

## بررسی تاثیر تغییر نگرش مدیریت از بیش اطمینانی به مدیریت منطقی بر بازده سهام

محمد رضا مهرگان

استاد مدیریت صنعتی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه تهران

افسانه دلشاد\*

دانشجوی دکتری مدیریت صنعتی گرایش مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه تهران، پردیس بین‌الملل کیش

### چکیده

در شرکت‌های با فرصت‌های رشد پایین، مدیران منطقی به جایگزینی دارایی‌ها می‌پردازند، در حالی که مدیران با اطمینان بیش از حد، با برآورد بیش از حد جریان‌های نقدی پروژه‌هایی که در واقع خالص ارزش فعلی منفی دارند، اقدام به پذیرش آن‌ها می‌نمایند. این تفاوت دیدگاه می‌تواند تبعات متفاوتی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد و بالطبع بازده شرکت‌ها خواهد داشت. هدف این پژوهش بررسی تاثیر تغییر نگرش مدیریت از اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی بر بازده سهام است. با استفاده از روش حذفی سیستماتیک تعداد ۱۳۸ شرکت در طی سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۴ از بین شرکت‌های پذیرفته شده بورس تهران انتخاب گردید. همچنین، برای اندازه‌گیری بازده غیرعادی از مدل فاما و فرنچ و برای اندازه‌گیری بیش اطمینانی از روش‌های مبنی بر میزان سرمایه‌گذاری انجام شده، استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که تغییر نگرش از اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی، افزایش بازده عادی و بازده غیرعادی را در پی داشته است. همچنین در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا، با تغییر نگرش مدیریت، برخلاف انتظار، بازده عادی و نیز بازده غیرعادی افزایش یافته است. همچنین با تغییر نگرش مدیریت، در شرکت‌های با فرصت‌های رشد پایین، بر میزان بازده عادی سهام به شکل معناداری افزوده شده است، در حالی که در مورد بازده غیرعادی این رابطه معنادار نبوده است.

**واژگان کلیدی:** بیش اطمینانی مدیریت، مدیریت منطقی، بازده غیرعادی سهام و فرصت‌های

رشد.

## ۱- مقدمه

با توجه به اینکه مسئولیت اصلی انتخاب و بکارگیری روش‌ها و برآوردهای اساسی جهت انجام گزارشگری مالی به عهده مدیریت می‌باشد، لذا احتمال تاثیرگذاری ویژگی‌های شخصیتی مدیر بر هر یک از مراحل و عوامل سرمایه‌گذاری، استراتژی‌های سازمان و گزارشگری مالی وجود خواهد داشت که از جمله این ویژگی‌های شخصیتی مدیران می‌توان به اطمینان بیش از حد اشاره نمود. مطالعات قبلی وجود اطمینان بیش از حد را در اندیشه مدیران را تأیید کرده و نشان می‌دهد که این تورش رفتاری در مدیران ارشد نسبت به افراد عادی رایج‌تر است. در ادبیات مدیریتی، اطمینان بیش از حد، هم به معنای تخمین بیش از حد مثبت نتایج پروژه‌ها (خوش بینی) و هم به معنای اطمینان زیاد در مورد احتمال نتایج می‌باشد. مدیران با اطمینان بیش از حد اقدام به پیش‌بینی‌های جانبدارانه با چاشنی خوش‌بینی بالا خواهند کرد چرا که آنها توانایی خود در خصوص تاثیرگذاری بر نتایج مالی را بیش از حد برآورد کرده و بالعکس احتمال وقوع نتایج نامناسب و ناخوشایند را دست کم می‌گیرند. این انحراف در پیش‌بینی‌های مدیریت در افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌ات نقدی خود را نشان خواهد داد. مدیر بیش اطمینان به طور سیستماتیک بازده آتی ناشی از پروژه‌های سرمایه‌گذاری را بیش از حد تخمین زده و برآورد بیشتری از جریان‌های نقدی ورودی از پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود دارند و به همان اندازه نیز نسبت به توانایی خود برای بدست آوردن عملکرد خوب مطمئن هستند. بر همین اساس سرمایه‌گذاری بیشتری در پروژه‌های سرمایه‌گذاری انجام دهند که این مساله شرکت را نیازمند تامین مالی از منابع داخلی و خارجی می‌نماید (آکتاس و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۵: ۱۰۵).

ایبر و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۵) نشان دادند که در شرکت‌های رشد یافته که دارای فرصت‌های رشد پایینی هستند، مدیران منطقی به جایگزینی دارایی‌ها خواهند پرداخت در حالی که مدیران با اطمینان بیش از حد، با برآورد بیش از حد جریان‌ات نقدی مورد انتظار پروژه‌هایی که در واقع خالص ارزش فعلی (NPV) منفی دارند، اقدام به پذیرش آنها می‌نمایند. همچنین وجود اطمینان بیش از حد مدیریت در شرکت‌های در حال رشد و شرکت‌های رشد یافته دارای تبعات متفاوتی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد و بالطبع بازده غیرعادی این شرکت‌ها خواهد بود (دوئلن و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۵: ۱۵۷).

براین اساس پرسش اصلی پژوهش این است که آیا تغییر نگرش مدیریت از نگرش دارای اطمینان بیش از حد به مدیرانی منطقی، چه تاثیری بر بازده (عادی و غیرعادی) شرکت‌های در حال رشد و رشد یافته خواهد داشت. در ادامه مبانی نظری، فرضیه‌های پژوهش، پیشینه پژوهش، روش‌شناسی پژوهش، یافته‌ها و نتایج پژوهش ارائه می‌شود.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

اطمینان بیش از حد مدیریت: در الگوی اقتصاد مالی سنتی، فرض می‌شود تصمیم‌گیرندگان رفتار عقلایی دارند و همواره به دنبال حداکثر شدن مطلوبیت خود هستند 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 (هاکبارث، ۲۰۰۸: ۸۵۶). مدیران بیش اطمینان، احتمال و تأثیر رویدادهای مطلوب را بر جریان‌های نقدی شرکت بیش از واقع تخمین می‌زنند و احتمال و تأثیر رویدادهای منفی را کمتر از واقع ارزیابی می‌کنند، به بیانی دیگر، اطمینان بیش از اندازه مدیران به این معناست که آنها تخمین بیش از حدی راجع به جریانهای نقدی و سودآوری آتی واحدهای تجاری داشته باشند (اسکات، ۲۰۰۹: ۴۱۸).

اطمینان بیش از حد مدیریت را می‌توان با استفاده روش‌های مبنی بر میزان سرمایه‌گذاری انجام شده مورد سنجش قرار داد که بر این اساس شراند و زچمن<sup>۴</sup> (۲۰۱۲) با استفاده از مدل اطمینان بیش از حد مدیریت بر اساس سرمایه‌گذاری بیش از رشد فروش، دریافتند که بین بیش اطمینانی مدیریت با احتمال تقلب صورت‌های مالی رابطه مثبت برقرار بوده و نظارت بالاتر داخلی و خارجی از طریق مکانیسم‌های حاکمیتی این اثر را کاهش نمی‌دهد. روش دیگر سنجش بیش اطمینانی مدل مالمدیر و تیت<sup>۵</sup> (۲۰۰۵) است که اطمینان بیش از حد مدیریت را بر اساس سرمایه‌گذاری بیش از میانگین صنعت می‌سنجد. آن‌ها نشان می‌دهند که تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در ارتباط با اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت است. طبق نتایج حاصل از پژوهش آنها مدیران با اطمینان بیش از حد، تمایل به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بزرگ و عظیم دارند.

بیش اطمینانی مدیر و بازده: یکی از مباحث بحث برانگیز که در سال‌های اخیر، مورد توجه محققان بازار سرمایه قرار گرفته است، بحث تغییرات بازده سهام می‌باشد. فایده‌مندی مطالعه تغییرات بازده سهام از این بابت می‌باشد که از منظر آنان، تغییرات بازده سهام بعنوان معیاری از ریسک می‌باشد و خطی مشی سرمایه‌گذاران بازار سرمایه می‌تواند از این معیار بعنوان ابزاری برای اندازه‌گیری میزان آسیب‌پذیری بازار سهام استفاده نمایند (ظفر و همکاران، ۲۰۰۸: ۳)

یک مدیر با اطمینان بیش از حد، بازده آتی از پروژه‌های سرمایه‌گذاری را بیش از حد تخمین زده، یا می‌توان گفت احتمال و اثر رویداد‌های مطلوب بر جریان‌های نقدی شرکت را بیش از حد و احتمال و اثر رویدادهای نامطلوب بر جریان‌های نقدی شرکت را کمتر از حد تخمین می‌زند. لذا انتظار می‌رود مدیران با اطمینان بیش از حد، دارای مخارج سرمایه‌ای بالاتری بوده و سرمایه‌گذاری بیش از حد در پروژه‌های سرمایه‌گذاری انجام دهند (فروغی و فلاح، ۱۳۹۳: ۳۴). همچنین مدیران به دلیل خوش‌بینی بیش از حد ممکن است جریان نقدی حاصل از پروژه‌ها را

بالا تر از ارزش واقعی شان ارزش گذاری کنند. از طرف دیگر آنان اعتقاد دارند که بازار شرکت آنان را کمتر از واقع ارزش گذاری می کند و باعث می شود که تامین مالی پرهزینه باشد؛ به همین دلیل در صورتی که شرکت دارای منابع داخلی باشد ممکن است مدیرانی با اعتماد به نفس بیش از حد، تمایل بیشتری به سرمایه گذاری از خود نشان دهند اما در صورتی که تامین مالی پروژه ها نیازمند منابع خارجی باشد ممکن است سرمایه گذاری کمتری صورت گیرد (مالمدیر و تیت، ۲۰۰۵: ۶۵۳)

