

## بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت بر ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت

مریم حاجی‌ابراهیمی\*، هدی اسکندر\*\*

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۶/۱۱

تاریخ پذیرش: ۹۶/۱۰/۱۳

### چکیده

بیش‌اطمینانی‌ها زمانی رخ می‌دهد که افراد توانایی و مهارت خود را، نسبت به دیگران یا بدون مقایسه با دیگران بیشتر از واقعیت تخمین بزنند. مدیران با اطمینان بیش از حد، در تصمیمات مالی توانایی خود را بیشتر از واقعیت تخمین می‌زنند. بیش‌اطمینانی مدیریت می‌تواند بر تصمیمات و خط‌مشی‌های شرکت اثرگذار باشد. پژوهش حاضر جهت ایجاد شواهدی مبنی بر تأثیرگذاری بیش‌اطمینانی مدیریت بر ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت‌ها صورت پذیرفته است. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چند متغیره با داده‌های ترکیبی استفاده شده است. در این پژوهش متغیر بیش‌اطمینانی مدیریت به عنوان متغیر مستقل براساس دو معیار مبتنی بر سرمایه‌گذاری سنجیده شده است. متغیرهای وابسته شامل ریسک‌پذیری (انحراف معیار بازده سهام و انحراف معیار جریان وجوه نقد عملیاتی) و عملکرد شرکت (بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت کیوتوین) می‌باشد. نمونه پژوهش شامل ۱۵۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۴ است. نتایج نشان می‌دهد بیش‌اطمینانی مدیریت بر ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت تأثیر معناداری ندارد.

**واژه‌های کلیدی:** بیش‌اطمینانی مدیریت، ریسک‌پذیری، عملکرد.

طبقه بندی موضوعی: M41.

DOI: 10.22051/jera.2018.17046.1770

\* دانشجوی کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی بصیر آبیگ، ایران، (mhajiebrahimi70@yahoo.com)

\*\* استادیار گروه حسابداری دانشکده اقتصاد و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، ایران، (نویسنده مسئول)، (heskandar@ut.ac.ir)

## مقدمه

در الگوی اقتصاد مالی سنتی، فرض می‌شود تصمیم‌گیرندگان رفتار عقلایی دارند و همواره به دنبال حداکثر شدن مطلوبیت خود هستند (هاکبارث، ۲۰۰۸)؛ اما محققان تجربی بر این باورند گاهی اوقات برای یافتن پاسخ معماهای مالی، باید این احتمال پذیرفته شود که ممکن است تصمیم‌گیرندگان به طور کامل عقلایی رفتار نکنند. به بیانی دیگر، ویژگی‌های شخصیتی افراد نیز جزء عوامل مهم در تصمیم‌گیری‌ها به حساب می‌آید. بیش‌اطمینانی خصیصه‌ای انسانی است که در بین کل جمعیت، افراد مشخصی واجد آن هستند و در میان مدیران اجرایی، شیوع بیشتری دارد. بیش‌اطمینانی زمانی رخ می‌دهد که افراد در واقعیت توانایی و مهارت خود را نسبت به دیگران یا بدون مقایسه با دیگران بیشتر تخمین بزنند. نکته قابل توجه این است که هرچه دانش و مهارت فرد در حوزه‌ای بیشتر باشد، اطمینان فرد به دانش خود نیز بیشتر خواهد شد. بیش‌اطمینانی باعث می‌شود که مدیران نسبت به سودها و جریان‌های نقدی آتی واحد تجاری خوش‌بین و چشم‌انداز مثبتی از ریسک و بازده آتی شرکت داشته باشند. به دلیل چشم‌انداز خوش‌بینانه مدیران بیش‌اطمینان نسبت به سود دوره‌های آتی، احتمال پیش‌بینی اشتباه آن‌ها بیشتر می‌شود (شراند و زچمن، ۲۰۱۲). مالمندیر و تیت (۲۰۰۸) بیان کردند که اطمینان بیش از حد، به سرمایه‌گذاری بیشتر منتهی می‌شود و مدیران با اطمینان بیش از حد، بیشتر در ادغام و تملک شرکت می‌کنند که به کاهش ارزش شرکت منتهی خواهد شد. از طرفی، کاهنمن و لووالو (۱۹۹۳) و لی و تانگ (۲۰۱۰) بیان می‌دارند، شرکت‌های با مدیران دارای اطمینان بیش از حد در معرض میزان قابل توجهی از ریسک قرار می‌گیرند و بیشتر در پروژه‌های پرمخاطره سرمایه‌گذاری می‌کنند، زیرا این مدیران بر پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه تکیه می‌کنند و بازده سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ریسک زیاد را، بیشتر از واقع و احتمال شکست را کمتر از واقع، برآورد می‌کنند. مدیران با اطمینان بیش از حد، برگشت‌های آتی سرمایه از پروژه‌های شرکت‌های شان را بیش از حد تخمین می‌زنند. از این رو آن‌ها، احتمال و بزرگی شوک‌های مثبت گردش‌های نقدی آتی حاصل از پروژه در حال اجرا را بیش از حد تخمین می‌زنند و شوک‌های معکوس و منفی گردش‌های نقدی را کمتر از حد تخمین می‌زنند (احمد و دوئلمن، ۲۰۱۲). بنابراین هنگامی که وجوه داخلی فراوانی در دسترس دارند، تمایل به سرمایه‌گذاری‌های مفرط و تملک غیرضروری شرکت‌ها دارند (مالمندیر و تیت، ۲۰۰۸).

از آنجا که یکی از مسئولیت‌های مهم مدیران در تمام سطوح مدیریت، تصمیم‌گیری است و مدیران در طی دوره فعالیتشان با موقعیت‌هایی مواجه می‌شوند که باید به منظور هدایت سازمان در مسیری مشخص و تحقق اهداف نهایی، تصمیماتی اتخاذ نمایند که با ریسک همراه است، و در اتخاذ تصمیم مناسب عوامل زیادی دخیل هستند که یکی از آن‌ها، ویژگی‌های شخصیتی مدیران می‌باشد که ریشه در باورها و عقاید آن‌ها دارد، در این مطالعه تأثیر اطمینان بیش از حد مدیران بر ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت‌های ایرانی مورد بررسی قرار گرفت؛ که بینش ارزشمندی را در کمک به شرکت‌ها و سازمان‌ها در استخدام مدیران دارای ویژگی بیش اطمینانی فراهم می‌نماید.

## مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### بیش اطمینانی مدیریت

از آنجا که مدیران در مقایسه با افراد معمولی و سایر کارکنان از قدرت و حق تصمیم‌گیری بیشتری برخوردارند، شخصیت آن‌ها می‌تواند در تصمیمات و روش‌های آن‌ها تأثیرگذار باشد. به بیان دیگر، مدیران دارای وظیفه مشخصی هستند که نگرش آن‌ها نسبت به مسائل، فعالیت‌های‌شان را تحت تأثیر قرار می‌دهد (خنیفر و همکاران، ۱۳۸۸). بیش اطمینانی به عنوان یکی از جدی‌ترین موارد که تصمیمات مدیران سازمان‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد، از مهمترین مفاهیم مالی رفتاری مدرن است که هم در تئوری‌های مالی و هم روانشناسی جایگاه ویژه‌ای دارد. بیش اطمینانی مدیریتی، به مدیرانی اشاره می‌کند که به صورت اتوماتیک احتمال عملکرد خوب شرکت را بیشتر و احتمال عملکرد ضعیف شرکت را کمتر تخمین می‌زنند (احمد و دونلمن، ۲۰۱۲). وجود مدیر با اطمینان بیش از حد دلیلی برای توضیح ادغام‌های منتهی به کاهش ارزش و پرداخت هزینه بیشتر برای دستیابی به اهداف شرکت می‌باشد. افزون بر این اطمینان بیش از حد مدیران، تحریقاتی در مجموعه‌ای از تصمیمات شرکت شامل سرمایه‌گذاری، تأمین مالی خارجی و خط‌مشی‌های تقسیم سود ایجاد می‌نمایند (بن دیوید و همکاران، ۲۰۱۳؛ دشماخ و همکاران، ۲۰۱۳).

