

تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر ارزش شرکت

داریوش فروغی*

دانشیار گروه حسابداری دانشگاه اصفهان

نرگس موذنی

کارشناس ارشد مدیریت مالی دانشگاه اصفهان

چکیده

هدف این پژوهش بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر ارزش شرکت است. معیار ارزش شرکت بازده تعدیل شده براساس ریسک و نوسان بازده است. برای اندازه‌گیری اطمینان بیش از حد مدیریتی از دو معیار نسبت مخارج سرمایه‌ای و مازاد سرمایه‌گذاری استفاده شده است. در این راستا داده‌های ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازده زمانی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۴ مورد تحلیل قرار گرفت. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیونی چند متغیره به روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که اثر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر بازده تعدیل شده بر اساس ریسک مثبت و معنی دار است. همچنین نتایج مؤید آن است که اطمینان بیش از حد مدیریتی بر نوسان بازده با استفاده از معیار نسبت مخارج سرمایه‌ای از لحاظ آماری تأثیر معناداری ندارد ولی با استفاده از معیار مازاد سرمایه‌گذاری مثبت و معنی دار است.

واژگان کلیدی: اطمینان بیش از حد مدیریتی، مالی رفتاری، بازده تعدیل شده بر مبنای ریسک سهام، نوسان بازده سهام