مدیران بیش اطمینان سود مالکیتشان را بیش از حد تخمین می زنند که این امر در ادغام و تحصیل می تواند توضیح دهنده زیان های آتی باشد. در کنار مدیران بیش اعتماد، مدیران غیر منطقی نیز وجود دارند که با عملکردشان موجب تحریف سرمایه گذاری شرکتی و دستیابی به سودهای خلاف انتظار می شوند. با این وجود مدیران بیش اعتماد، احتمالاً بیشتر از مدیران غیر منطقی مسئولیت تخریب ارزش شرکت را به عهده می گیرند (آنور و اسکوت<sup>۶</sup>، ۲۰۱۲: ۷۲)

بیش اطمینانی مدیر و فرصت های رشد: بر اساس تئوری موازنه ای، بکارگیری بدهی، احتمال ورشکستگی را افزایش می دهد، که دال بر کاهش در فرصت های رشد آتی است، در نتیجه بر اساس این تئوری ارتباط بین فرصت رشد و بدهی می تواند منفی باشد. همچنین تحت تئوری نمایندگی، ارتباط بین بدهی و فرصت رشد می تواند مثبت یا منفی باشد. در این خصوص، استولز (۲۰۰۰) به دو نوع هزینه مرتبط با فرصت رشد اشاره می کند: (۱) هزینه های ایجاد شده بوسیله مسائل کم سرمایه گذاری (۲) هزینه های ایجاد شده بوسیله بیش سرمایه گذاری، که در نتیجه ارتباط بین فرصت رشد و بدهی بر اساس مسائل کم سرمایه گذاری می تواند منفی باشد و بر اساس مسائل بیش سرمایه گذاری، این ارتباط می تواند مثبت باشد.

مایرز (۱۹۷۷) در پژوهشی، تاثیر عواملی را که متعاقب بدهی ایجاد می شود، بر استراتژی سرمایه گذاری بهینه سهامداران و مدیران را تحلیل نمود. وی چنین بیان کرد که هر چه بدهی بیشتر شود، انگیزه های ائتلاف سهامدار مدیر در کنترل شرکت، برای سرمایه گذاری در فرصت هایی با خالص ارزش فعلی مثبت کاهش می یابد، زیرا مزایای چنین سرمایه گذاری هایی به جای سهامداران بر اعتبار دهندگان منتقل می شود. در نتیجه، شرکت هایی که اهرم بالایی دارند در مقایسه با شرکت هایی که اهرم پایین تری دارند فرصت های رشد کمتری خواهند داشت. وی در تئوری «سرمایه گذاری کمتر از اندازه» بر تاثیرات نقدینگی تمرکز می کند. شرکت هایی که تعهدات بدهی بیشتری دارند، سرمایه گذاری کمتری انجام می دهند. تئوری های ساختار سرمایه بیان می کنند که مدیران شرکت هایی با فرصت رشد مناسب باید اهرم کمتری انتخاب نمایند، زیرا اگر آن ها میزان بدهی خارجی خود را افزایش دهند، قادر نخواهند بود از مزایای فرصت های سرمایه گذاریشان استفاده کنند و در نتیجه ارتباط منفی میان رشد آتی و اهرم ایجاد می شود، زیرا

بررسی تاثیر تغییر نگرش مدیریت از بیش اطمینانی به مدیریت منطقی بر بازده سهام/۵

مدیران شرکت های با فرصت رشد بالا، اهرم پایین را انتخاب خواهند کرد. چنین نتایجی می تواند در رگرسیون هایی که فرصت رشد را کنترل می کنند، وجود داشته باشد.

با توجه به موارد مطرح شده که نشان دهنده اهمیت موضوع بیش اطمینانی مدیریت است، انجام پژوهشی که به بررسی تجربی تاثیر تغییر نگرش مدیریت از نگرش دارای اطمینان بیش از حد به مدیرانی منطقی، بر بازده (عادی و غیرعادی) شرکت های در حال رشد و شرکت های رشد یافته بپردازد لازم و ضروری می نماید.

## ۲-۱- پیشینه پژوهش

آدام، فرناندو، و گلوبو<sup>۷</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان اعتماد به نفس مدیریتی و مدیریت ریسک شرکت را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج آنها حاکی از این است که اعتماد به نفس کاذب مدیریتی برای نفوذ در تعدادی از تصمیمات شرکت یافت شده است که بر تصمیم گیری مدیریت ریسک شرکت های بزرگ تاثیر می گذارد.

کیم، وانگ، و ژانگ<sup>۸</sup> (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان اطمینان بیش از حد مدیریتی و ریسک سقوط قیمت سهام نشان دادند پس از کنترل مدیریت سود بر گرفته از مسائل نمایندگی، ویژگی اطمینان بیش از حد در مدیریت، احتمال سقوط قیمت سهام را افزایش می دهد.

احمد و دوئلمن<sup>۹</sup> (۲۰۱۳) آثار بیش اطمینانی مدیریت بر محافظه کاری حسابداری را مورد مطالعه قرار دادند نتایج پژوهش آنها نشان داد بیش اطمینانی اثر منفی بر محافظه کاری حسابداری داشته و نظارت خارجی این آثار منفی را کاهش نخواهد داد.

لیبی و رنکمپ<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۲) در پژوهشی دریافتند که مدیران بیش از حد مطمئن نسبت به عملکرد آتی شرکت ها خوش بین بوده و این امر تمایل آنها به انتشار سود پیش بینی شده را افزایش می دهد نتایج آنها نشان داد که اطمینان بیش از حد باعث می شود تا مقادیر سودهای پیش بینی شده توسط مدیریت انحراف زیادی از سود واقعی داشته باشد.

یوسفی (۱۳۹۵) در پایان نامه کارشناسی ارشد خود به بررسی تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ساختار زمانی بدهی ها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. به طور کلی نتایج پژوهش حاضر بیانگر این نتیجه بوده است که با وجود اطمینان بیش از حد مدیریت، از میزان استفاده از بدهی های بلندمدت در ساختار تامین مالی شرکت ها کاسته شده و زمان بازپرداخت بدهی ها و میزان بدهی های بلندمدت کاهش می یابد. در مجموع این نتایج نشان می دهد که مدیران دارای اطمینان بیش از حد در شرکت های کوچک از بدهی های بلندمدت به شکل معناداری کمتر استفاده می کنند و در شرکت های بزرگ، مدیران دارای اطمینان بیش از حد از بدهی های بلندمدت بیشتری استفاده می نمایند.

فروغی و قاسم زاد (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام به این نتیجه رسیدند که نتایج حاصل از برآورد مدل های پژوهش گویای آن است که اطمینان بیش از حد مدیریتی بر هر سه معیار ریسک سقوط قیمت سهام تاثیر مثبت و معنادار دارد. به عبارتی وجود اطمینان بیش از حد در مدیران ریسک سقوط قیمت را افزایش می دهد.

مشایخ و بهزاد پور (۱۳۹۳) به بررسی تاثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد بین بیش اطمینانی مدیران و تقسیم سود شرکت ارتباط منفی و معناداری وجود دارد به گونه ای که مدیران بیش اطمینان تقسیم سود کمتری دارند. همچنین بررسی ها نشان داد با افزایش جریان های نقدی عملیاتی، مدیر بیش اطمینان جریان های نقدی عملیاتی آتی بیشتری را برآورد می کند و سود تقسیمی بیشتری را می پردازد.

حیدری (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تاثیر علت رفتاری اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر افزایش چسبندگی هزینه های توزیع، فروش و اداری پرداخت. نتایج این پژوهش رابطه مثبت و معناداری بین اعتماد به نفس زیاد مدیریت با چسبندگی هزینه های توزیع، فروش و اداری، نشان داد. به بیان دیگر، عامل رفتاری اعتماد به نفس مدیران، موجب افزایش چسبندگی هزینه ها می شود.

## ۲-۲- فرضیه های پژوهش

با توجه به مبانی و پیشینه مطرح شده فرضیه پژوهش به شرح زیر گسترش می یابد:

فرضیه اول: تغییر وضعیت اطمینان بیش از حد مدیریت (به مدیریت منطقی) در شرکت های با فرصت های رشد بالا، منجر به کاهش بازده غیرعادی سهامداران می گردد.

فرضیه دوم: تغییر وضعیت اطمینان بیش از حد مدیریت (به مدیریت منطقی) در شرکت های با فرصت های رشد پایین، منجر به افزایش بازده غیرعادی سهامداران می گردد.

فرضیه سوم: تغییر وضعیت اطمینان بیش از حد مدیریت (به مدیریت منطقی) در شرکت های با فرصت های رشد بالا، منجر به کاهش بازده عادی سهامداران می گردد.

فرضیه چهارم: تغییر وضعیت اطمینان بیش از حد مدیریت (به مدیریت منطقی) در شرکت های با فرصت های رشد پایین، منجر به افزایش بازده عادی سهامداران می گردد.

