغییرات  
 متغیر وابسته را تبیین می‌کنند.

### نگاره ۲- نتایج برآورد الگوی اول پژوهش

Cashholding متغیر وابسته:						
شاخص اول بیش اطمینانی مدیران (مبتنی بر سرمایه‌گذاری)			شاخص دوم بیش اطمینانی مدیران (مبتنی بر سوءگیری در پیش‌بینی سود)			
متغیرها	ضریب	آماره	معناداری	ضریب	آماره	معناداری
OverCon1	۰/۱۷۷	۴/۳۲۴	۰/۰۰۰	-	-	-
OverCon2	-	-	-	۰/۰۰۲	۳/۲۸۵	۰/۰۰۱
CashFlow	۰/۰۷۶	۴/۴۳۹	۰/۰۰۰	۰/۰۷۴	۶/۶۶۴	۰/۰۰۰
MB	۰/۲۳۱	۳/۵۱۹	۰/۰۰۰	۰/۰۲۲	۷/۷۲۴	۰/۰۰۰
Leverage	-۰/۲۸۷	-۲/۹۵۵	۰/۰۰۳	-۰/۰۳۱	-۴/۱۸۳	۰/۰۰۰
Capex	-۰/۵۰۴	-۱/۹۶۸	۰/۰۴۹	-۰/۰۱۳	-۱/۰۹۲	۰,۲۷۵
Size	۰/۶۵۲	۹/۱۲۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۸	۳/۳۵۶	۰/۰۰۰
NWC	۰/۳۹۲	۲/۵۲۳	۰/۰۱۱	۰/۰۳۳	۳/۳۹۵	۰/۰۰۰
C	۰/۸۶	۰/۸۷۶	۰/۳۸۱	۰/۰۰۹	۰/۴۶۵	۰/۶۴۲
آماره F	۴۷/۶۵۹	۶۷/۹۶۶				
احتمال (آماره F)	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰				
آماره دوربین واتسون	۱/۹۶۱	۲/۱۶۵				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۸۹	۰/۵۷۳				
لیمر (معناداری)	۴/۷۰۹(۰/۰۰۰)	۴/۲۸۷(۰/۰۰۰)				
هاسمن (معناداری)	۴۱/۹۰۸(۰/۰۰۰)	۳۲/۱۴۳(۰/۰۰۰)				

منبع: یافته‌های پژوهش

نگهداری کنند تا از این طریق از تأمین مالی آتی  
 خارج از شرکت پرهیز کنند که از دیدگاه آنان بی‌دلیل  
 هزینه‌بر است.

همچنین، بر اساس یافته‌ها، علامت ضریب  
 متغیرهای کنترلی در هر دو ستون تقریباً مشابه است.  
 متغیرهای جریان‌های نقدی عملیاتی، فرصت‌های  
 رشد، اندازه شرکت و خالص سرمایه در گردش رابطه  
 مثبت و معناداری با وجه نقد دارند و متغیرهای اهرم  
 مالی و مخارج سرمایه‌ای رابطه منفی و معناداری با  
 وجه نقد نگهداری شده دارند. در مجموع نتایج

بر اساس نتایج ارائه شده در نگاره (۲) ضریب  
 متغیر بیش اطمینانی مدیران بر مبنای هر دو شاخص  
 به ترتیب (۰/۱۷۷) و (۰/۰۰۲) است. با توجه به اینکه  
 سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ به دست آمده است، بین  
 بیش اطمینانی مدیران و وجه نقد نگهداری شده رابطه  
 مثبت و معناداری برقرار است؛ بنابراین، مدیران  
 بیش اطمینان وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند. این  
 یافته منطبق با این دیدگاه است که مدیران  
 بیش اطمینان ممکن است به منظور تأمین مالی  
 فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی، وجه نقد بیشتری

شناسایی ناهمسانی واریانس اجزای اخلاص الگو از آزمون وایت استفاده شد. نتایج حاصل از این آزمون بیانگر وجود ناهمسانی واریانس بود که برای رفع آن، از تصحیح وایت استفاده شده است. نتایج آزمون خودهمبستگی نیز بیانگر وجود خودهمبستگی مرتبه اول بین باقی مانده‌های الگو بود که به‌منظور رفع آن متغیر (AR) با یک وقفه وارد الگوی پژوهش شد.