### بیش‌اطمینانی مدیریت و ریسک‌پذیری شرکت

یکی از اصلی‌ترین وظایف مدیریت، سروکار داشتن با ریسک است و در شرایط متحول امروز، اساساً موفقیت هر بنگاه به تسلط آن بر ریسک‌ها و نوع مدیریتی است که بر انواع ریسک‌ها اعمال می‌کند. ریسک‌پذیری، نقش بسیار با اهمیتی در حفظ مزیت رقابتی شرکت‌ها دارد و می‌تواند آن‌ها را به سمت رشد اقتصادی بالاتر رهنمون سازد. ریسک‌پذیری منطقی به مثابه روح در بدن صنایع است و بدون این روح، صنعت نابود می‌شود و تا حدودی برای بقا و توسعه شرکت‌ها اساسی است (شاپیرا، ۱۹۹۵). تحقیق‌های انجام شده در حوزه تصمیم‌گیری‌های فردی ارتباط ساختار شخصیتی با ریسک‌پذیری فرد را نشان داده‌اند (بوستنیز و بارنی، ۱۹۹۷)، اما تاکنون شواهد تجربی بسیار کمی از ارتباط آن با اقدامات و فعالیت‌های اجرایی به دست آمده است. غرور و بیش‌اطمینانی مدیران که چگونگی تفسیر و برداشت مدیران از شرایط را تحت تأثیر قرار می‌دهد (هامبریک و میسون، ۱۹۸۴؛ هیوارد و هامبریک، ۱۹۹۷)، انتخابات استراتژیک مدیران برای شرکت‌ها را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد. با تکیه بر تحقیقات رفتاری که بر روی سوگیری‌های تصمیم‌گیری مدیریتی اشاره دارند، دانشمندان سه مکانیسم اصلی را برای ارتباط بیش‌اطمینانی مدیران شرکت با ریسک‌پذیری شرکت مطرح کرده‌اند:

اول، مدیر با اطمینان بیش از حد، قابلیت و توانایی خود را در حل مسائل شخصی بیش از واقع برآورد می‌کند (هیوارد و همکاران، ۲۰۰۶). چنین تصور نادرستی ممکن است، به اغراق در مزایای بالقوه یک تصمیم استراتژیک، و برآورد بیش از واقع امکان اجرای موفقیت‌آمیز یک عمل منجر شود (مالمندیر و تیت، ۲۰۰۸). دوم، مدیران با اطمینان بیش از حد نیز تمایل به کمتر برآورد کردن منابع مورد نیاز برای انجام طرح‌های استراتژی (شین و استوارت، ۲۰۰۲) و برآورد بیش از واقع منابع شرکت دارند و تمایل به تأمین مالی داخلی به جای تأمین مالی خارجی دارند. چرا که آن‌ها معتقدند منابع مالی در دسترس، برای حمایت از اقدامات استراتژیک کافی است. سوم، بیش‌اطمینانی مدیران ممکن است منجر به نادیده گرفتن عدم قطعیت در محیط فعالیتشان شود. مدیران با اطمینان بیش از حد بر این باورند که آن‌ها اطلاعات بیشتری نسبت به سایرین دارند. آن‌ها همچنین اطلاعات خود را با ارزش‌تر از اطلاعات خارجی در نظر می‌گیرند (برناردو و ولش، ۲۰۰۱). چنین تصور نادرست از میزان و ارزش اطلاعات شخص نشان می‌دهد که مدیران با اطمینان بیش از حد معتقدند که اقدامات و نتایج آن‌ها کمتر

توسط عوامل خارج از کنترلشان تعیین می‌شود. هرچه احساس کنترل بیشتر باشد، احتمال برآورد کمتر از واقع عدم قطعیت و خطرات بیشتر است. چنین تصور نادرست از کنترل بالا به طور معمول به نتایج ضعیف منجر می‌شود (دوراند، ۲۰۰۳). این سه مکانیسم نشان می‌دهند که بیش اطمینانی مدیریت شرکت منجر به بالا در نظر گرفتن احتمال موفقیت اقدامات استراتژیک می‌شود، حتی اگر آن اقدامات با ریسک بزرگی در ارتباط باشد. بنابراین، مدیرعامل با اطمینان بیش از حد گرایش به ریسک‌پذیری دارد و به عنوان قدرتمندترین عضو تیم مدیریت شرکت، یک مدیرعامل ممکن است انتخاب‌های استراتژیک را از طریق تأثیرگذاری بر تصمیم‌گیری دیگر مدیران ارشد تحریف نماید و در نتیجه تصمیمات شرکت تا حد زیادی از ویژگی شخصی مدیرعامل منعکس خواهد شد.

### بیش اطمینانی مدیریت و عملکرد شرکت

مدیریت نقش مهم و اساسی در عملکرد سازمان دارد، چرا که مدیر نقش عمده‌ای در تعیین استراتژی و عملکرد شرکت دارد. مدیران، افراد رده بالای سازمان هستند که اختیار و قدرت زیادی در تصمیم‌گیری دارند. تمایلات شخصی، سلیقه و احساسات مدیران می‌تواند بر سیاست‌های انتخابی و رویه‌های سازمان تأثیرگذار باشد. بیش اطمینانی به عنوان یکی از مهمترین عوامل مؤثر بر رفتار مدیران می‌تواند منجر به تصمیماتی گردد که ارزش شرکت را از بین ببرد.

بیش اطمینانی مدیریت یکی از ویژگی‌های مدیریتی است که بر سوگیری مثبت در انتظارات مدیریت تکیه دارد (حیدری، ۱۳۹۳). فیرچیلد (۲۰۰۵) نشان داد که بیش اطمینانی مدیران تأثیر منفی بر عملکرد و ارزش شرکت دارد؛ چرا که مدیران با اطمینان بیش از حد تمایل به سطح بالایی از اهرم دارند که می‌تواند به هزینه‌های بحران مالی بالاتر و تخفیف بدهی خطرناک و حقوق صاحبان سهام منجر شود. با این حال، گوئل و تاکور (۲۰۰۸) نشان دادند که بیش اطمینانی مدیران شرکت می‌تواند به مشکل کمبود سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با هدایت مدیران اجرایی ریسک‌گریز به سوی پذیرش خطر کافی، که موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود، کمک کند. جرویس و همکاران (۲۰۰۳) دریافتند که بیش اطمینانی نه تنها تصمیم مدیران را با منافع سهامداران هم راستا می‌کند، بلکه مدیران را برای اعمال سطوح بالاتری از تلاش، ترغیب می‌کند و کمک می‌کند تا شرکت‌ها به سوددهی بالاتر دست یابند.

یک مدیر با اطمینان بیش از حد معتقد است که شرکت او صرفاً در حال از سرگذراندن مدت کوتاهی از بدشانسی یا کارکرد نامناسب است. همچنین تصور می‌کند که به نفع همگان از جمله کارمندان، مشتریان، سهامداران و بستانکاران است تا مسأله را به طور کوتاه مدت لاپوشانی کنند، زیرا اجرای ضعیف کنونی شرکت را در مقام نشانه‌ای از آینده تاریک تعبیر نمی‌کنند. در حالی که فکر می‌کند در انتهای راه، شرکت این دوران عملکرد ضعیف را جبران خواهد کرد. تأثیر مطلوب بیش‌اطمینانی مدیریتی بر روی عملکرد و تصمیمات شرکت‌ها شامل سرمایه‌گذاری بیشتر در نوآوری و رسیدن به موفقیت‌های ابتکاری بیشتر به جهت پرداختن به مخارج تحقیق و توسعه است که تأثیرات بلند مدت این رابطه را نشان می‌دهد. با این حال، مطالعات دیگر می‌گویند که اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت باعث اهرم کمتر از حد مطلوب و سطح سرمایه‌گذاری، و تصمیم‌گیری کمتر از حد مطلوب می‌شود (اسلاسر، ۲۰۱۰).