## ۳- روش شناسی پژوهش

با توجه به اینکه نتایج حاصل از این پژوهش می تواند در فرایند تصمیم گیری استفاده شود، این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است. همچنین از آنجایی که به دنبال ارزیابی ارتباط بین دو یا

چند متغیر است از لحاظ ماهیت توصیفی-همبستگی می‌باشد. روش پژوهش حاضر، تحلیل رگرسیون است و از داده‌های ترکیبی به دست آمده از صورت‌های مالی شرکت‌های عضو نمونه، برای بررسی فرضیه‌ها استفاده می‌شود. مبانی نظری و ادبیات موضوع از روش کتابخانه‌ای جمع‌آوری شده است. داده‌های مورد نیاز و اطلاعات مالی، از طریق مراجعه به صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بانک‌های اطلاعاتی تدبیر پرداز و ره آورد نوین جمع‌آوری و برای جمع‌بندی و انجام محاسبات و تجزیه و تحلیل آن‌ها از نرم افزارهای SPSS، Excel، نسخه ۱۹ و Eviews نسخه ۹ استفاده شده است.

متغیرهای وابسته پژوهش عبارتست از بازده عادی و بازده غیرعادی سهام شرکت که بازده غیرعادی از تفاوت بین بازده واقعی و بازده مورد انتظار به دست می‌آید. علاوه بر این به پیروی از مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳)؛ بازده مورد انتظار سهامداران برآورد می‌گردد. متغیر مستقل پژوهش عبارتست از اطمینان بیش از حد مدیریت که برای سنجش آن از روش‌های مبنی بر میزان سرمایه‌گذاری انجام شده استفاده می‌شود. متغیرهای  $ROA$ ،  $Lev$ ،  $Size$  و  $Volatility_{i,t}$  هم کنترلی هستند.

به منظور تعیین این موضوع که برازش مدل بهتر است تابلویی (پنل) باشد یا تلفیقی (پولد)، از آزمونی به نام F لیمر استفاده می‌گردد. اگر P-Value به دست آمده کمتر از ۰/۰۵ باشد، استفاده از مدل مبتنی بر پنلی مناسب‌تر است. همچنین برای گزینش بین اثرات ثابت و اثرات تصادفی، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود که این آزمون بر اساس آماره کای-دو انجام می‌گیرد. اگر P-Value به دست آمده کمتر از ۰/۰۵ باشد می‌توان نتیجه گرفت که داده‌های پنلی اثرات ثابت مناسب‌تر است و در غیر این صورت باید از روش اثرات تصادفی استفاده شود (افلاطونی، ۱۳۹۴: ۲۲۶-۲۲۷). همچنین برای برآورد پارامترهای مدل‌های رگرسیون، آزمون فروض کلاسیک از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. از جمله مهم‌ترین این فروض، فرض‌های مربوط به خودهمبستگی، عدم هم‌خطی و عدم ناهمسانی واریانس بین باقیمانده‌های مدل است. نتایج این آزمون نشان می‌دهد که باقیمانده مدل‌های مورد بررسی دارای توزیع نرمال هستند. به منظور تشخیص وجود خود همبستگی بین باقیمانده‌ها از آزمون دوربین واتسون استفاده شد. مقدار این آماره برای مدل‌های پژوهش نشان‌دهنده‌ی نبود خود همبستگی بین باقیمانده‌هاست. در خصوص بررسی هم‌خطی نیز قابل ذکر است که با اینکه استفاده از داده‌های ترکیبی، خود یکی از روش‌های جلوگیری از بروز هم‌خطی است، اما برای بررسی وجود احتمالی هم‌خطی از روش بررسی نسبت  $R^2$  ( $R^2$  بالاست اما آماره t بی‌معنی است) استفاده شده است. نتایج این بررسی‌ها نشان می‌دهد که بین باقیمانده‌های مدل‌های مورد آزمون، هم‌خطی وجود ندارد. همچنین پس از مشخص شدن معنادار بودن رگرسیون، معنادار بودن ضرایب آن حائز اهمیت است که به منظور تعیین معنادار بودن رابطه‌ی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته از آزمون t در سطح خطای ۵ درصد (سطح اطمینان

۹۵ درصد) استفاده شده است. در پایان، نگاره ضرایب مدل رگرسیونی بکار گرفته شده تا معنی دار بودن ضرایب مدل (با بکارگیری P-Value محاسبه شده و سطح خطای مورد نظر  $\alpha$ ) تعیین شود.

### ۳-۱- جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهد. قلمرو زمانی برای یک دوره ۱۰ ساله از ابتدای سال ۱۳۸۵ لغایت پایان سال ۱۳۹۴ تعیین شده است. روش نمونه برداری در این پژوهش مبتنی بر روش حذف سیستماتیک می‌باشد؛ بدین منظور کلیه شرکت‌های جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده‌اند به عنوان نمونه انتخاب شده است:

۱) اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی پژوهش یعنی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ موجود باشد.

۲) سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

۳) شرکت‌هایی که حداکثر تا تاریخ ۱۳۸۵/۱/۱ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند (یعنی قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس پذیرفته شده باشند) و نام شرکت در دوره مورد بررسی از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشد.

۴) در دوره مورد بررسی تغییر دوره مالی نداده باشند.

۵) عدم شمول موسسات مالی، بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و... به دلیل ماهیت خاص آن‌ها.

در نهایت با اعمال شرایط فوق تعداد ۱۳۸ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شد. لازم به ذکر است که با توجه به نحوه محاسبه برخی از متغیرهای پژوهش، از اطلاعات سال‌های ۱۳۸۴ و ۱۳۸۳ نیز استفاده شده است.

### ۳-۲- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها

#### ۳-۲-۱- متغیر وابسته

متغیرهای وابسته پژوهش عبارتست از بازده عادی و بازده غیرعادی سهام شرکت. بازده غیر عادی عبارتست از تفاوت بین بازده واقعی (عادی) و بازده مورد انتظار.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R)_{i,t} \quad \text{رابطه (۱)}$$

$R_{i,t}$ : منظور از بازده واقعی، مجموعه مزایایی است که در طول دوره مورد نظر (یک ماه، یک سال یا هر دوره دیگر) به سهم تعلق می‌گیرد، و نسبت به قیمت ابتدای دوره محاسبه می‌گردد.



بررسی تاثیر تغییر نگرش مدیریت از بیش اطمینانی به مدیریت منطقی بر بازده سهام/۹

$E(R)_{i,t}$ : در این تحقیق به پیروی از مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) برای برآورد بازده مورد انتظار سهامداران هر شرکت از رابطه (۲) استفاده شده است (کردستانی و علوی، ۱۳۸۹: ۵۱) رابطه (۲)

$$E(R)_{i,t} = R_{f,t} + \beta_1(R_m - R_f)_t + \beta_2SMB_t + \beta_3HML_t$$

در رابطه فوق:

$E(R)_{i,t}$ : بازده مورد انتظار سهام شرکت  $i$  در سال  $t$   
 $R_{f,t}$ : نرخ بازده بدون ریسک که برابر است با نرخ بازده اوراق مشارکت بانک مرکزی  
 $(R_m - R_f)_t$ : صرف ریسک بازار در سال  $t$  که از میانگین ماهیانه این متغیر بدست می آید.  
 $SMB_t$ : میانگین ماهیانه متغیر SMB که نحوه محاسبه آن در ادامه ذکر شده است.  
 $HML_t$ : میانگین ماهیانه متغیر HML که نحوه محاسبه آن در ادامه ذکر شده است.  
 برای محاسبه بازده مورد انتظار با استفاده از رابطه (۲) نخست باید ضرایب آن ( $\beta_i$ ) با استفاده از مدل اصلی فاما و فرنچ و به شرح رابطه (۳) تخمین زده شود:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_1(R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_2SMB_{it} + \beta_3HML_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۳)$$

در مدل فاما و فرنچ به شرح رابطه (۳) در پایان هر سال، تمام شرکتها براساس اندازه رتبه بندی می شوند و سپس شرکت میانی بمنظور تقسیم سهامها به دو دسته استفاده می شود که گروه اول شامل سهامهایی است که ارزش بازاری آنها کمتر از حد میانه است و گروه دوم که شامل سهامی است که مقدار ارزش بازاری آنها بزرگتر از حد میانه است. به دنبال آن، همه شرکتهایی که در داخل یکی از دو گروه بالا قرار گرفته اند، هر سال بر مبنای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار رتبه بندی می شوند و سپس به سه دسته تقسیم می گردند. در این تقسیم بندی ۳۰٪ از سهامها به سبدهای با نسبت بالا (High)، ۳۰٪ به سبدهای با نسبت پایین (Low) و ۴۰٪ میانی (Median) به سبدهای با نسبت متوسط ارزش دفتری به ارزش بازار مشخص می شوند و تخصیص می یابند. در نتیجه ۶ سبد مختلف از ترکیب این دو تقسیم بندی بدست می آید که به شرح زیر است:

S/L, S/M, S/H - این سبدها شامل سهامهایی با اندازه کوچک هستند و به ترتیب دارای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بزرگ، متوسط و کوچک می باشند.

B/L, B/M, B/H - این سبدها شامل سهامهایی با اندازه بزرگ هستند و به ترتیب دارای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بزرگ، متوسط و کوچک می باشند.

$R_{i,t} - R_{f,t}$ : تفاوت بازده ماهانه شرکت  $i$  در ماه  $t$  و نرخ بازده بدون ریسک ماهیانه (نرخ اوراق مشارکت بانک مرکزی با تقسیم نرخ سالیانه بر عدد ۱۲)

$R_{m,t} - R_{f,t}$ : تفاوت بازده بازار و نرخ بهره بدون ریسک در هر ماه (عامل بازار)  
 $SMB_{i,t}$ <sup>۱۱</sup>: اختلاف بین بازده پرتفویهای متشکل از سهام شرکت های بزرگ و بازده پرتفوی های متشکل از سهام شرکت های کوچک (عامل اندازه):

$$\text{SMB} = \frac{(S/L+S/M+S/H)}{3} - \frac{(B/L+B/M+B/H)}{3} \quad \text{رابطه (۴)}$$

که تعریف هر یک از آنها پیش تر ذکر شده است.