متغیرهای کنترلی با نتایج پژوهش‌های قبلی [۹، ۶، ۱۶] مطابقت دارد.

برای بررسی اثر بیش‌اطمینانی مدیران بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد از برآورد رگرسیون و دو شاخص برای اندازه‌گیری بیش‌اطمینانی مدیران استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون‌های لیمر و هاسمن در قسمت پایین نگاره (۳) ارائه شده است و بر این اساس روش اثرهای ثابت برای برآورد الگوها تأیید شده است. همچنین، مشابه با الگوی (۱) برای

### نگاره ۳- نتایج برآورد الگوی دوم پژوهش

متغیر وابسته: $\Delta$ Cashholding						
شاخص اول بیش‌اطمینانی مدیریت (مبتنی بر سوءگیری در پیش‌بینی سود)			شاخص دوم بیش‌اطمینانی مدیریت (مبتنی بر سوءگیری در پیش‌بینی سود)			
متغیرها	ضریب	آماره t	معناداری	ضریب	آماره t	معناداری
CashFlow	۰/۰۹۸	۷/۹۲۵	۰/۰۰۰	۰/۰۸۵	۶/۵۷۹	۰/۰۰۰
OverCon1	۰/۰۱	۸/۵۸۲	۰/۰۰۰	-	-	-
OverCon2	-	-	-	۰/۰۱۳	۰/۵۶۹	۰/۰۰۰
OverCon1*CashFlow	۰/۰۵۸	۶/۶۶۲	۰/۰۰۰	-	-	-
OverCon2*CashFlow	-	-	-	۰/۰۴۷	۲/۸۵۷	۰/۰۰۴
MB	۰/۰۰۰	۰/۱۷۷	۰/۸۵۹	۰/۰۱	۱/۴۶۷	۰/۱۴۳
Size	-۰/۰۰۶	-۴/۰۹۶	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۴	-۴/۰۰۴	۰/۰۰۰
Capex	-۰/۰۸۶	-۶/۳۹۵	۰/۰۰۰	-۰/۰۸۴	-۵/۸۲	۰/۰۰۰
$\Delta$ ShortDEBT	-۰/۰۷۴	-۳/۴۳۹	۰/۰۰۰	-۰/۰۷۹	-۴/۷۱۷	۰/۰۰۰
$\Delta$ NWC	-۰/۰۰۶	-۵/۱۰۵	۰/۰۰۰	-۰/۰۹۷	-۷/۶۸	۰/۰۰۰
AR(1)	-۰/۳۹۳	-۵/۹۹۱	۰/۰۰۰	-۰/۴۱۸	-۶/۹۲۲	۰/۰۰۰
C	۰/۰۸۶	۰/۵۶۶	۰/۵۷۱	۰/۰۴۵	۰/۷۰۹	۰/۴۷۹
آماره F		۲/۶۸۳			۲/۸۶۲	
احتمال (آماره F)		۰/۰۰۰			۰/۰۰۰	
آماره دوربین واتسون		۲/۲۶۴			۲/۳۲۸	
ضریت تعیین تعدیل شده		۰/۲۶۲			۰/۲۸۶	
لیمر (معناداری)		۲/۳(۰/۰۴۳)			۳/۲۸۷(۰/۰۰۶)	
هاسمن (معناداری)		۲۶/۸۹(۰/۰۰۰)			۲۱/۹۱۳(۰/۰۰۲)	

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به آماره F به دست آمده و سطح معناداری آن (۰/۰۰۰)، در سطح اطمینان ۹۹ درصد الگوی دوم پژوهش بر مبنای هر دو شاخص بیش اطمینانی مدیران، در کل معنادار است. مقدار آماره دوربین واتسون نیز بیانگر نبود خودهمبستگی سریالی در باقی مانده‌های الگوست.