### پیشینه پژوهش

اریکسن و آبو (۲۰۱۶) در تحقیقی با عنوان خودشیفتگی مدیرعامل، ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت به این نتیجه دست یافتند که رابطه خطی بین خودشیفتگی مدیرعامل و عملکرد شرکت، و رابطه غیرخطی بین خودشیفتگی مدیرعامل شرکت و ریسک‌پذیری شرکت وجود دارد.

هان و همکاران (۲۰۱۵) با بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت‌های بیمه ایالات متحده آمریکا نشان دادند که شرکت‌های بیمه با مدیران با اطمینان بیش از حد، ریسک را با افزایش استفاده از بیمه اتکایی محدود می‌کنند و بیش‌اطمینانی مدیران دارای رابطه منفی با ریسک‌پذیری و ارتباط مثبت با عملکرد شرکت است.

چن (۲۰۱۵) نیز در پژوهشی با عنوان اطمینان بیش از حد مدیریتی و ریسک‌پذیری، با بررسی این موضوع که آیا توسعه در حاکمیت شرکتی می‌تواند به کاهش اثرات مخالف اطمینان بالای مدیریت بر روی ریسک‌پذیری بانک کمک نماید، دریافت که شرکت‌ها با مدیران با اطمینان بیش از حد، ریسک‌اعتباری و ریسک‌نکول بالاتری را به خصوص در دوره های بحران اقتصادی پذیرا هستند و در دوره رونق اقتصادی ریسک کمتری می‌کنند.

کیم و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان اطمینان بیش از حد مدیریتی و ریسک سقوط سهام در شرکت‌های بورس هنگ کنگ نشان دادند که پس از کنترل مدیریت سود برگرفته از مسائل نمایندگی، وجود ویژگی اطمینان بیش از حد در مدیریت، احتمال سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد.

مینگای و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی تحت عنوان بیش اطمینانی مدیریت و ریسک‌پذیری شرکت با بررسی شرکت‌های چینی دریافتند که ارتباط مثبت معناداری بین بیش اطمینانی و ریسک‌پذیری شرکت وجود دارد و بیش اطمینانی باعث بهبود بهره‌وری، تخصیص سرمایه و ارزش شرکت می‌شود و بیش اطمینانی همیشه تأثیر منفی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت ندارد.

پیکولینا (۲۰۱۲) با بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر عملکرد شرکت‌های شمال آمریکا طی سال‌های ۲۰۰۵-۲۰۱۰ نشان داد، بیش اطمینانی مدیران تأثیری مثبت بر عملکرد شرکت دارد.

جو و لای (۲۰۱۱) در پژوهشی با موضوع بیش اطمینانی مدیران، داد و ستد و عملکرد، نشان دادند که مدیران با اطمینان بیش از حد نسبت به مدیران فاقد اطمینان بیش از حد، تمایل بیشتری به داد و ستد دارند. همچنین رابطه مثبتی بین بیش اطمینانی مدیران و عملکرد شرکت وجود دارد.

لی و تانگ (۲۰۱۰) با بررسی تأثیر غرور ۲۷۹۰ مدیر شرکت‌های تولیدی چین بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها نشان دادند، ارتباط مثبتی بین غرور مدیرعامل و ریسک‌پذیری شرکت وجود دارد. به خصوص در شرکت‌هایی که اختیارات مدیریت زیاد است، این رابطه قوی‌تر می‌باشد.

بررسی پژوهش‌های صورت گرفته در داخل کشور نشان می‌دهد که پژوهش‌های زیر بیشترین قرابت را با موضوع این پژوهش دارند، لیکن هیچ یک دقیقاً به بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر ریسک‌پذیری و عملکرد به طور توأم نپرداخته‌اند:

گودرزی و همکاران (۱۳۹۵) در اولین کنفرانس ملی مدیریت و اقتصاد جهانی، در مقاله‌ای به بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر معیارهای عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداختند. نتایج آزمون ایشان نشان داد رابطه مستقیم و معناداری بین بیش اطمینانی مدیران با ROA و ROE وجود دارد.

فرخ نیا (۱۳۹۵) در بررسی رابطه بیش‌اطمینانی و کنترل‌های داخلی دریافتند که بیش‌اطمینانی مدیریت اثری بر کنترل داخلی ندارد و همچنین ارتباط معناداری بین اطمینان بیش از حد مدیریت و سطوح سرمایه‌گذاری در شرکت‌های مورد بررسی وجود ندارد.

موسوی و آقا بابایی (۱۳۹۵) در بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیر بر رفتار سرمایه‌گذاران رابطه‌ای بین این متغیر و بازده سهام نیافت.

دارایی و زارعی (۱۳۹۶) در پژوهشی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت را بر ریسک سقوط سهام بررسی نمودند. ایشان بیان کردند که مدیران با اطمینان بیش از حد، به توانایی‌های خود اعتماد کاذب دارند. از این رو، تمایل بیشتری برای برآورد بیش از حد فاکتورهای تأثیرگذار بر قیمت سهام در آینده‌ای نزدیک خواهند داشت. یافته‌های حاصل از این پژوهش نشان داد که بیش‌اطمینانی مدیریت و محافظه‌کاری بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر دارد. از سوی دیگر، نتایج پژوهش نشان داد که محافظه‌کاری به عنوان متغیر تعدیل‌کننده، اثر منفی، بر تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

مهرانی و طاهری (۱۳۹۶) در بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیر بر خطای پیش‌بینی سود دریافتند که مدیرانی که دارای اطمینان بیش از حد هستند، سود را بیش از مقدار واقعی آن پیش‌بینی می‌کنند.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به پیشینه و مبانی نظری، فرضیات پژوهش به شرح زیر می‌باشند:

فرضیه اول: بیش‌اطمینانی مدیریت بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها تأثیرگذار است.

فرضیه دوم: بیش‌اطمینانی مدیریت بر عملکرد شرکت‌ها تأثیرگذار است.

### روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ طبقه‌بندی بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است. از لحاظ طبقه‌بندی بر حسب روش، از نوع تحقیقات توصیفی است.

جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که با تعدیل این جامعه با قید محدودیت‌های زیر، نمونه آماری مشخص گردید.



- قبل از سال مالی ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و نام آن‌ها تا پایان سال ۱۳۹۴ از فهرست شرکت‌های یاد شده حذف نشده باشند.
- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مالی و واسطه‌گری مالی نباشند.
- در طی دوره پژوهش، توقف فعالیت نداشته باشند و یا اقدام به تغییر سال مالی ننموده باشند.
- سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشند.
- اطلاعات مورد نیاز متغیرهای پژوهش در خصوص آن‌ها در دسترس باشند.

بر این اساس و پس از اعمال محدودیت‌های فوق به روش حذفی تعداد ۱۵۰ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند.

داده‌های مالی این مطالعه از صورت‌های مالی پایان دوره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، با استفاده از نرم افزار ره‌آوردنویس و تدبیرپرداز گردآوری شده، داده‌های جمع‌آوری شده از طریق نرم افزار Excel اصلاح و طبقه‌بندی شده و تجزیه و تحلیل نهایی نیز به کمک نرم افزار Eviews8 انجام گرفته است. از آنجا که هدف پژوهش، بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت بر ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت‌ها است، جهت بررسی و آزمون فرضیه‌های اول و دوم مطابق با پژوهش هان و همکاران (۲۰۱۵)، به ترتیب از مدل‌های رگرسیونی زیر استفاده گردیده است:

$$\text{Risk}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{OVERC}_{i,t} + \alpha_2 \text{Size}_{i,t} + \alpha_3 \text{LEV}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۱)}$$

$$\text{PER}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{OVERC}_{i,t} + \alpha_2 \text{Size}_{i,t} + \alpha_3 \text{LEV}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۲)}$$

که در مدل‌های فوق:

Risk: ریسک‌پذیری؛ PER: عملکرد شرکت؛ OVERC: بیش‌اطمینانی مدیریت؛ Size: اندازه شرکت؛ LEV: اهرم شرکت.