$HML_{i,t}$ <sup>۱۲</sup>: اختلاف بین بازده پرتفوی های متشکل از سهام شرکت های سرمایه پذیر بالا و بازده پرتفوی های متشکل از سهام شرکت های سرمایه پذیر پایین (عامل نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار). این متغیر در واقع تفاوت میانگین بازده شرکت های با نسبت ارزش بالا و پایین می باشد و با استفاده از رابطه (۵) محاسبه می گردد:

$$\text{HML} = \frac{(S/H+B/H)}{2} - \frac{(S/L+B/L)}{2} \quad \text{رابطه (۵)}$$

### ۲-۲-۳- متغیر مستقل

متغیر مستقل پژوهش عبارتست از اطمینان بیش از حد مدیریت<sup>۱۳</sup> (اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت). برای سنجش اطمینان بیش از حد مدیریت از روش های مبنی بر میزان سرمایه گذاری انجام شده استفاده خواهد شد. روش های سنجش اطمینان بیش از حد مدیریت به شرح زیر است:

الف- اطمینان بیش از حد مدیریت بر اساس سرمایه گذاری بیش از رشد فروش در این روش، برای شناسایی اطمینان بیش از حد مدیریت به استناد پژوهش شراند و زچمن (۲۰۱۲) از میزان سرمایه گذاری بیش از حد انجام شده استفاده خواهد شد. روش شناسایی سرمایه گذاری بیش از حد به شرح رابطه (۶) است:

$$\text{Investment}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sale\_Growth}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۶)}$$

که در آن:

$\text{Investment}_{i,t}$ : مخارج سرمایه ای (وجوه نقد پرداختی) جهت تحصیل یا ساخت دارایی های ثابت، نامشهود و سایر دارایی هاست.

$\text{Sale\_Growth}_{i,t-1}$ : رشد فروش دوره گذشته شرکت نسبت به سال ماقبل آن چنانچه سرمایه گذاری آتی بیشتر از رشد فروش باشد (مقدار باقیمانده های مدل فوق  $\varepsilon_{i,t}$  مثبت باشد)، بدان معناست که سرمایه گذاری بیش از حد انجام شده و چنانچه  $\varepsilon_{i,t}$  منفی باشد بیانگر سرمایه گذاری کمتر از حد است.

ب- اطمینان بیش از حد مدیریت بر اساس سرمایه گذاری بیش از میانگین صنعت دومین معیار سنجش اطمینان بیش از حد مدیریت مربوط به هزینه های سرمایه ای نسبت به صنعت است. برای شناسایی اطمینان بیش از حد مدیریت طبق این روش، ابتدا متوسط هزینه های سرمایه ای در کل دارایی ها را در هر یک از صنایع بدست آورده و در صورتی که هزینه های سرمایه ای انجام شده توسط شرکت بزرگتر از میانگین (به دلیل اینکه در میانه به مقدار عددی

بررسی تاثیر تغییر نگرش مدیریت از بیش اطمینانی به مدیریت منطقی بر بازده سهام/۱۱

اعداد توجه نمی‌شود ولی در میانگین کلیه مقادیر و بزرگی و کوچکی آنها مد نظر قرار می‌گیرد، لذا از میانگین استفاده می‌گردد) هزینه‌های سرمایه‌ای صنعت مورد نظر باشد، مدیریت این شرکت را دارای اطمینان بیش از حد شناسایی نموده و به این متغیر مقدار ۱ اختصاص داده می‌شود و در غیر این صورت مقدار ۰ اختصاص داده خواهد شد.

### ۳-۲-۳- متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی پژوهش عبارتند از:

*Size*: لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها به عنوان معیار اندازه شرکت

*Lev*: نسبت بدهی‌های بلندمدت به جمع دارایی‌ها

*ROA*: نرخ بازده دارایی‌های شرکت که با استفاده از نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها مورد سنجش قرار می‌گیرد.

*Volatility<sub>i,t</sub>*: انحراف معیار بازده ماهیانه شرکت طی دو سال گذشته. این متغیر بیانگر میزان ریسک بازده شرکت است.

با توجه به وجود دو معیار متفاوت جهت سنجش اطمینان بیش از حد مدیریت و دو معیار جهت شناسایی بازده غیرعادی، مدل پژوهش در مجموع چهار بار مورد بررسی قرار خواهد گرفت. همچنین با توجه به تفکیک شرکت‌های نمونه به دو گروه شرکت‌های با فرصت رشد بالا و شرکت‌های با فرصت رشد پایین، نتایج بدست آمده از مدل فوق در دو بخش مجزا ارائه خواهد شد. نحوه تصمیم‌گیری در خصوص فرضیات پژوهش بدین صورت است که با توجه به علامت و سطح معناداری بدست آمده برای ضریب  $\beta_1$  جهت تایید یا رد فرضیات پژوهش تصمیم‌گیری خواهد شد. همچنین برای بررسی فرضیه سوم پژوهش از مدل دوم به شرح فوق استفاده خواهد شد.

### ۳-۳- مدل‌های آزمون فرضیه‌ها

برطبق پژوهش انجام شده توسط ایبر و همکاران (۲۰۱۵)، برای آزمون فرضیه نخست با استفاده از میانه نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، شرکت‌ها به دو گروه تقسیم‌بندی می‌گردد. شرکت‌هایی که نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری آنها بزرگتر از عدد میانه باشد، را شرکت‌های با فرصت رشد بالا و گروه دیگر را شرکت‌های با فرصت رشد پایین تقسیم‌بندی نموده و در ادامه مدل پژوهش به تفکیک هر یک از این گروه‌ها مورد رسیدگی قرار خواهد گرفت.

رابطه (۷)

$$AR_{i,t} = \alpha + \beta_1 ManOver_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 Volatility_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

رابطه (۸)

$$\text{Return}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{ManOver}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Lev}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_5 \text{Volatility}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در رابطه (۷) و (۸):

$AR_{i,t}$ : بازده غیرعادی کسب شده در سال مالی مورد نظر و همچنین بازده غیرعادی کسب شده در چهار ماهه پس از پایان سال مالی. یکبار بازده غیرعادی سالانه و یکبار نیز بازده غیرعادی چهار ماهه پس از پایان سال مالی در مدل پژوهش استفاده خواهد شد.

$\text{Return}_{i,t}$ : بازده عادی سالیانه شرکت

$\text{ManOver}_{i,t}$ : یک متغیر مجازی است و چنانچه مدیریت شرکت در سال گذشته دارای اطمینان بیش از حد بوده و در سال جاری فاقد این ویژگی است، به این متغیر مقدار ۱ اختصاص داده خواهد شد و در غیر این صورت مقدار صفر داده خواهد شد. لازم به ذکر است که با توجه به وجود دو معیار مختلف برای شناسایی اطمینان بیش از حد مدیریت، مدل پژوهش دو بار و هر بار به صورت جداگانه هر یک از این متغیر مورد بررسی قرار می‌گیرد.

## ۴- یافته های پژوهش

### ۴-۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آمار توصیفی پژوهش حاضر به شرح جدول زیر می‌باشد.

نگاره ۱: آمار توصیفی تغییرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	نمونه	میانگین	میانه	انحراف معیار	بیشینه	کمینه	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی
		Mean	Median	Std. Deviation	Maximum	Minimum	Skewness	Kurtosis
AR	۱۳۸۰	-۰/۲۱۳	-۰/۱۹۲	۱/۲۴۷	۵/۳۲۴	-۰/۸۵۷	۲/۶۴۶	۶/۹۳۸
Return	۱۳۸۰	-۰/۵۹۴	-۰/۱۲۶	۱/۳۸۷	۶/۴۸۶	-۰/۵۲۰	۲/۷۶۸	۷/۶۰۴
ManOver	۱۳۸۰	-۰/۱۲۸	-۰/۰۰۰	-۰/۳۳۵	۲/۲۲۶	۲/۹۵۹	-۰/۰۰۰	۱/۰۰۰
ManOver	۱۳۸۰	-۰/۱۳۶	-۰/۰۰۰	-۰/۳۴۲	۲/۱۳۲	۲/۵۵۰	-۰/۰۰۰	۱/۰۰۰
Size	۱۳۸۰	۵/۹۱۷	۵/۸۷۴	-۰/۶۰۹	۸/۲۹۸	۴/۲۶۵	-۰/۷۰۷	۱/۱۹۹
Size	۱۳۸۰	-۰/۰۸۷	-۰/۰۵۲	-۰/۰۹۴	-۰/۴۱۹	-۰/۰۰۱	۱/۹۱۵	۳/۳۱۹
ROA	۱۳۸۰	-۰/۱۱۸	-۰/۱۰۱	-۰/۱۲۸	-۰/۶۳۱	-۰/۳۴۰	-۰/۵۰۴	۱/۵۷۷
Volatility	۱۳۸۰	-۰/۲۱۱	-۰/۱۳۰	-۰/۲۱۵	۱/۰۳۴	-۰/۰۲۴	۲/۱۵۱	۴/۵۳۹
Growth	۱۳۸۰	۱/۴۶۶	۱/۲۸۴	-۰/۵۹۵	۳/۴۶۳	-۰/۷۴۹	۱/۵۳۳	۲/۱۸۳

همانطور که در جدول فوق می‌توان مشاهده نمود؛ میانگین بازده اضافی کسب شده (AR)، که با استفاده از تفاوت بازده سهام و بازده مورد انتظار مورد سنجش قرار گرفته، برابر با ۰/۲۱۳