بر اساس یافته‌های ارائه شده سطح معناداری متغیر جریان‌های نقدی عملیاتی و همچنین، متغیر بیش اطمینانی مدیران (۰/۰۰۰) بر مبنای هر دو شاخص، نشان دهنده رابطه مثبت و معنادار بین این متغیرها با متغیر وابسته است. به بیان دیگر، بین جریان‌های نقدی عملیاتی و تغییرات موجودی نقد شرکت‌ها (حساسیت جریان نقدی وجه نقد) و نیز، بین بیش اطمینانی مدیران و تغییرات وجه نقد، رابطه مثبت و معناداری برقرار است. اما همانطور که پیش تر اشاره شد، از ضریب متغیر (بیش اطمینانی\*جریان‌های نقدی) برای اظهار نظر در خصوص فرضیه دوم پژوهش استفاده می‌شود. ضریب این متغیر بر مبنای هر دو شاخص بیش اطمینانی مدیران به ترتیب (۰/۰۵۸) و (۰/۰۴۷) و در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است. این یافته نشان می‌دهد، در صورتی که شرکت‌ها دارای مدیران بیش اطمینان باشند، حساسیت جریان نقدی وجه نقد مثبت خواهد شد. به بیان دیگر، این مدیران وجوه نقد بیشتری از جریان‌های نقدی عملیاتی را در شرکت نگهداری می‌کنند. از این رو، فرضیه دوم پژوهش مبنی بر تأثیر معنادار بیش اطمینانی مدیران بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد پذیرفته می‌شود. این یافته با مبنای نظری پژوهش مبنی بر تمایل مدیران بیش اطمینان برای نگهداری وجه نقد بالاتر به منظور افزایش حوزه اختیارات خود، برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش رو همخوانی دارد.

ضریب متغیرهای کنترلی نیز در هر دو ستون مشابه است. متغیرهای مخارج سرمایه‌ای، تغییر در خالص سرمایه در گردش، اندازه شرکت و تغییر در بدهی‌های کوتاه مدت رابطه منفی و معناداری با تغییرات وجه نقد دارند و بین فرصت‌های رشد با تغییر در وجه نقد رابطه معناداری مشاهده نشده است. این یافته‌ها مطابق با یافته‌های مرادی و هاتفی [۷]، دشماخ و همکاران [۱۶] و اکتاس و همکاران [۱۲] است.

### نتیجه گیری

پژوهش‌های مختلفی به بررسی عوامل مؤثر بر سطح وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌ها پرداخته‌اند. در این پژوهش نیز به بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران با وجه نقد نگهداری شده و اثر بیش اطمینانی مدیران بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد پرداخته شد. برای اندازه‌گیری بیش اطمینانی مدیران از دو معیار مبتنی بر سرمایه‌گذاری و سوء‌گیری در پیش بینی سود استفاده شده است. مدیران بیش اطمینان جریان‌های نقدی طرح‌های سرمایه‌گذاری را بیشتر از واقع برآورد می‌کنند و اعتقاد دارند که شرکت آنها در بازار کمتر از واقع ارزیابی شده است. این موضوع بر دیدگاه آنها در خصوص نگهداشت وجه نقد و تأمین مالی خارج از شرکت تأثیرگذار است. با وجود این، مبنای نظری و یافته‌های متناقضی در این زمینه ارائه شده است.

نتایج فرضیه اول پژوهش نشان می‌دهد، شرکت‌هایی که مدیران بیش اطمینان دارند وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند. همچنین، یافته‌های فرضی، دوم نیز نشان داد بیش اطمینانی مدیران تأثیر مثبت و معناداری بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد دارد. به

نقد بیشتر در شرکت است و این موضوع باعث افزایش هزینه فرصت ناشی از نگهداشت وجه نقد می‌شود.

بر مبنای نتایج این پژوهش به مدیران پیشنهاد می‌شود به سطح بهینه وجه نقد توجه کنند، زیرا فاصله گرفتن از آن به کاهش ارزش شرکت منجر می‌شود. همچنین، مدیران شرکت‌ها باید به تأثیرات ویژگی‌های شخصیتی خود بر تصمیم‌های شرکتی توجه کنند و سعی کنند با پرهیز از جنبه‌های منفی این ویژگی‌ها بهترین تصمیم‌های ممکن را در حوزه‌های مختلف به خصوص بحث نقدینگی و تأمین مالی برای شرکت اتخاذ کنند.