متغیر مستقل این پژوهش، بیش‌اطمینانی مدیریت است که به منظور محاسبه آن از دو معیار زیر استفاده شده است:

مخارج سرمایه‌ای: اولین شاخص مبتنی بر سرمایه‌گذاری برای بیش‌اطمینانی یک متغیر مجازی است، اگر مخارج سرمایه‌ای در یک دوره مالی معین، تقسیم بر کل دارایی‌های ابتدای دوره بزرگتر از متوسط مذکور در صنعت مربوط به آن شرکت، در آن سال باشد، بیانگر بیش‌اطمینانی مدیریت است و برابر یک و در غیر این صورت برابر با صفر است. این معیار مبتنی بر یافته‌های بن دیوید، گراهام و هارو (۲۰۱۳) و مالمندیر و تیت (۲۰۰۸) است که نشان دادند، مخارج سرمایه‌ای در شرکت‌هایی با مدیران با اطمینان بیش از حد، بزرگتر است. نسبت مخارج سرمایه‌ای شرکت در سال  $t$  بر اساس رابطه (۳) محاسبه می‌شود:

$$(C/T)_t = (C \times E_t) / TA_{t-1} \quad \text{مدل (۳)}$$

که در آن  $C \times E_t$  مخارج سرمایه‌ای (مبالغی که صرف خرید یا بهبود و ارتقای دارایی‌های مولد مانند ماشین‌آلات، ساختمان‌های تجاری و تولیدی، وسایل نقلیه و غیره در سال می‌شود) است و از تفاوت خالص ارزش دفتری دارایی‌های ثابت در ابتدا و پایان دوره، به علاوه هزینه‌های استهلاک محاسبه می‌شود و  $TA_{t-1}$  کل دارایی‌ها در سال  $t-1$  است.

سرمایه‌گذاری بیش از حد: دومین شاخص بیش‌اطمینانی مبتنی بر مازاد سرمایه‌گذاری است (شراند و زچمن، ۲۰۱۲). بدین منظور ابتدا الگوی رگرسیونی رابطه (۴) به صورت مقطعی برآورد می‌شود و پس از آن در هر صنعت و در هر سال، این مدل برازش می‌شود و باقی‌مانده محاسبه خواهد شد. چنانچه باقی‌مانده الگوی رگرسیونی رابطه برای شرکتی بزرگتر از صفر باشد، بدین معناست که در آن شرکت بیش از حد سرمایه‌گذاری شده و لذا این شاخص برابر یک و در غیر این صورت، برابر صفر است. استفاده از این شاخص بر این مبنا است که در شرکت‌هایی که دارایی‌ها با نرخ بالاتری نسبت به فروش، رشد می‌کنند، مدیران نسبت به هم‌تایان خود بیشتر در شرکت سرمایه‌گذاری می‌کنند.

$$\text{Asset Gr}_{i,t} \times = \beta_0 + \beta_1 \text{Sale} \times \text{Gr}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۴)}$$

$\text{Asset Gr}_{i,t} \times$ : رشد دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$  است که از تفاوت میزان تغییرات دارایی‌های شرکت نسبت به سال گذشته به دست می‌آید.

$\text{Sale} \times \text{Gr}_{i,t}$ : رشد فروش شرکت  $i$  در سال  $t$  است که از تفاوت میزان تغییرات فروش شرکت نسبت به سال گذشته به دست می‌آید.

متغیرهای وابسته پژوهش نیز عبارتند از ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت که به ترتیب به شرح زیر اندازه‌گیری شدند:

متغیر ریسک‌پذیری یکی از متغیرهای وابسته است که تغییرات متغیرهای مستقل بر روی آن مورد مطالعه قرار می‌گیرد. بدین منظور، ۲ معیار به شرح زیر برای اندازه‌گیری ریسک‌پذیری جایگزین شده است:

**SD-Return:** اولین شاخص ریسک‌پذیری، انحراف معیار بازده سهام است. بازده سهام از تقسیم حاصل جمع سود نقدی هر سهم با تفاوت قیمت سهم در اول و آخر سال مالی بر قیمت سهام در ابتدای سال مالی به دست می‌آید.

**SD-OCF:** دومین معیار ریسک‌پذیری، انحراف معیار جریان وجوه نقد عملیاتی برای دوره چهار ساله  $t-3$  تا  $t$  است (ایمهوف و سیوی، ۲۰۱۴). این متغیر به صورت مستقیم از بخش جریان‌های نقدی عملیاتی صورت جریان وجوه نقد شرکت قابل استخراج است.

متغیر وابسته دیگر، عملکرد شرکت است که تغییرات متغیرهای مستقل بر روی آن مورد مطالعه قرار می‌گیرد. بدین منظور، ۳ معیار به شرح زیر برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت جایگزین شده است:

**ROA:** نرخ بازده دارایی، از تقسیم سودخالص به علاوه هزینه بهره و مالیات بر کل دارایی‌ها در پایان سال مالی محاسبه می‌شود.

**ROE:** نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، از تقسیم سودخالص بر کل حقوق صاحبان سهام در پایان سال مالی محاسبه می‌شود.

**Tobin's Q:** نسبت کیوتوبین از تقسیم مجموع ارزش بازار سهام عادی و ارزش دفتری بدهی‌ها بر ارزش دفتری دارایی‌ها محاسبه می‌شود (چانگ و پرویت، ۱۹۹۴).

متغیرهای کنترلی پژوهش عبارتند از اندازه و اهرم شرکت. اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی ارزش کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود. اهرم مالی از تقسیم جمع بدهی‌های شرکت بر جمع دارایی‌های آن محاسبه می‌شود.

## یافته‌های پژوهش

## آمار توصیفی

آمار توصیفی پژوهش حاضر که شامل میانگین، میانه، حداکثر، حداقل، انحراف معیار، چولگی و ضریب کشیدگی می‌باشد به شرح نگاره (۱) است.

نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرها

متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	ضریب کشیدگی
انحراف بازده سهام	۰/۰۴۹	۰/۰۴۶	۰/۲۹۳	۰/۰۰۲	۰/۰۳۰	۰/۹۰۷	۳/۹۲۱
انحراف جریان وجوه نقد عملیاتی	۰/۰۹۱	۰/۰۷۶	۰/۷۷۴	۰/۰۰۵	۰/۰۷۱	۰/۲۹۱	۲/۰۲۱
نرخ بازده دارایی‌ها	۰/۱۷۳	۰/۱۴۹	۳/۷۹۸	-۰/۷۹۷	۰/۱۹۵	۰/۵۶۴	۲/۸۹۱
نسبت کیوتوبین	۱/۹۰۱	۱/۵۹۸	۱۳/۶۸۴	۰/۵۵۳	۱/۰۶۷	۰/۵۳۰	۳/۷۱۱
نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۲۹۳	۰/۲۷۰	۲/۸۸۰	-۰/۸۹۸	۰/۴۶۳	۰/۳۹۱	۲/۰۹۱
اندازه شرکت	۱۴/۰۱۳	۱۳/۸۵۸	۱۸/۹۱۸	۱۰/۱۶۶	۱/۴۲۴	۰/۶۹۲	۳/۰۶۴
اهرم مالی	۰/۶۲۴	۰/۶۲۳	۲/۰۷۷	۰/۰۶۵	۰/۲۱۹	۰/۸۶۰	۲/۳۳۴

## آزمون نرمال بودن داده‌ها

نتایج آزمون (K-S) نشان می‌دهد که توزیع متغیرهای وابسته پژوهش نرمال است (زیرا سطح معناداری آزمون نرمالیت به بالای ۵ درصد می‌باشد) لذا با توجه به این که متغیرهای وابسته دارای توزیع نرمال می‌باشد، از روش‌های آماری پارامتریک استفاده می‌شود.