می‌باشد. این نتیجه نشان می‌دهد شرکت‌های نمونه بازده اضافی (نسبت به بازده مورد انتظار) حدود ۲۱ درصدی را در سال کسب نموده‌اند. نتایج ضریب چولگی (۲/۶۴۶) و ضریب کشیدگی (۶/۹۳۸) این متغیر بیانگر نرمال نبودن احتمالی توزیع این متغیر می‌باشد که در ادامه نسبت به نرمال سازی این متغیر اقدام گردید. دیگر نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که میانگین بازده سهام (Return)، برابر با ۰/۵۹۴ می‌باشد که این نتیجه نشان می‌دهد متوسط بازده کسب شده طی دوره ۱۰ ساله پژوهش نزدیک به ۶۰ درصد بوده است. لازم به ذکر است که بالا بودن این مقدار به دلیل بازده فوق العاده‌ایست که شرکت‌ها در سال ۱۳۹۲ کسب نموده‌اند، بطوری که متوسط بازده سال مذکور برابر با ۳۶۷ درصد بوده و میانگین بازده در مابقی سال‌های پژوهش (بدون احتساب سال ۱۳۹۲) برابر با ۰/۲۵۲ بوده است. مقادیر ضریب چولگی (۲/۷۶۸) و ضریب کشیدگی (۷/۶۰۴) این متغیر، بیانگر نرمال نبودن احتمالی توزیع این متغیر است که نسبت به نرمال سازی این متغیر نیز اقدام و رفع مشکل گردید. دیگر نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که متوسط متغیر مجازی تغییر نگرش از مدیریت با اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی (ManOver) بر اساس معیار نخست سنجش اطمینان بیش از حد مدیریت (سرمایه‌گذاری بیشتر از رشد فروش دوره گذشته) برابر با ۰/۱۲۸ می‌باشد و مقدار این متغیر بر اساس معیار دوم سنجش اطمینان بیش از حد مدیریت (سرمایه‌گذاری بیشتر از میانگین صنعت) برابر با ۰/۱۳۶ می‌باشد. نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که به ترتیب بر اساس معیار نخست در نزدیک به ۱۳ درصد و بر اساس معیار دوم حدوداً ۱۴ درصد از شرکت‌های نمونه، تغییر نگرش از مدیریت با اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی را تجربه نموده‌اند.

## ۲-۴- نتایج آزمون فرضیه‌های اول و دوم بر اساس معیار نخست سنجش اطمینان بیش از حد مدیریت

در این بخش تاثیر تغییر وضعیت اطمینان بیش از حد مدیریت به مدیریت منطقی بر بازده غیرعادی سهام (به تفکیک شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا و شرکت‌های با فرصت‌های رشد پایین) به عنوان فرضیه‌های اول و دوم پژوهش مورد بررسی قرار گرفته است. بدین منظور ابتدا مدل پژوهش در کلیه شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفته است و سپس شرکت‌های نمونه بر اساس وضعیت فرصت‌های رشد مورد بررسی قرار گرفته تا بدین ترتیب در خصوص فرضیه اول و دوم پژوهش اظهار نظر گردد. برای آزمون تاثیر متغیرهای مستقل بر بازده سهام شرکت‌ها با استفاده از مدل رگرسیون مبتنی بر داده‌های ترکیبی، قبل از هر چیز ابتدا آزمون‌های F لیمر و سپس آزمون هاسمن جهت تعیین الگوی مناسب جهت برآزش مدل انجام شده که مقدار آماره این آزمون برابر با ۰/۶۵۶ و سطح معناداری آن ۰/۹۹۹ است و این بدان معناست که الگوی مدل، دارای اثرات

ثابت نیست. بنابراین مدل پژوهش با استفاده از الگوی تجمیعی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است:

نگاره ۲: نتایج آزمون F و هاسمن جهت تعیین نوع الگوی مدل نخست پژوهش

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
آزمون F لیمر	۰/۶۵۶	۰/۹۹۹	وجود الگوی داده‌های ترکیبی (عدم وجود اثرات ثابت)
آزمون هاسمن	۲۲/۱۸۱	۰/۰۰۱	-

نگاره ۳: نتایج بدست آمده از ضرایب مدل اول پژوهش- بر اساس معیار اول بیش اطمینانی

متغیرهای مدل	کلید شرکت ها	نتایج به تفکیک وضعیت فرصت های رشد شرکت	
		فرصت رشد بالا	فرصت رشد پایین
C	-۳/۱۲۴	-۱/۹۱۹	-۱/۰۷۵
	۰/۰۰۲	۰/۰۵۵	۰/۲۸۳
ManOver	۱/۶	۲/۰۱۳	۰/۲۴۸
	۰/۱۱	۰/۰۴۵	۰/۸۰۴
Size	۰/۳۳۸	۰/۲۷	۱/۱۰۶
	۰/۷۳۵	۰/۷۸۷	۰/۹۱۶
Lev	-۲/۱۴۸	-۱/۰۱۷	-۱/۶۱۸
	۰/۰۳۲	۰/۳۱	۰/۱۰۶
ROA	-۰/۵۲۷	۰/۱۱۸	-۱/۲۵۶
	۰/۳۳۸	۰/۹۰۶	۰/۲۱
Volatility	۸۹/۷۲	۴۴/۷۷۲	۶۴/۴۱۲
	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
F	۲۱۰/۷۱۳	۱۰۶/۲۸۶	۱۰۵/۶۸۴
Sig.	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
R Square	۰/۵۱۸	۰/۵۲۲	۰/۵۲
Durbin Watson	۰/۱۷۹	۲/۲۲۱	۲/۱۶۷

نتایج بدست آمده از نگاره فوق نشان می‌دهد که مقدار آماره F مدل برابر با ۲۱۰/۷۱۳ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۰۰ می‌باشد که این نتیجه بدست آمده نشان دهنده معناداری مدل می‌باشد. نتایج بدست آمده از این آزمون در شرکت‌های با فرصت رشد بالا و شرکت‌های با فرصت رشد پایین نیز نشان دهنده معناداری مدل است. مطابق نتایج بدست آمده از جدول فوق ضریب

بررسی تاثیر تغییر نگرش مدیریت از بیش اطمینانی به مدیریت منطقی بر بازده سهام/۱۵

تعیین مدل برابر با ۰/۵۱۸ است و این بدان معناست که حدود ۵۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌گردد.

- نتایج بدست آمده در خصوص تاثیرگذاری تغییر نگرش مدیریت از اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی (ManOver) در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا نشان می‌دهد که مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری این متغیر به ترتیب برابر با ۲/۰۱۳ و ۰/۰۴۵ است. این بدان معناست که در شرکت‌های با فرصت رشد بالا که نگرش مدیریت در آن‌ها از اطمینان بیش از حد به نگرشی منطقی تغییر می‌نماید، بازده غیرعادی سهام افزایش یافته است و این نشان می‌دهد که این تغییر وضعیت بر خلاف انتظار منجر به افزایش بازده غیرعادی شده است پس فرضیه نخست پژوهش مبنی بر اینکه تغییر وضعیت اطمینان بیش از حد مدیریت به مدیریت منطقی در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا، منجر به کاهش بازده غیرعادی سهامداران می‌گردد، در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

- نتایج بدست آمده در خصوص تاثیرگذاری تغییر نگرش مدیریت از اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی (ManOver) در شرکت‌های با فرصت رشد پایین نشان می‌دهد که مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری این متغیر به ترتیب برابر با ۰/۲۴۸ و ۰/۸۰۴ است. این نتیجه بیانگر تاثیر مثبت اما بی‌معنای تغییر نگرش مدیریت از اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی بر بازده غیرعادی سهام در شرکت‌های با فرصت‌های رشد پایین می‌باشد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اینکه تغییر وضعیت اطمینان بیش از حد مدیریت به مدیریت منطقی در شرکت‌های با فرصت‌های رشد پایین، منجر به افزایش بازده غیرعادی سهامداران می‌گردد، در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

### ۳-۴- نتایج آزمون فرضیه‌های اول و دوم بر اساس معیار دوم سنجش اطمینان بیش از حد مدیریت

این بخش پژوهش مجدداً به بررسی تاثیر تغییر نگرش مدیریت از اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی بر بازده غیرعادی سهامداران در شرکت‌های مختلف از لحاظ فرصت‌های رشد بر اساس معیار دوم یعنی سرمایه‌گذاری بیشتر از میانگین صنعت پرداخته است. نتایج آزمون  $F$  لیمر نشان می‌دهد که مقدار آماره این آزمون برابر با ۰/۳۲۷ و سطح معناداری آن ۰/۹۹۹ است، و بنابراین مدل پژوهش با استفاده از الگوی تجمیعی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است:

نگاره ۴: نتایج آزمون  $F$  و هاسمن جهت تعیین نوع الگوی مدل نخست پژوهش بر اساس معیار دوم

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
آزمون $F$ لیمر	۰/۳۲۷	۰/۹۹۹	وجود الگوی داده‌های ترکیبی (عدم وجود اثرات ثابت)

نگاره ۵: نتایج بدست آمده از ضرایب متغیرهای مدل اول- بر اساس معیار دوم بیش اطمینانی