#### منابع

۱. بولو، قاسم و مسعود حسنی‌القاز. (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت بر هموارسازی سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابداری*، دوره ششم، شماره ۲۱، صص ۵۳-۳۱.
۲. حساس‌یگانه، یحیی؛ حسنی‌القاز، مسعود و محمد مرفوع. (۱۳۹۴)، بیش‌اطمینانی مدیریت و حق‌الزحمه حسابرسی. *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره بیست و دوم، شماره ۸۰، صص ۲۰۲-۱۸۳.
۳. خدای‌پور، احمد؛ دری‌سده، مصطفی و آزاده‌پور اسماعیلی. (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر محافظه‌کاری؛ با در نظر گرفتن نظارت بیرونی. *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و*

بیان دیگر، مدیران بیش‌اطمینان وجه نقد بیشتری از جریان‌های نقد عملیاتی را در شرکت نگهداری می‌کنند. این یافته‌ها با مبانی نظری پژوهش سازگار است. مدیران بیش‌اطمینان جریان‌های نقدی آتی شرکت تحت مدیریت خود را بیشتر برآورد می‌کنند و اعتقاد دارند که شرکت آنها در بازار کمتر از واقع قیمت‌گذاری شده است. این موضوع باعث کاهش تمایل آنها برای استفاده از تأمین مالی آتی خارج از شرکت می‌شود و به نگهداری ذخیره وجه نقد احتیاطی از جریان‌های نقدی عملیاتی، به منظور استفاده در فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش‌رو اقدام می‌کنند. در مجموع، یافته‌های این پژوهش با یافته‌های پژوهش اکتاس و همکاران [۱۲] و وینفرد و همکاران [۲۳] همخوانی دارد و یافته‌های پژوهش دشماخ و همکاران [۱۶] را رد می‌کند.

تاکنون پژوهش‌های متعددی به بررسی عوامل تأثیرگذار بر سطح نگهداشت نقدینگی پرداخته‌اند. با وجود این، در این پژوهش‌ها توجه کمتری به ویژگی‌های رفتاری مدیران شده است، ولی این پژوهش با برجسته کردن نقش بیش‌اطمینانی مدیران به عنوان یکی از عوامل تأثیرگذار بر سیاست‌های نقدینگی شرکت ضمن توسعه ادبیات نظری و تجربی در خصوص موضوع بیش‌اطمینانی مدیران، دیدگاه‌های تازه‌ای نیز در خصوص سیاست‌های نقدینگی شرکت‌ها فراهم کرده است. یافته‌های این پژوهش به ما نشان می‌دهد سویه‌های رفتاری مدیران نقش قابل توجهی در هدایت سیاست‌های مالی و عملیاتی شرکت‌ها دارد و این تأثیر دارای پیامدهای منفی یا مثبت بر شرکت است. نتایج به دست آمده بیانگر تمایل مدیران بیش‌اطمینان به نگهداشت وجه