## نگاره (۲): نتایج آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف

متغیر	علامت	آماره Z	سطح معناداری
انحراف بازده سهام	SD_RET	۱/۱۱۷	۰/۱۳۵
انحراف جریان وجوه نقد عملیاتی	SD_OCF	۱/۱۵۲	۰/۱۲۹
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	۱/۲۰۵	۰/۰۶۱
نسبت کیوتوبین	Q	۱/۲۱۹	۰/۰۵۹
نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۱/۰۸۴	۰/۱۴۱
اندازه شرکت	SIZE	۲/۲۴۴	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۱/۱۷۴	۰/۱۲۷

## آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

## نگاره (۳): نتایج آزمون لوین، لین و چاو

متغیر	علامت	آماره t	سطح معناداری
انحراف بازده سهام	SD_RET	-۵۳۲/۹۱۰	۰/۰۰۰
انحراف جریان وجوه نقد عملیاتی	SD_OCF	-۵۴/۱۶۵	۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	-۴۳/۵۱۹	۰/۰۰۰
نسبت کیوتوبین	Q	-۲۸/۴۷۱	۰/۰۰۰
نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	-۳۲/۷۰۸	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۲۹/۳۱۴	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۱۱/۳۷۲	۰/۰۰۰

بر اساس آزمون‌ها بر اساس لیون، لین و چاو تمامی متغیرهای پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد از مانایی برخوردار می‌باشند. لذا می‌توان پارامترها را بدون نگرانی از کاذب بودن آن‌ها برآورد کرد. پایایی بدین معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است.

## آزمون فرضیه‌های پژوهش

## نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اول پژوهش را با معیار اول ریسک‌پذیری یعنی انحراف بازده سهام مورد آزمون قرار می‌دهیم. برای آزمون این فرضیه از مدل زیر استفاده شده است:

$$SD\_RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Overconfidence}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + e_{it}$$

نگاره (۴): نتایج آزمون فرضیه اول با معیار انحراف بازده سهام برای ریسک‌پذیری

بیش‌اطمینانی مثبتی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد			بیش‌اطمینانی مثبتی بر مخارج سرمایه- ای			نام متغیر
سطح معناداری	آماره t	ضریب رگرسیون	سطح معناداری	آماره t	ضریب رگرسیون	
۰/۰۰۰	۵/۸۴۰	۰/۰۶۴	۰/۰۰۰	۵/۸۵۷	۰/۰۶۵	مقدار ثابت
۰/۹۹۹	-۰/۰۰۱	-۲/۵۸۰	۰/۶۶۳	-۰/۴۳۵	-۰/۰۰۱	بیش‌اطمینانی مدیران
۰/۱۸۹	-۱/۳۱۴	-۰/۰۰۱	۰/۱۸۸	-۱/۳۱۷	۰/۰۰۱	اندازه شرکت
۰/۸۱۷	-۰/۲۳۰	-۰/۰۰۱	۰/۷۹۷	-۰/۲۵۶	-۰/۰۰۱	اهرم مالی
۰/۶۲۷ (۰/۵۹۷)			۰/۶۹۰ (۰/۵۵۷)			آماره F (سطح معناداری)
۰/۰۰۲			۰/۰۰۲			(ضریب تعیین)
۱/۵۸۹			۱/۵۹۰			آماره دوربین واتسون
۱۱/۲۰۵ (۰/۰۷۵)						آماره جارکو برا (سطح معناداری)
Prob. ۰/۰۰۰	۴/۷۹۶	Prob. ۰/۰۰۰	۴/۷۸۸			آماره F-limer
Prob. ۰/۰۰۰	۵۳/۰۷۵	Prob. ۰/۰۰۰	۵۳/۸۳۷			آماره Hausman
Prob. ۰/۷۱۷	۰/۱۳۱	Prob. ۰/۷۲۰	۰/۱۲۷			آماره White
Prob. ۰/۱۱۲	۲/۳۵۴	Prob. ۰/۱۲۴	۲/۷۰۰			آماره Godfrey

با توجه به نگاره (۴) آماره F دارای سطح معناداری بالای (۵ درصد) می‌باشد، بنابراین رگرسیون قدرت تبیین ندارد و فرضیه پژوهش رد می‌شود.

حال فرضیه اول را با یک معیار دیگر ریسک‌پذیری یعنی انحراف جریان نقد عملیاتی مجدداً آزمون می‌کنیم. برای آزمون این فرضیه از مدل زیر استفاده شده است:

$$SD\_OCF_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Overconfidence}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + e_{it}$$

## نگاره (۵): نتایج آزمون فرضیه اول با انحراف جریان نقد عملیاتی برای ریسک‌پذیری

بیش اطمینانی مبتنی بر سرمایه گذاری بیش از حد			بیش اطمینانی مبتنی بر مخارج سرمایه - ای			نام متغیر
سطح معناداری	آماره t	ضریب رگرسیون	سطح معناداری	آماره t	ضریب رگرسیون	
۰/۰۰۰	۴/۸۱۶	۰/۱۲۶	۰/۰۰۰	۴/۶۸۳	۰/۱۲۳	مقدار ثابت
۰/۰۷۳	۱/۷۹۱	۰/۰۰۹	۰/۱۰۰	۱/۶۴۶	۰/۰۰۸	بیش اطمینانی مدیران
۰/۰۴۹	-۱/۹۶۷	-۰/۰۰۳	۰/۰۴۶	-۱/۹۹۹	-۰/۰۰۳	اندازه شرکت
۰/۱۰۴	۱/۶۲۵	۰/۰۱۹	۰/۱۰۷	۱/۶۱۳	۰/۰۱۹	اهرم مالی
۲/۷۷۹ (۰/۰۴۰)			۲/۹۱۱ (۰/۰۴۲)			آماره F (سطح معناداری)
۰/۰۵۱			۰/۰۵۰			(ضریب تعیین)
۱/۶۲۰			۱/۶۱۳			آماره دوربین واتسون
۸/۹۱۲ (۰/۰۹۸)						آماره جارکو برا (سطح معناداری)
Prob. ۰/۰۰۰	۱۲/۵۳۴	Prob. ۰/۰۰۰	۱۲/۵۴۸			آماره F-limer
Prob. ۰/۰۰۹	۱۳/۷۴۰	Prob. ۰/۰۰۹	۱۳/۶۶۳			آماره Hausman
Prob. ۰/۴۴۸	۰/۵۷۶	Prob. ۰/۴۳۳	۰/۶۱۳			آماره White
Prob. ۰/۲۱۷	۱/۵۲۸	Prob. ۰/۲۰۶	۱/۵۷۹			آماره Godfrey

با توجه به نگاره (۵) سطح معناداری آماره F لیمر کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش داده‌های پانلی نسبت به روش داده‌های تلفیقی ارجحیت دارد. همچنین آماره هاسمن دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد بوده، روش رگرسیون با اثرات ثابت تأیید می‌شود. سطح معناداری آماره وایت بیش از ۵ درصد بوده، رگرسیون دارای ناهمسانی واریانس نمی‌باشد. سطح معناداری آماره گادفری بیش از ۵ درصد بوده، رگرسیون دارای مشکل خودهمبستگی سریالی نمی‌باشد. در ادامه با توجه به اینکه آماره F دارای سطح معناداری زیر ۵ درصد می‌باشد، بنابراین رگرسیون قدرت تبیین دارد. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۵ درصد در شرکت‌های با بیش اطمینانی مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای و ۵/۱ درصد در شرکت‌های با بیش اطمینانی مبتنی بر سرمایه گذاری بیش از حد از تغییرات متغیر انحراف جریان وجوه نقد عملیاتی توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌شود. نتایج آزمون جارکو برا گویای آن است که باقی‌مانده‌های حاصل از برآورد مدل در سطح اطمینان

۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار است. همچنین آماره دوربین واتسون مدل مابین ۱/۵ و ۲/۵ است، لذا مشکل خودهمبستگی باقی‌مانده‌ها وجود ندارد. در نهایت با توجه به سطح معناداری بیش‌اطمینانی مدیران (متغیر مستقل) که بالای ۵ درصد است؛ لذا بیش‌اطمینانی مدیران بر انحراف جریان وجوه نقد عملیاتی (در شرکت‌های با بیش‌اطمینانی مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای و شرکت‌های با بیش‌اطمینانی مبتنی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد) تأثیر معناداری ندارد. از متغیرهای کنترلی نیز اندازه شرکت بر انحراف جریان وجوه نقد عملیاتی تأثیر منفی و معناداری دارد.

### نتایج آزمون فرضیه دوم

در آزمون فرضیه دوم ابتدا اثر بیش‌اطمینانی مدیران بر نرخ بازده دارایی‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد. برای آزمون این فرضیه از مدل زیر استفاده شده است:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Overconfidence}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + e_{it}$$

#### تگاره (۶): نتایج آزمون فرضیه دوم با معیار نرخ بازده دارایی‌ها برای عملکرد شرکت

بیش‌اطمینانی مبتنی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد			بیش‌اطمینانی مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای			نام متغیر
سطح معناداری	آماره t	ضریب رگرسیون	سطح معناداری	آماره t	ضریب رگرسیون	
۰/۰۰۰	۴/۸۹۴	۰/۳۲۳	۰/۰۰۰	۴/۷۶۵	۰/۳۱۶	مقدار ثابت
۰/۲۱۲	۱/۲۴۸	۰/۰۱۷	۰/۱۲۷	۱/۵۲۵	۰/۰۲۰	بیش‌اطمینانی مدیران
۰/۳۷۹	۰/۸۷۹	۰/۰۰۴	۰/۳۳۰	۰/۹۷۴	۰/۰۰۴	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	-۱۱/۳۳۵	-۰/۳۴۲	۰/۰۰۰	-۱۱/۳۲۶	-۰/۳۴۲	اهرم مالی
۴۴/۱۰۹ (۰/۰۰۰)			۴۴/۴۰۹ (۰/۰۰۰)			آماره F (سطح معناداری)
۰/۱۵۰			۰/۱۵۱			(ضریب تعیین)
۱/۶۲۶			۱/۶۱۹			آماره دوربین واتسون
۷/۸۱۵ (۰/۱۰۸)						آماره جاکو برا (سطح معناداری)
Prob. ۰/۰۰۰	۲/۵۲۱		Prob. ۰/۰۰۰	۲/۵۱۵		آماره F-limer
Prob. ۰/۰۰۰	۶۶/۱۸۲		Prob. ۰/۰۰۰	۵۹/۴۹۲		آماره Hausman
Prob. ۰/۹۷۲	۰/۰۰۱		Prob. ۰/۹۸۲	۰/۰۰۰		آماره White
Prob. ۰/۱۰۴	۲/۵۳۷		Prob. ۰/۱۱۳	۲/۱۶۸		آماره Godfrey



با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در نگاره (۶) ارائه شده است، رگرسیون از نوع داده‌های پانلی با اثرات ثابت است، رگرسیون دارای ناهمسانی واریانس نمی‌باشد، همچنین دارای مشکل خودهمبستگی سریالی نمی‌باشد، باقی‌مانده‌های حاصل از برآورد مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد از توزیع نرمال برخوردار می‌باشند و مشکل خودهمبستگی باقی‌مانده‌ها وجود ندارد. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۱۵/۱ درصد در شرکت‌های با بیش اطمینانی مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای و ۱۵ درصد در شرکت‌های با بیش اطمینانی مبتنی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد، تغییرات متغیر نرخ بازده دارایی‌ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌شود. در نهایت با توجه به سطح معناداری بیش اطمینانی مدیران (متغیر مستقل) که بالای ۵ درصد است، لذا بیش اطمینانی مدیران بر نرخ بازده دارایی‌ها (در شرکت‌های با بیش اطمینانی مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای و شرکت‌های با بیش اطمینانی مبتنی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد تأثیر معناداری ندارد. از متغیرهای کنترلی نیز اهرم مالی بر نرخ بازده دارایی‌ها تأثیر منفی و معناداری دارد.

حال اثر بیش اطمینانی مدیران بر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام مورد بررسی قرار می‌گیرد. برای آزمون این فرضیه از مدل زیر استفاده شده است:

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Overconfidence}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + e_{it}$$

با توجه به این که آماره F دارای سطح معناداری بالای (۵ درصد) می‌باشد، بنابراین رگرسیون قدرت تبیین ندارد و فرضیه پژوهش رد می‌شود.

## نگاره (۷): نتایج آزمون فرضیه دوم با معیار نرخ بازده حقوق صاحبان سهام برای عملکرد

## شرکت

بیش‌اطمینانی مبتنی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد			بیش‌اطمینانی مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای			نام متغیر
سطح معناداری	آماره t	ضریب رگرسیون	سطح معناداری	آماره t	ضریب رگرسیون	
۰/۰۸۸	۱/۷۰۶	۰/۲۹۰	۰/۱۱۸	۱/۵۶۲	۰/۲۶۶	مقدار ثابت
۰/۶۰۳	۰/۵۱۹	۰/۰۱۸	۰/۰۹۴	۱/۶۷۲	۰/۰۵۸	بیش‌اطمینانی مدیران
۰/۸۶۰	-۰/۱۷۵	-۰/۰۰۲	۰/۸۸۸	-۰/۱۴۰	-۰/۰۰۱	اندازه شرکت
۰/۶۰۱	۰/۵۲۲	۰/۰۴۰	۰/۵۵۴	۰/۵۹۱	۰/۰۴۵	اهرم مالی
۰/۱۷۳ (۰/۹۱۴)			۱/۰۱۶ (۰/۳۸۴)			آماره F (سطح معناداری)
۰/۰۰۰			۰/۰۰۴			(ضریب تعیین)
۱/۵۹۷			۱/۶۱۰			آماره دوربین واتسون
۶/۸۱۲ (۰/۱۲۷)						آماره جارکو برا (سطح معناداری)
۰/۰۰۰Prob.	۱/۷۳۷	۰/۰۰۰Prob.	۱/۷۲۱			آماره F-limer
۰/۰۰۰Prob.	۱۸/۹۲۰	۰/۰۰۰Prob.	۱۷/۵۱۶			آماره Hausman
۰/۴۱۷Prob.	۰/۶۵۷	۰/۳۹۹Prob.	۰/۷۱۱			آماره White
۰/۲۴۰Prob.	۱/۴۲۸	۰/۲۶۵Prob.	۱/۳۲۹			آماره Godfrey

در نهایت اثر بیش‌اطمینانی مدیران بر نسبت کیوتوین بررسی می‌شود. برای آزمون این فرضیه از مدل زیر استفاده شده است:

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Overconfidence}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + e_{it}$$