متغیرهای مدل	کلیه شرکت ها	نتایج به تفکیک وضعیت فرصت های رشد شرکت	
		فرصت رشد بالا	فرصت رشد پایین
C	-۳/۱۱۳	-۱/۷۷۴	-۱/۰۹۴
	۰/۰۰۲	۰/۰۷۷	۰/۲۷۴
ManOver	۱/۴۶۸	۰/۴۰۷	۱/۶۴۴
	۰/۱۴۲	۰/۶۸۴	۰/۱۰۱
Size	۰/۲۶۶	۰/۰۹۱	۰/۰۸۹
	۰/۷۹۰	۰/۹۲۸	۰/۹۲۹
Lev	-۲/۱۱۹	-۰/۹۷۵	-۱/۷۱۰
	۰/۰۳۴	۰/۳۳۰	۰/۰۸۸
ROA	-۰/۳۹۹	۰/۴۷۹	-۱/۳۲۵
	۰/۶۹۰	۰/۶۳۲	۰/۱۸۶
Volatility	۸۹/۷۳۸	۴۳/۲۱۶	۶۴/۳۹۷
	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
F	۲۱۰/۷۶۲	۱۰۵/۳۰۲	۱۰۶/۳۰۶
Sig.	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
R Square	۰/۵۱۸	۰/۵۱۹	۰/۵۰۹
Durbin Watson	۲/۱۸۱	۲/۲۲۳	۲/۱۶۸

نتایج بدست آمده از نگاره فوق نشان می دهد که:

- مقدار آماره F مدل برابر با ۲۱۰/۷۶۲ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۰۰ می باشد که این نتیجه بدست آمده نشان دهنده معناداری مدل می باشد و بیانگر آن است که بین متغیرهای پژوهش رابطه معناداری وجود دارد و مدل پژوهش معنادار است. مطابق نتایج بدست آمده از جدول فوق ضریب تعیین مدل برابر با ۰/۵۱۸ است و این بدان معناست که حدود ۵۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می گردد.

- نتایج بدست آمده در خصوص تاثیرگذاری تغییر نگرش مدیریت از اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی (ManOver) در شرکت های با فرصت های رشد بالا نشان می دهد که مقدار آماره t و سطح معناداری این متغیر به ترتیب برابر با ۰/۴۰۷ و ۰/۶۸۴ می باشد. این نتیجه بیانگر تاثیر مثبت اما بی معنای تغییر نگرش مدیریت از اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی بر بازده



بررسی تاثیر تغيير نگرش مدیریت از بیش اطمینانی به مدیریت منطقی بر بازده سهام/۱۷

غيرعادی سهام در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا می‌باشد. نتیجه بدست آمده نشان می‌دهد که فرضیه نخست پژوهش مبنی بر اینکه تغییر وضعیت اطمینان بیش از حد مدیریت به مدیریت منطقی در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا، منجر به کاهش بازده غیرعادی سهامداران می‌گردد، مجدداً در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

- نتایج بدست آمده در خصوص تاثیرگذاری تغییر نگرش مدیریت از اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی (ManOver) در شرکت‌های با فرصت رشد پایین نشان می‌دهد که مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری این متغیر به ترتیب برابر با  $۱/۶۴۴$  و  $۰/۱۰۱$  می‌باشد. این نتیجه بیانگر تاثیر مثبت اما بی‌معنای تغییر نگرش مدیریت از اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی بر بازده غیرعادی سهام در شرکت‌های با فرصت‌های رشد پایین می‌باشد. نتیجه بدست آمده نشان می‌دهد که فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اینکه تغییر وضعیت اطمینان بیش از حد مدیریت به مدیریت منطقی در شرکت‌های با فرصت‌های رشد پایین، منجر به افزایش بازده غیرعادی سهامداران می‌گردد، مجدداً در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

#### ۴-۴- نتایج آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم بر اساس معیار نخست سنجش اطمینان بیش از حد مدیریت

در این بخش پژوهش تاثیر تغییر وضعیت اطمینان بیش از حد مدیریت به مدیریت منطقی بر بازده سهام (به تفکیک شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا و شرکت‌های با فرصت‌های رشد پایین) در شرکت‌های نمونه به عنوان فرضیه‌های سوم و چهارم پژوهش مورد بررسی قرار خواهد گرفت. بدین منظور ابتدا مدل پژوهش در کلیه شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفته است و سپس شرکت‌های نمونه بر اساس وضعیت فرصت‌های رشد مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج آزمون  $F$  لیمر نشان می‌دهد که مقدار آماره این آزمون برابر با  $۰/۳۹۰$  و سطح معناداری آن  $۰/۹۹۹$  می‌باشد، و این بدان معناست که الگوی مدل، دارای اثرات ثابت نیست. بنابراین مدل پژوهش با استفاده از الگوی تجمیعی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است:

نگاره ۶: نتایج آزمون  $F$  و هاسمن جهت تعیین نوع الگوی مدل دوم پژوهش بر اساس معیار نخست

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
آزمون $F$ لیمر	۰/۳۹۰	۰/۹۹۹	وجود الگوی داده‌های ترکیبی (عدم وجود اثرات ثابت)
آزمون هاسمن	۳۰/۲۵۵	۰/۰۰۰	-

نگاره ۷: نتایج بدست آمده از مدل دوم - بر اساس معیار نخست اطمینان بیش از حد مدیریت

نتایج به تفکیک وضعیت فرصت‌های رشد شرکت

متغیرهای مدل	کلید شرکت ها	فرصت رشد بالا	
		فرصت رشد پایین	فرصت رشد بالا
C	-۱/۱۶۱	-۱/۷۷۴	-۰/۶۴۰
	۰/۲۴۶	۰/۲۵۳	۰/۵۲۲
ManOver	۲/۰۵۰	۲/۶۵۴	۱/۹۷۹
	۰/۰۴۱	۰/۰۰۸	۰/۰۴۸
Size	۰/۴۲۱	۰/۵۴۷	۰/۲۷۳
	۰/۶۷۴	۰/۵۸۴	۰/۷۸۵
Lev	-۱/۶۱۳	-۱/۱۴۲	-۰/۸۸۷
	۰/۱۰۷	۰/۲۵۴	۰/۳۷۵
ROA	۱/۱۷۸	۰/۵۲۴	-۰/۶۴۴
	۰/۲۳۹	۰/۶۰۰	۰/۵۲۰
Volatility	۸۱/۹۲۰	۴۰/۷۹۲	۵۹/۹۹۴
	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
F	۱۸۸,۹۶۲	۹۴/۴۹۱	۹۶/۲۳۰
Sig.	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
R Square	۰/۴۹۱	۰/۴۹۲	۰/۴۹۷
Durbin Watson	۲/۱۸۱	۲/۲۱۱	۲/۱۶۶

نتایج بدست آمده از نگاره فوق نشان می‌دهد که مقدار آماره F مدل برابر با ۱۸۸/۹۶۲ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۰۰ می‌باشد که این نتیجه بدست آمده نشان دهنده معناداری مدل می‌باشد. نتایج بدست آمده از این آزمون در شرکت‌های با فرصت رشد بالا و شرکت‌های با فرصت رشد پایین نیز نشان دهنده معناداری مدل می‌باشد. مطابق نتایج بدست آمده از جدول فوق ضریب تعیین مدل برابر با ۰/۴۹۱ است و این بدان معناست که حدود ۴۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌گردد.

- نتایج بدست آمده در خصوص تاثیرگذاری تغییر نگرش مدیریت از اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی (ManOver) در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا نشان می‌دهد که مقدار آماره t و سطح معناداری این متغیر به ترتیب برابر با ۲/۶۵۴ و ۰/۰۰۸ می‌باشد. این بدان معناست که در شرکت‌های با فرصت رشد بالا که تغییر نگرش مدیریت از اطمینان بیش از حد به نگرش منطقی را تجربه کرده‌اند، بازده عادی سهام آنها افزایش یافته است. بنابراین فرضیه سوم پژوهش مبنی بر اینکه تغییر وضعیت اطمینان بیش از حد مدیریت به مدیریت منطقی در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا، منجر به کاهش بازده عادی سهامداران می‌گردد، در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

بررسی تاثیر تغيير نگرش مدیریت از بیش اطمینانی به مدیریت منطقی بر بازده سهام/۱۹

- نتایج بدست آمده در خصوص تاثیرگذاری تغییر نگرش مدیریت از اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی (ManOver) در شرکت‌های با فرصت رشد پایین نشان می‌دهد که مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری این متغیره ترتیب برابر با  $۱/۹۷۹$  و  $۰/۰۴۸$  است. این نتیجه بدان معناست که در شرکت‌های با فرصت رشد پایین که نگرش مدیریت در آن‌ها از اطمینان بیش از حد به نگرش منطقی تغییر نموده، بازده عادی سهام آن‌ها افزایش یافته است و این نشان می‌دهد که این تغییر وضعیت مطابق انتظار منجر به افزایش بازده عادی شده است. بنابراین فرضیه چهارم پژوهش مبنی بر اینکه تغییر وضعیت اطمینان بیش از حد مدیریت به مدیریت منطقی در شرکت‌های با فرصت-های رشد پایین، منجر به افزایش بازده عادی سهامداران می‌گردد، در سطح اطمینان  $۹۵\%$  رد نمی‌شود.