- نگهداری شده و عوامل تعیین کننده آن در بورس  
اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری، دوره  
سوم، شماره ۱۱، صص ۸۳-۱۰۹.
۱۰. هاشمی، سیدعباس؛ امیری، هادی و مهنوش  
مشتاقیان. (۱۳۹۰)، تأثیر جریان‌های نقدی  
عملیاتی بر تأمین مالی خارجی با در نظر گرفتن  
محدودیت مالی و تورم. پژوهش‌های حسابداری  
مالی، سال هفتم، شماره ۴، صص ۳۸-۱۹.
11. Almeida. H., Campello, M., and M.S. Weisbach. (2004). The Cash Flow Sensitivity of Cash. *The Journal of Finance*, Vol. 59, No. 4, Pp. 1777-1804.
12. Aktas, N. Louka, C. and D. Petmezas. (2015). Is Cash More Valuable in the Hands of Overconfident CEOs? Working paper. Beisheim School of Management, Germany
13. Bao, D., Chan, K.C., and W. Zhang. (2012). Asymmetric Cash Flow Sensitivity of Cash Holdings. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18, No. 3, Pp. 690-700.
14. Chen, S., Lai, S., Liu, C., and S. McVay. (2014). Overconfident Managers and Internal Controls. Working paper, National Taiwan University and University of Washington.
15. Deshmukh, S., A. M. Goel, and K. M. Howe. (2013). CEO Overconfidence and Dividend Policy. *Journal of Financial Intermediation*. Vol. 22, No. 3, Pp. 440-463.
16. Deshmukh, S., A. M. Goel, and K. M. Howe. (2015). Do CEO Belief affect Firm Cash Holding?. *Corporate Governance & Sociology or Psychology eJournal*.
17. Huang, W., Jiang F., Liu, Z., and M. Zhang. (2011). Agency Cost, top Executives' Overconfidence, and Investment-Cash Flow Sensitivity — Evidence from listed companies in China. *Pacific-Basin Finance Journal*. Vol. 19, Pp. 261-277.
- حسابرسی، دوره بیست و دوم، شماره ۳،  
صص ۳۸۴-۳۶۳.
۴. رامشه، منیژه و مهناز ملانظری. (۱۳۹۳)،  
بیش اطمینانی مدیریت و محافظه‌کاری حسابداری.  
دانش حسابداری، دوره پنجم، شماره ۱۶،  
صص ۷۹-۵۵.
۵. عرب‌صالحی، مهدی؛ امیری، هادی و سپیده  
کاظمی نوری. (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر اطمینان بیش  
از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری  
جریان نقدی. پژوهش‌های حسابداری مالی، سال  
ششم، شماره ۲، صص ۱۲۸-۱۱۵.
۶. کاشانی‌پور، محمد و بیژن نقی‌نژاد. (۱۳۸۸)،  
بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت  
جریان نقدی - وجه نقد در شرکت‌های  
پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله  
تحقیقات حسابداری، سال اول، شماره دوم،  
صص ۹۳-۷۲.
۷. مرادی، مهدی و حجت هاتفی مجومرد. (۱۳۹۳)،  
بررسی حساسیت جریان نقدی سطح نگهداشت  
موجودی‌های نقد. دانش حسابداری، دوره دوم،  
شماره ۱۹، صص ۷۳-۵۱.
۸. مشایخ، شهناز و سمیرا بهزادپور. (۱۳۹۳)، تأثیر  
بیش اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود.  
فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی،  
دوره بیست و یکم، شماره ۴، صص ۵۰۴-۴۸۵.
۹. ملکیان، اسفندیار؛ احمدپور، احمد و منصور  
محمدی. (۱۳۹۰)، بررسی رابطه بین وجه نقد

- Incidence of Financial Restatement. *Advances in Accounting. Incorporating Advances in International Accounting. Vol. 29*, Pp. 74- 84.
- 22.Schrand, C. M. and S. L. C. Zechman. (2012). Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Financial Misreporting. *Journal of Accounting and Economics. Vol. 53*, No. 12, Pp. 311–329.
- 23.Winifred, H., Neophytes, L., and M,H. James. (2016). Motives for Corporate Cash Holdings: the CEO Optimism Effect. *Review of Quantitative Finance and Accounting. Vol. 47* No. 3, Pp. 669-732.
- 18.Hsieh, T., Bedard, J., and K. Johnstone. (2014). CEO Overconfidence and Earnings Management during Shifting Regulatory Regimes. *J. Bus. Financ.Account. Vol. 41*, No. 9-10, Pp. 1243-1268.
- 19.Ishi;awa,M., and H. Takahashi. (2010). Overconfident Managers and External Financing Choice. *Review of Behavioral Finance: Vol 2*, No. 1, Pp. 37–58.
- 20.Lin,C. Rahman, H., and K. Yung. (2005). Investor Overconfidence in REIT Stock Trading. *Journal of Real Estate Portfolio Management: Vol. 16*, No. 1, Pp. 39-57.
- 21.Presley T., and L. Abbott. (2013). AIA Submission: CEO Overconfidence and the