۱- مقدمه

مدیران هر شرکت با توجه به اختیاراتی که دارند تأثیر عمده‌ای بر سیاست‌های شرکت خواهند داشت و نتیجه آن را در ارزشی که برای شرکت ایجاد می‌کنند، نشان می‌دهند. در پژوهش‌های مالی رفتاری، ارتباط بین رفتارهای مدیریتی و واکنش شرکت نسبت به این رفتارها مورد توجه قرار گرفته است. در این تحقیقات به بررسی تأثیر رفتارهای مدیران، بر روی سیاست‌های سرمایه گذاری، تأمین مالی، تقسیم سود و ارزش شرکت پرداخته شده است. به بیانی، طیف گسترده‌ای از تصمیمات شرکت تحت تأثیر مدیریت است و ویژگی‌های شخصیتی مدیران نیز جز عوامل مهم در تصمیم‌گیری به حساب می‌آید، یکی از ویژگی‌های مهم شخصیتی مدیران، اطمینان بیش از حد است (برتراند و اسکوار^۱، ۲۰۰۳: ۱۱۶۹). مدیران دارای اطمینان بیش از حد، تمایل به بیش از حد برآورد نمودن جریان‌های نقدی آتی پروژه‌های سرمایه گذاری دارند و هم چنین نسبت به عملکرد نهایی این پروژه‌ها خوش بین هستند. (هیتون^۲، ۲۰۰۲: ۳۴؛ مالمندیر و تیت^۳، ۲۰۰۸: ۲۳). اطمینان بیش از حد مدیران با ویژگی‌هایی چون پرداخت سود تقسیمی کمتر توسط آن‌ها، حساسیت شان به سرمایه گذاری جریان‌های نقدی، تأمین مالی خارجی کمتر، سرمایه گذاری بالایشان در صنایع نوآور، ادغام‌های مخرب ارزش شرکت هدف در ادبیات موضوع نشان داده می‌شود (بن دیوید^۴ و همکاران، ۲۰۰۷: دشماخ^۵ و همکاران، ۲۰۱۳: ۴۴۱؛ مالمندیر و تیت، ۲۰۰۵ و ۲۰۰۸؛ مالمندیر و همکاران، ۲۰۱۱؛ هرشلیفر^۶ و همکاران، ۲۰۱۲: ۱۴۵۹). هم چنین می‌توان گفت مدیران با اطمینان بیش از حد احتمال تقلب در ارائه صورت‌های مالی و حتی احتمال وقوع اشتباه در گزارش سود به دلیل نگرش‌های خوش بینانه‌ی مدیریتی بالاتر است (هربار و یانگ^۷، ۲۰۱۵: ۱؛ اسپراند و زچمن^۸، ۲۰۱۲: ۳۱۱). این مدیران با شناسایی فرصت‌های سرمایه گذاری همراه با رشد در صنایع نوآوری چون پتروشیمی، گاز طبیعی و ارتباطات از طریق افزایش هزینه‌های تحقیق و توسعه و پذیرش ریسک این سرمایه گذاری‌ها می‌توانند این فرصت‌ها را به ارزش برای شرکت تبدیل کرده و بازده شرکت را افزایش دهند (هرشلیفر و همکاران ۲۰۱۲: بهاراتی^۹ و همکاران ۲۰۱۶: ۸۹). همچنین با کاهش مشکل سرمایه گذاری کمتر از حد^{۱۰} می‌توانند ارزش شرکت را بالا ببرند. زیرا یک مدیر منطقی ریسک‌گریز در پروژه‌هایی که برای سهامداران دارای مطلوبیت است سرمایه گذاری کمتر از حد انجام می‌دهد و این کمبود سرمایه گذاری، ارزش شرکت را کاهش می‌دهد در حالی که مدیران ریسک‌گریز دارای اطمینان بیش از حد با تخمین بالای اطلاعات خصوصی خود پیرامون این پروژه‌ها مشکل کمبود چنین سرمایه گذاری‌هایی را کاهش داده و برای شرکت ارزش آفرین هستند. (گول و تاکور^{۱۱}، ۲۰۰۸: ۲۷۳۷). هدف این پژوهش آن است که به بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر ارزش شرکت بپردازد.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در الگوی اقتصاد مالی سنتی، فرض می‌شود تصمیم‌گیرندگان رفتار عقلایی دارند و همواره به دنبال حداکثر شدن مطلوبیت خود هستند (هاکبارث، ۲۰۰۷: ۸۵۶). مطالعات متعددی انجام گرفته که نشان می‌دهد مدیران همواره عقلایی رفتار نکرده و تحت تأثیر اطمینان بیش از حد و خوش بینی مفرط ممکن است تصمیماتی اتخاذ کنند که تأثیر مهمی بر فعالیتهای مالی شرکت بگذارد (بیکر^{۱۲} و همکاران، ۲۰۰۷). اطمینان بیش از حد یک ویژگی شخصی است که می‌تواند به صورت اریب رفتاری و داشتن اعتقادات غیر واقعی (مثبت) در رابطه با هر یک از جنبه‌های یک پیشامد در شرایط عدم اطمینان تعریف شود (اسکالا^{۱۳}، ۲۰۰۸). اطمینان بیش از حد مدیر عامل به صورت مستعد بودن مدیر عامل برای پیش بینی بسیار مثبت نتایج یا تخمین بیشتر از حد احتمال وقوع نتایج تعریف می‌شود. مطالعات گول و تاکور (۲۰۰۸: ۲۷۳۸) نشان می‌دهد که اطمینان بیش از حد مدیران ارزش شرکت را به دلیل تخمین بیش از حد اطلاعاتشان کاهش می‌دهد همچنین باعث می‌شود در کسب اطلاعات کمتر سرمایه‌گذاری کرده و در نتیجه در پروژه‌ها بیش از حد سرمایه‌گذاری کنند. البته اطمینان بیش از حد مدیریتی می‌تواند تحت شرایطی منجر به ایجاد منفی برای شرکت گردد. برای مثال، انگیزه ریسک‌پذیری به وسیله مدیران با اطمینان بیش از حد نسبت به سایر مدیران دارای هزینه کمتری است (گروایز^{۱۴} و همکاران ۲۰۱۱: ۱۷۳۵؛ کمپل^{۱۵} و همکاران ۲۰۱۱: ۶۹۵)، چرا که اطمینان بیش از حد مدیران باعث می‌شود تا آن‌ها نوسان را براساس برآورد ذهنی خود، پایین‌تر تخمین بزنند (گروایز و همکاران ۲۰۱۱: گول و تاکور ۲۰۰۸: ۲۷۴۳). بنابراین مدیران با اطمینان بیش از حد خود، متمایل به فعالیت در شرکت‌های با رشد مخاطره‌آمیز هستند زیرا ریسک‌پذیری شان منجر به محافظه‌کاری کمتری در آن‌ها می‌گردد (گروایز و همکاران، ۲۰۱۱: ۱۷۳۵) و ممکن است منجر به تصمیمات بودجه بندی برای سرمایه‌گذاری‌هایی شود که با ریسک بیشتری همراه است، بنابراین مدیران با اطمینان بیش از حد ریسک بیشتری می‌پذیرند و در مقابل نوسان بازده سهام این مدیران بالاتر و بر روی ارزش شرکت تأثیرگذار خواهد بود (بهاراتی و همکاران، ۲۰۱۶: ۹۰).