#### ۵-۴- نتایج آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم براساس معیار دوم سنجش بیش اطمینانی مدیریت

در این بخش پژوهش مجدداً به بررسی تاثیر تغییر نگرش مدیریت از اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی بر بازده عادی سهامداران براساس معیار دوم یعنی سرمایه‌گذاری بیشتر از میانگین صنعت بوده است. نتایج آزمون F لیمر در جدول بالا نشان می‌دهد که مقدار آماره این آزمون برابر با  $۰/۳۹۶$  و سطح معناداری آن  $۰/۹۹۹$  است، و این بدان معناست که الگوی مدل، دارای اثرات ثابت نیست. بنابراین مدل پژوهش با استفاده از الگوی تجمیعی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است:

نگاره ۸: نتایج آزمون F و هاسمن جهت تعیین نوع الگوی مدل دوم پژوهش بر اساس معیار دوم

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
آزمون F لیمر	۰/۳۹۶	۰/۹۹۹	وجود الگوی داده‌های ترکیبی (عدم وجود اثرات ثابت)
آزمون هاسمن	۳۰/۰۸۲	۰/۰۰۰	-

نگاره ۹: نتایج بدست آمده از ضرایب متغیرهای مدل دوم پژوهش - بر اساس معیار دوم اطمینان بیش از حد مدیریت

متغیرهای مدل	کلیه شرکت‌ها	نتایج به تفکیک وضعیت فرصت‌های رشد شرکت	
		فرصت رشد بالا	فرصت رشد پایین
C	-۱/۰۸۱	-۰/۹۱۰	-۰/۶۵۷
	۰/۲۸۰	۰/۳۶۳	۰/۵۱۱
ManOver	۱/۵۶۱	۰/۵۲۷	۱/۹۹۹

	۰/۱۱۹	۰/۵۹۸	۰/۰۴۶
Size	۰/۳۱۸	۰/۳۱۳	۰/۲۵۴
	۰/۷۵۱	۰/۷۵۴	۰/۸۰۰
Lev	-۱/۵۶۳	-۱/۰۸۳	-۰/۹۶۴
	۰/۱۱۸	۰/۲۷۹	۰/۳۳۶
ROA	۱/۳۶۱	۰/۹۸۸	-۰/۷۱۵
	۰/۱۷۴	۰/۳۲۳	۰/۴۷۵
Volatility	۸۱/۹۱۳	۳۹/۳۴۷	۵۹/۹۴۰
	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
F	۱۸۸/۹۶۲	۹۴/۴۹۱	۹۶/۲۳۰
Sig.	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
R Square	۰/۴۹۱	۰/۴۹۲	۰/۴۹۷
Durbin Watson	۲/۱۸۱	۲/۲۱۱	۲/۱۶۶

نتایج بدست آمده از نگاهه فوق نشان می‌دهد که مقدار آماره F مدل برابر با ۱۸۸/۷۲۶ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۰۰ می‌باشد که این نتیجه بدست آمده نشان‌دهنده معناداری مدل می‌باشد و بیانگر آن است که بین متغیرهای پژوهش رابطه معناداری وجود دارد و مدل پژوهش معنادار است. نتایج بدست آمده از این آزمون در شرکت‌های با فرصت رشد بالا و شرکت‌های با فرصت رشد پایین نیز نشان دهنده معناداری مدل می‌باشد. مطابق نتایج بدست آمده از جدول فوق ضریب تعیین مدل برابر با ۰/۴۹۰ است و این بدان معناست که حدود ۴۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌گردد.

- نتایج بدست آمده در خصوص تاثیرگذاری تغییر نگرش مدیریت از اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی (ManOver) در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا نشان می‌دهد که مقدار آماره t و سطح معناداری این متغیر به ترتیب برابر با ۰/۵۲۷ و ۰/۵۹۸ می‌باشد. این نتیجه بیانگر تاثیر مثبت اما بی‌معنای تغییر نگرش مدیریت از اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی بر بازده عادی سهام در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا می‌باشد. بنابراین فرضیه سوم پژوهش مبنی بر اینکه تغییر وضعیت اطمینان بیش از حد مدیریت به مدیریت منطقی در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا، منجر به کاهش بازده عادی سهامداران می‌گردد، مجدداً در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

- نتایج بدست آمده در خصوص تاثیرگذاری تغییر نگرش مدیریت از اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی (ManOver) در شرکت‌های با فرصت رشد پایین نشان می‌دهد که مقدار آماره t و سطح معناداری این متغیر به ترتیب برابر با ۱/۹۹۹ و ۰/۰۴۶ می‌باشد. این نتیجه بیانگر تاثیر مثبت و معنادار (در سطح اطمینان ۹۵٪) تغییر نگرش مدیریت از اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی بر بازده عادی سهام در شرکت‌های با فرصت‌های رشد پایین می‌باشد. تغییر وضعیت از

بررسی تاثیر تغییر نگرش مدیریت از بیش اطمینانی به مدیریت منطقی بر بازده سهام/۲۱

اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی مطابق انتظار منجر به افزایش بازده عادی سهام شده که نتیجه بدست آمده نشان می‌دهد که فرضیه چهارم پژوهش مبنی بر اینکه تغییر وضعیت اطمینان بیش از حد مدیریت به مدیریت منطقی در شرکت‌های با فرصت‌های رشد پایین، منجر به افزایش بازده عادی سهامداران می‌گردد، مجدداً در سطح اطمینان ۹۵٪ رد نمی‌شود.

نگاره ۱۰: خلاصه نتایج بدست آمده از فرضیات پژوهش

ردیف	شرح فرضیه	نتایج فرضیات بر اساس معیار سنجش اطمینان بیش از حد مدیریت
۱	فرضیه اول: تغییر وضعیت اطمینان بیش از حد مدیریت (به مدیریت منطقی) در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا، منجر به کاهش بازده غیرعادی سهامداران می‌گردد.	رد فرضیه
۲	فرضیه دوم: تغییر وضعیت اطمینان بیش از حد مدیریت (به مدیریت منطقی) در شرکت‌های با فرصت‌های رشد پایین، منجر به افزایش بازده غیرعادی سهامداران می‌گردد.	رد فرضیه
۳	فرضیه سوم: تغییر وضعیت اطمینان بیش از حد مدیریت (به مدیریت منطقی) در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا، منجر به کاهش بازده عادی سهامداران می‌گردد.	رد فرضیه
۴	فرضیه چهارم: تغییر وضعیت اطمینان بیش از حد مدیریت (به مدیریت منطقی) در شرکت‌های با فرصت‌های رشد پایین، منجر به افزایش بازده عادی سهامداران می‌گردد.	عدم رد فرضیه

## ۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

بیش اطمینانی یا فرا اعتمادی، یکی از مهمترین مفاهیم مالی مدرن است که هم در تئوری‌های مالی و هم روانشناسی جایگاه ویژه‌ای دارد. لذا در این پژوهش سعی شد تا تاثیر تغییر وضعیت و نگرش مدیریت از اطمینان بیش از حد (بر اساس معیارهای مختلف سنجش اطمینان بیش از حد مدیریت) به مدیریت منطقی، بر بازده عادی و بازده غیرعادی سهام (مازاد بر بازده مورد انتظار سهام) بر اساس وضعیت فرصت‌های رشد با استفاده از یک نمونه از شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۳ بررسی گردد.

مجموع نتایج بدست آمده از روش‌های آماری بکارگیری شده نشان می‌دهد که تغییر نگرش مدیریت از رویکرد با بیش اطمینانی به رویکرد مدیریت منطقی، تاثیری مثبت بر بازده سهام و

نیز بازده غیرعادی سهام در شرکت‌های مورد بررسی داشته است و منجر به افزایش بازده عادی و افزایش بازده غیرعادی (اضافی) سهام شده است.

نتایج بدست آمده درخصوص تاثیرگذاری تغییر نگرش مدیریت نشان می‌دهد که با تغییر نگرش مدیریت از اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی، بر خلاف انتظار، در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا، شاهد افزایش بازده عادی و افزایش بازده غیرعادی سهام بوده‌ایم. از دیگر نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که با تغییر نگرش مدیریت از اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی، در شرکت‌های با فرصت رشد پایین، شاهد افزایش بازده غیرعادی سهام بوده‌ایم؛ هرچند که این افزایش از لحاظ آماری معنادار نبوده است. همچنین نتایج بدست آمده حاکی از این می‌باشد که با تغییر نگرش مدیریت از اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی، در شرکت‌های با فرصت رشد پایین، به شکل معناداری منجر به افزایش بازده عادی سهام در شرکت‌های با فرصت‌های رشد پایین شده است.

سایر نتایج بدست آمده در خصوص متغیرهای کنترلی تاثیرگذار بر بازده عادی و غیرعادی سهام بیانگر آن است که متغیر ریسک بازده سهام بیشترین تاثیر را بر این متغیرها داشته و با افزایش ریسک بازده، شاهد افزایش بازده عادی و بازده غیرعادی در شرکت‌های نمونه بوده‌ایم.

این پژوهش از لحاظ محتوی با پژوهش‌های ایبر و همکاران (۲۰۱۵) و جنسن و مک لینگ (۲۰۰۸) مطابقت دارد.

بر طبق پژوهش ایبر و همکاران (۲۰۱۵) بیش‌اطمینانی با استفاده از مدل کمپل و همکارانش (۲۰۱۱) در طی دوره ۱۹۹۲ تا ۲۰۱۱ اندازه‌گیری شده است. به طور خلاصه مشاهدات سهام نشان می‌دهد؛ مدیری که دارای ویژگی شخصیتی بیش‌اطمینانی است به طور متوسط دارای میانگین فروش ۱۶,۷ میلیارد دلار بالاتری نسبت به مدیران منطقی با فروش متوسط ۱۴,۵ میلیارد دلار هستند. همچنین مدیر بیش‌اطمینانی دارای میانگین بالاتری در دو نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی ۱,۳۲۷ و نسبت بازده به دارایی‌ها ۱۴,۱٪ می‌باشد در حالی‌که این نسبت‌ها برای مدیر منطقی به ترتیب برابر با ۱,۰۳۹ و ۱۰,۷٪ است. به عبارت دیگر مدیران بیش‌اطمینان، اهرم کمتر، ROA بالاتر، و فروش بالاتر نسبت به مدیران عقلایی کسب کرده‌اند. از این رو، به نظر می‌رسد که مدیران بیش‌اطمینان در این پژوهش در فعالیت‌های افزایش ارزش فعالیت می‌کنند و باعث حفظ ارزش برای حقوق صاحبان سهام و دارندگان اوراق قرضه در شرکت‌های رشدی می‌گردند.