## نگاره (۸): نتایج آزمون فرضیه دوم با معیار نسبت کیوتوین برای عملکرد شرکت

بیش اطمینانی مبتنی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد			بیش اطمینانی مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای			نام متغیر
سطح معناداری	آماره t	ضریب رگرسیون	سطح معناداری	آماره t	ضریب رگرسیون	
۰/۰۰۰	۱۲/۵۸۳	۴/۷۲۶	۰/۰۰۰	۱۲/۲۹۹	۴/۶۱۷	مقدار ثابت
۰/۰۰۴	۲/۸۵۵	۰/۲۲۰	۰/۰۰۰	۳/۸۷۹	۰/۲۹۹	بیش اطمینانی مدیران
۰/۰۰۰	-۶/۹۶۷	-۰/۱۸۴	۰/۰۰۰	-۶/۸۰۹	-۰/۱۷۸	اندازه شرکت
۰/۰۰۲	-۳/۰۲۲	-۰/۵۱۹	۰/۰۰۳	-۲/۹۷۹	-۰/۵۰۹	اهرم مالی
۲۳/۲۴۳ (۰/۰۰۰)			۲۵/۷۲۹ (۰/۰۰۰)			آماره F (سطح معناداری)
۰/۰۸۵			۰/۰۹۳			(ضریب تعیین)
۱/۵۹۰			۱/۶۲۸			آماره دوربین واتسون
۸/۱۱۲ (۰/۰۹۹)						آماره جارکو برا (سطح معناداری)
۰/۰۰۰Prob.	۴/۸۶۵	۰/۰۰۰Prob.	۴/۷۶۲	آماره F-limer		
۰/۰۰۰Prob.	۸۳/۷۴۲	۰/۰۰۰Prob.	۹۱/۴۲۳	آماره Hausman		
۰/۷۰۶Prob.	۰/۱۴۱	۰/۷۸۵Prob.	۰/۰۷۳	آماره White		
۰/۰۶۴Prob.	۱/۴۱۶	۰/۲۲۱Prob.	۱/۶۴۰	آماره Godfrey		

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در نگاره (۸) ارائه شده است، رگرسیون از نوع داده‌های پانلی با اثرات ثابت است، رگرسیون دارای ناهمسانی واریانس نمی‌باشد، همچنین دارای مشکل خودهمبستگی سریالی نمی‌باشد، باقی‌مانده‌های حاصل از برآورد مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد از توزیع نرمال برخوردار می‌باشند و مشکل خودهمبستگی باقی‌مانده‌ها وجود ندارد. با توجه به سطح معناداری بیش اطمینانی مدیران (متغیر مستقل) که زیر ۵ درصد است، لذا بیش اطمینانی مدیران بر نسبت کیوتوین (در شرکت‌های با بیش اطمینانی مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای و شرکت‌های با بیش اطمینانی مبتنی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد) تأثیر مثبت معناداری دارد. از متغیرهای کنترلی نیز اندازه شرکت و اهرم مالی بر کیوتوین تأثیر منفی و معناداری دارد.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

مدیریت نقش مهم و اساسی در عملکرد سازمان دارد، چرا که مدیر نقش عمده‌ای در تعیین استراتژی و عملکرد شرکت دارد. در سال‌های اخیر مطالعات زیادی در این زمینه انجام پذیرفته که نشان می‌دهد مدیران همواره به صورت کاملاً عقلایی رفتار نکرده و تحت تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد و خوش‌بینی‌های مفرط ممکن است تصمیماتی غیرعقلایی اتخاذ کنند که تأثیر مهمی بر فعالیت‌های شرکت بگذارد.

بر اساس ادبیات موجود پژوهش در ارتباط با تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت بر ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت دو دیدگاه متناقض وجود دارد. برخی معتقدند بیش‌اطمینانی مدیران تأثیر منفی بر عملکرد و ارزش شرکت دارد؛ چرا که مدیران بیش‌اطمینان تمایل به سطح بالایی از اهرم دارند که می‌تواند به هزینه‌های بحران مالی بالاتر و تخفیف بدهی خطرناک و حقوق صاحبان سهام منجر شود. با این حال، گروهی دیگر بیان می‌دارند که بیش‌اطمینانی مدیران شرکت می‌تواند به مشکل کمبود سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با هدایت مدیران اجرایی ریسک‌گریز به سوی پذیرش خطر کافی، که موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود، کمک کند. با توجه به دیدگاه‌های متفاوت موجود، این پژوهش به بررسی رابطه بیش‌اطمینانی مدیریت با ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت پرداخت.

به منظور بررسی موضوع مزبور بیش‌اطمینانی مدیران به عنوان متغیر مستقل پژوهش، بر اساس دو روش مازاد سرمایه‌گذاری و مخارج سرمایه‌ای اندازه‌گیری شده است. متغیرهای وابسته پژوهش نیز ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت می‌باشند. ریسک‌پذیری بر اساس انحراف معیار بازده سهام، انحراف معیار جریان وجوه نقد عملیاتی و عملکرد با نسبت بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت کیوتوین ارزیابی شده است. با بررسی پژوهش‌های انجام شده در حوزه عوامل اثرگذار بر ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت، متغیرهای اهرم مالی و اندازه شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی انتخاب شدند.

بر اساس نتایج این پژوهش هر دو معیار بیش‌اطمینانی مدیران تنها با معیار کیوتوین رابطه مثبت معنادار دارد و با سایر معیارهای عملکرد و ریسک‌پذیری رابطه‌ای یافت نشد. در کل می‌توان بیان کرد که بیش‌اطمینانی مدیران تأثیری بر ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت‌ها ندارد. نتایج پژوهش با نتایج هان و همکاران (۲۰۱۵)، چن (۲۰۱۵)، مینگای و همکاران (۲۰۱۳) و

بیکولینا (۲۰۱۲) مطابقت ندارد. شاید بتوان گفت نتایج به دست آمده در این پژوهش، با نتیجه پژوهش موسوی و آقا بابایی (۱۳۹۵)، فرخ نیا (۱۳۹۵) و گوئل و تاگور (۲۰۰۸) نزدیکی بیشتر دارد.

به علاوه، پیشنهادهای زیر برای تحقیقات آتی ارائه می‌گردند:

۱. در ادبیات تاکنون معیارهای متفاوتی برای اندازه‌گیری بیش‌اطمینانی ارائه شده است. معیارهای اندازه‌گیری بیش‌اطمینانی مدیریت در این مقاله مبتنی بر معیار سرمایه‌گذاری است و در نتیجه پیشنهاد می‌شود تا در تحقیقات آتی برای اندازه‌گیری این متغیر از معیارهای دیگری نظیر معیارهای مبتنی بر اختیار خرید سهام استفاده گردد و نتایج آن با نتایج این تحقیق مقایسه گردد.

۲. با توجه به وجود معیارهای مختلف دیگری برای اندازه‌گیری ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت پیشنهاد می‌شود تحقیق حاضر با معیارهای دیگری برای اندازه‌گیری این دو متغیر وابسته مجدداً تکرار و نتایج آن مقایسه گردد.

### منابع

- حیدری، مهدی. (۱۳۹۳). تأثیر عامل رفتاری اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر چسبندگی هزینه: نقش تعدیلی عوامل اقتصادی و عوامل مبتنی بر نظریه نمایندگی در آن. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*: ۲۱ (۲)، ۱۵۱-۱۷۲.
- خنیفر، حسین؛ مقیمی، سید محمد؛ جندقی، غلامرضا؛ طاهری، فاطمه؛ سیار، ابوالقاسم. (۱۳۸۸). شناخت شخصیت مدیران لازمه مدیریت رفتار سازمانی. *مدیریت سلامت*: ۱۲ (۳۷)، ۴۹-۵۷.
- دارابی، رویا؛ زارعی، علی. (۱۳۹۶). تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت بر ریسک سقوط قیمت سهام: با تأکید بر نقش تعدیل‌کنندگی محافظه‌کاری حسابداری. *دانش حسابداری مالی*: ۴ (۱)، ۱۲۱-۱۳۹.
- فرخ نیا، احسان. (۱۳۹۵). بررسی رابطه بیش‌اطمینانی مدیریت و کنترل‌های داخلی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد.
- گودرزی، احمد؛ یوخنه، ماریام؛ گورانی، پویا. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر معیارهای عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. *اولین کنفرانس ملی مدیریت و اقتصاد جهانی*.
- موسوی، مرتضی؛ آقا بابایی، ابراهیم. (۱۳۹۵). تأثیر اطمینان بیش از حد بر رفتار سرمایه‌گذاران: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*: ۱۰ (۳۴)، ۲۵-۳۷.