جنسن و مک لینگ (۲۰۰۸) در پژوهشی به بررسی تاثیر ساختار سرمایه، ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود در ایجاد ارزش برای شرکت پرداختند. خلاصه یافته‌ها مبین این بود که اهرم مالی با ارزش شرکت‌هایی که فرصت رشد بیشتری دارند، رابطه منفی و با ارزش شرکت‌هایی که

فرصت رشد کمتری دارند، رابطه مثبت دارد. علاوه بر این، یافته ها نشان داد که بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت، ارتباط غیر خطی وجود دارد.

همچنین از مقایسه نتایج پژوهش حاصله با نتایج پژوهش های انجام شده در ایران می توان به پژوهش های زیر اشاره کرد :

پژوهش مورد نظر با پژوهش داوری (۱۳۹۵)، مام صالحی (۱۳۹۴) و قاسمی و نیکبخت (۱۳۹۴) مطابقت دارد به این صورت که در این پژوهش ها بین اعتماد بیش از حد مدیران و بازده غیرعادی سهام رابطه معناداری وجود دارد و مخارج سرمایه ای بر بازده سهام تأثیر ندارد و همچنین سرمایه گذاری بیش از حد بر بازده سهام تأثیر مثبت و معنی دار دارد. اما پژوهش مورد نظر با پژوهش علی زاده (۱۳۹۴) که متغیر اطمینان بیش از حد مدیریت با استفاده از دو معیار EPS و مخارج سرمایه ای بر بازده غیرعادی سهام مورد سنجش قرار می گیرد مطابقت ندارد. علاوه بر این بر طبق پژوهش انجام شده توسط رضاییان (۱۳۹۶)؛ مدیران بیش اعتماد هم باعث افزایش بازده سهام می شوند و هم ریسک بیشتری تقبل می کنند. همچنین اگر مدیرعامل عضو هیات مدیره باشد، باعث افزایش بازده سهام می شود و ریسک غیرسیستماتیک شرکت بالا می رود. اما اگر مدیرعامل بیش اطمینان و عضو هیات مدیره باشد، تأثیر منفی بر بازده و ریسک غیرسیستماتیک شرکت دارد.

لذا به سرمایه گذاران توصیه می شود، برای سرمایه گذاری در شرکت های مد نظر در کنار سایر اطلاعات، به ویژگی های شخصیتی مدیران شرکت، با توجه به مدل ها و پرسش نامه های مناسب، توجه نمایند و در ارزیابی های خود در مورد شرکت مورد نظرین مساله مهم را مدنظر قرار دهند. با توجه به نتیجه تحقیق حاضر به مجامع شرکت ها توصیه می گردد که در هنگام انتخاب هیئت مدیره شرکت ها توجه ویژه ای به ویژگی های شخصیتی مدیران داشته باشند زیرا بر اساس پژوهش های پیشمار انجام شده این ویژگی ها تأثیرات شگرفی بر وضعیت مالی و عملیاتی شرکت و از قبیل آن واکنش بازار سرمایه دارد.

## یادداشت ها

- 1- Aktas, Christodoulos, & Petmezas
- 2- Iyer, Sankaran, & Nejadmalayeri
- 3- Duellman, Hurwitz, & Sun
- 4- Scherand & Zechman
- 5- Malmendier, Tate, & Yan
- 6- Anwer & Scott
- 7- Adam, Fernando, & Golubeva
- 8- Kim, wang, & zhang
- 9- Ahmad & duellman
- 10- Libby & Rennekamp
- 11- Small Minus Big
- 12- High Minus Low
- 13- Overconfidence Management
- 14- Jensen & Meckling

## کتابنامه

۱. افلاطونی، عباس، (۱۳۹۴)، تجزیه و تحلیل آماری با Eviews در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی، تهران: انتشارات ترمه
۲. حیدری، مهدی، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر عامل رفتاری اعتمادبه نفس بیش از حد مدیریت بر چسبندگی هزینه: نقش تعدیلی عوامل اقتصادی و عوامل مبتنی بر نظریه نمایندگی در آن، مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۲۱(۲): ۱۵۱-۱۷۲.
۳. داوری، فرشاد، (۱۳۹۵)، بررسی ارتباط میان بیش اطمینانی مدیریت و بازده غیرعادی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی.
۴. رضاییان، وحید، (۱۳۹۶)، اثرات اعتماد بیش از حد مدیران بر بازده و ریسک سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد نجف آباد.
۵. علی زاده، ابوزر (۱۳۹۴)، بررسی رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیریت و بازده غیرعادی سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد مرودشت
۶. فروغی، داریوش و زهرا، نخبه فلاح، (۱۳۹۳)، تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه کاری شرطی و غیر شرطی. فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی، ۶(۱): ۲۷ - ۴۴.
۷. فروغی، داریوش و قاسم زاده، پیمان، (۱۳۹۴)، تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک سقوط آبی قیمت سهام، مجله علمی پژوهشی دانش حسابداری مالی، ۳(۲): ۵۵ - ۷۱.
۸. قاسمی، علی و نیکبخت، محمدرضا، (۱۳۹۴)، تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر نوسان بازده غیر متعارف سهام، مطالعات مدیریت و حسابداری، ۱(۱): ۵۴ - ۶۱.
۹. کردستانی، غلامرضا و علوی، سیدمصطفی، (۱۳۸۹)، بررسی شفافیت سود حسابداری بر هزینه سرمایه سهام عادی، مجله بورس اوراق بهادار، ۳(۱۲): ۴۳ - ۶۱.
۱۰. مام صالحی، مهدی و عزیز زاده، پرویز، (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریت بر بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی تحقیقات کاربردی در مدیریت، مهندسی صنایع، اقتصاد و حسابداری با رویکرد توسعه کسب و کار سال.
۱۱. مشایخ، مهناز و بهزادپور، سمیرا، (۱۳۹۳)، تاثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۲۱(۴): ۴۸۵ - ۵۰۴.



۱۲. یوسفی، سمیه، (۱۳۹۵)، بررسی تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ساختار زمانی بدهی‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد واحد باراجین .

13. Ahmed, A. S, & Duellman, S, (2013), Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism, *Journal of Accounting Research*, 51 (1): 1-30.

14. Adam, R.T, Fernando, C.S, Golubeva, E, (2016), Managerial overconfidence and corporate risk management, *Journal of Banking & Finance*, 60(2): 195-208.

15. Aktas, N, Christodoulos, L, Petmezas, D, (2015), Is Cash More Valuable in the Hands of Overconfident CEOs? *Multinational Finance Journal*, 19(1): 95-147.

16. Anwer, S, A., Scote, D, (2012), Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism, *Mays Business School*, number77.

17. Campbell, T.C, Gallmeyer, M., Johnson, S.A, Rutherford, J, and Stanley, B.W, (2011), CEO optimism and forced turnover, *Journal of Financial Economics*, 101(3): 695-712

18. Chen, G, Crossland, C, Luo, S, (2015), making the same mistake all over again: CEO overconfidence and corporate resistance to corrective feedback, *Strategic Management Journal*, 36(3) 113-135.

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

20. Fama, E.F, & K.R. French, (1993), Common Risk Factors in the Returns of Stocks and Bonds, *Journal of Financial Economics* , 33: 3-56.

21. Hackbarth, D, (2008), Managerial traits and capital structure decisions, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43: 843-882.

22. Iyer, S R, Sankaran, H, Nejadmalayeri, A, (2015), CEO Overconfidence and Agency Cost of Debt: Evidence from Voluntary Turnovers, *Working Series Paper*.

23. Jensen, M., & Meckling, W,(1986 ), Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure , *journal of financial Economic*.

24. Kim, J. B, Wang, Z, Zhang, L, (2015), Readability of 10-K Reports and Stock Price Crash Risk, *University of Alberta School of Business Research Paper*, Available at

SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2378586>.

25. Kramer, L.A, & Liao, C.M, (2016), the spillover effects of management overconfidence on analyst forecasts. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 12(4): 79-92.
26. Libby, R, & Rennekamp, K, (2012), Self-Serving Attribution Bias, Overconfidence, and the Issuance of Management Forecasts. *Journal of Accounting Research*, 50(1): 197-231.
27. Malmendier, U, & Tate, G, (2005), CEO overconfidence and corporate investment, *European Financial Management*, 11(5):649-659.
28. Malmendier, U, & Tate, G, (2008), Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction, *Journal of Financial Economics*, 89 (1): 20-43.
29. Malmendier, U, Tate, G, Yan, J, (2011), Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies, *Journal of Finance*, 66(5): 287-333.
30. Myers, S, (1977), Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, 5(1): 146-175.
31. Scherand, C.M, & Zechman, S.L,(2012), Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Financial Misreporting, *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2): 311-329.
32. cott, w,(2009), financial Accounting theory, *printice hall*, 402-431.
33. Stulz, R, (2000), does financial structure matter for economic growth, *a corporate finance perspective*, working paper, Ohio State University.
34. Zafar, N, Urooj, S.F, Durrani, T.K, (2008), Interest rate volatility and stock return and volatility,*European journal of economic* , 14: 1-6.