مهرانی، ساسان؛ طاهری، منصور. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریتی بر خطای پیش‌بینی سود. پژوهش‌های تجربی حسابداری: ۷(۲)، ۱۴۷-۱۶۴.

- Ahmed, A. S. , Duellman, S. (2012). Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of accounting research*, 51 (1) , 1-30.
- Ben-David, I. , J. R. Graham. , C. R. Harvey. (2013). Managerial Miscalibration, *The Quarterly Journal of Economics*, 128, 1547-1584.
- Bernardo, A. , Welch, I. (2001). On the evolution of overconfidence and entrepreneurs. *Journal of Economics and Management Strategy*, 10,301-331
- Busenitz, L. , Barney, J. (1997). Differences between entrepreneurs and managers in large organizations: Biases and heuristics in strategic decision-making. *Journal of Business Venturing*, 12, 9-30.
- Chen, H, J. , Chen, Ch, H. (2015). Managerial Overconfidence and Bank Risk Taking -[http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2015-Amsterdam/papers/EFMA2015\\_0366\\_fullpaper.pdf](http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2015-Amsterdam/papers/EFMA2015_0366_fullpaper.pdf)
- Chou, S. , Lai, C. (2011). Overconfident CEOs, hedging and performance. <http://sfm.finance.nsysu.edu.tw/pdf/2013pdf/061-1459878159.pdf>.
- Chung, K. , Pruitt, S. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. *Financial management*, 23, 70-74.
- Darabi, R. , Zarei, A. (2017). The effect of managerial overconfidence on stock crash risk: moderating role of conservatism. *Financial Accounting Knowledge*, 4 (1). 121- 139 (in Persian).
- Deshmukh, S. , Goel, A. , Howe, K. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Finance intermediation*, 22 (3) , 440-463.
- Durand, R. (2003). Predicting a firm's forecasting ability: The role of organizational illusion of control and organizational attention. *Strategic Management Journal*, 24, 821-838.
- Eriksen, N, B. , Aabo, T. (2016). CEO narcissism, corporate risk-taking and performance. [http://pure.au.dk/portal-asb-student/da/studentprojects/ceo-narcissism-corporate-risktaking-and-performance\(1a7ea363-0174-4a04-ae06-97fa295390cc\).html](http://pure.au.dk/portal-asb-student/da/studentprojects/ceo-narcissism-corporate-risktaking-and-performance(1a7ea363-0174-4a04-ae06-97fa295390cc).html)
- Fairchild, R. J. (2005). The effect of managerial overconfidence, asymmetric information, and moral hazard on capital structure decisions. *ICFAI Journal of behavioral finance*, 2, 46-68.
- Farokhnya, E. (2016). Investigation of the relationship between managerial overconfidence and internal control in TSE firms. *Discertion* (in Persian).
- Gervais, S. , J. B. Heaton. , T, Odean. (2003). Overconfidence, investment policy, and executive stock options. Working Paper. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=361200](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=361200).

- Goel, A. M. , A. V. Thakor. (2008). Overconfidence, CEO selection and corporate governance. *Journal of Finance*, 63, 2737-2784.
- Goodarzi, A. , Yookhne, M. , Goorany, P. (2016). The effect of managerial overconfidence on financial performance criteria, *The first national conference of world economic and management* (in Persian).
- Hackbarth, D. (2008). Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of financial and quantitative analysis*, 43,843-881.
- Hambrick, D. , Mason, P. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9,193–206.
- Han, S. , Lai, G. C. , Ho, C. L. (2015). CEO confidence or overconfidence? The impact of CEO overconfidence on risk taking and firm performance in the U. S. Property-Liability insurance companies, *World risk and insurance economics congress*.
- Hayward, M. , Hambrick, D. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. *Administrative Science Quarterly*, 42, 103–127.
- Hayward, M. , Shepherd, D. , Griffin, D. (2006). A hubris theory of entrepreneurship. *Management Science*, 52, 160–172.
- Heydari, M. (2014). The effect of managerial overconfidence on cost stickiness: the moderating role of economic factors and agency theory factors. *Auditing and Accounting Reviews*, 21 (2) , 151-172 (in Persian).
- Imhof, M. J. , Seavey S. E. (2014). Corporate risk-taking, firm value and high levels of managerial earnings forecasts. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 30 (2) ,328–337.
- Kahneman, D. , D. N. Lovallo. (1993). Timid choices and bold forecasts: A cognitive perspective on risk taking. *Management science*, 39, 17–31.
- Khanifar, H, Moghimi, M, Jandaghi, GH, Taheri, F, Sayyar, AB. (2009). Recognizing managers characters is beeded for manageing organization behavior. *Health Management*, 12 (37) , 49-57 (in Persian).
- Kim, J. B. , Wang, Z. , Zhang, L. (2014). CEO overconfidence and stock price crash risk. [Http://www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Li, J. , Tang, y. (2010). CEO hubris, managerial discretion, and firm risk taking. *Academy of management journal*, 53 (1) , 45-68.
- Malmendier, U. , Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of financial economics*, 89 (1) , 20–43.
- Mehrani, S and Taheri, M. (2017). Investigation of the effect of managerial overconfidence on the error of predicting earnings. *Journal of Empirical Research in Accounting* (in Persian).
- Mingui, Y. , Wengui, L. , Hongbo. (2013). Managerial overconfidence and corporate risk taking. *Journal of financial research*.

- Mousavi, M. , Aghababae, E. (2016). The effect of Overconfidence on Investors Behaviors: Evidences from Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Knowledge of Securities Analysis*. 10 (34) , 25-37 (in Persian).
- Pikulina, E. (2012). CEO overconfidence and firm performance.
- Scherand, C. M. , Zechman, S. L. (2012). Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of accounting and economics*, 53 (12) , 311–329.
- Shane, S. , Stuart, T. (2002). Organizational endowments and the performance of university start-ups. *Management Science*, 48, 154–170.
- Shapira, Z. (1995). Risk-taking. New York: Russell Sage.
- Slothouber, E. I. J. S. (2010). The influence of CEO overconfidence on firm value. <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=113156>.

Archive of SID



## Managerial Overconfidence Effects on Risk-Taking and Performance

Maryam Haji Ebrahimi<sup>1</sup>, Hoda Eskandar<sup>2</sup>

Received : 2017/09/02

Approved: 2018/01/03

### Abstract

Overconfidence occurs when people consider their abilities more than what they are. Overconfident managers overestimate their abilities in financial decision makings. Managerial overconfidence may affect a firm policies and decisions. This study is aimed to investigate the effects of managerial overconfidence on firm's risk-taking and performance. This study uses multivariate regression model and panel data method to test the hypothesis. Independent variable is managerial overconfidence measured by 2 proxies based on investment. Dependent variables are risk-taking (Stock return SD and operating cash flow SD) and performance (ROA, ROE, and Qtobin ratio). The sample includes 150 firms listed in Tehran Stock Exchange during 2011-2015. The results show that managerial overconfidence has no effects on risk-taking and performance.

**Keywords:** Managerial Overconfidence, Risk-Taking, Performance.

**Jel clacification:** M41

DOI: 10.22051/jera.2018.17046.1770

<sup>1</sup> M.S student, Basir Institute of Higher Education, Abyek, Iran, (mhajiebrahimi70@yahoo.com)

<sup>2</sup> Assistant Professor, Accounting Department, Economics and Accounting Faculty, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran, corresponding Author, (heskandar@ut.ac.ir)