همچنین مدیران بدون اطمینان بیش از حد ارزش شرکت را به خاطر رد کردن پروژه‌های سودآوری که ثروت سهام‌داران را افزایش می‌دهد، کاهش می‌دهند. این بدین معنی است که میزانی از اطمینان مطلوب برای مدیران ضروری و بیشتر یا کمتر از آن تأثیر منفی بر روی ارزش شرکت خواهد گذاشت (گول و تاکور (۲۰۰۸: ۲۷۳۷). نوسان بازده سهام^{۱۶}، یکی از موضوعات بحث برانگیز مالی است که در سال‌های اخیر مورد توجه پژوهشگران بازار سرمایه در بازارهای نوظهور قرار گرفته است (لیلیداکیس^{۱۷}، ۲۰۰۴). دلیل این گرایش، به ارتباط بین نوسان‌پذیری قیمت و به تبع آن بازده سهام شرکت‌ها و تأثیر آن بر عملکرد مالی شرکت‌ها و همچنین کل اقتصاد برمی‌گردد. از طرف دیگر، سودمندی مطالعه نوسان‌پذیری بازده سهام از طرف سرمایه‌گذاران

از این جهت است که آن‌ها نوسان پذیری بازده سهام را به عنوان معیاری از ریسک در نظر می‌گیرند و همچنین خطی مشی گذاران بازار سرمایه می‌توانند از این معیار به عنوان ابزاری برای اندازه گیری میزان آسیب پذیری بازار سهام استفاده نمایند (ظفر^{۱۸} و همکاران، ۲۰۰۸: ۳).

مرور ادبیات و پژوهش‌های انجام شده در حوزه اطمینان بیش از حد نشان می‌دهد که این عنصر نقش اساسی در سیاست‌های کلیدی شرکت از جمله سیاست‌های تأمین مالی و سرمایه گذاری ایفا می‌کند که این سیاست‌ها بر ارزش شرکت تأثیرگذار خواهند بود. (بهاراتی و همکاران، ۲۰۱۶: ۸۹). اما نکته مهم در تمام تحقیقات ذکر شده این است که هیچ یک به صراحت اعلام نمی‌کنند انتخاب هر یک از سیاست‌های ذکر شده چه تأثیری بر ارزش شرکت می‌گذارد، یعنی آیا ارزش شرکت افزایش یا کاهش می‌یابد؟ در ارتباط با ارزش شرکت و اطمینان بیش از حد مدیریتی دو دیدگاه اصلی بیان شده است. دیدگاه اول توسط هرشلیفر و همکاران (۲۰۱۲) ارائه شده است. آن‌ها معتقد هستند که مدیران با اطمینان بیش از حد می‌توانند فرصت‌های سرمایه گذاری رشدی^{۱۹} را به بهره برداری رسانیده و به ارزش شرکت بیفزایند. دیدگاه دوم توسط چن^{۲۰} و همکاران (۲۰۱۴) ارائه شده است. در این دیدگاه بیان می‌شود که مدیران با اطمینان بیش از حد درصدد هستند تا با افزایش هزینه‌های تحقیق و توسعه ای شرکت شان، بازده غیر عادی در آینده کسب نمایند، دلیل آن را می‌تواند در سه علت ذکر نمود: اولاً افزایش هزینه‌های تحقیق و توسعه ای برای عملکرد شرکت در بلند مدت مفید و سودمند خواهد بود. دوماً واکنش بازار به خبر افزایش هزینه‌های تحقیق توسعه ای مثبت خواهد بود و دلیل آخر این که، هزینه‌های تحقیق و توسعه ای به عنوان نوعی سرمایه گذاری بلند مدت تلقی می‌شود. چرا که این تحقیقات می‌تواند علاوه بر ایجاد اطلاعات مشهود در مورد جریان‌های نقدی آینده شرکت اخبار نامشهودی نیز پیرامون این جریان‌ها آشکار سازند. از این رو به سه دلیل ذکر شده افزایش هزینه‌های تحقیق و توسعه ای بر عملکرد شرکت تأثیر گذار خواهد بود.

نکته مهم این است که زمانی که فرصت‌های رشدی جهت سرمایه گذاری شناخته می‌شود و یا هزینه‌های تحقیق و توسعه ای جهت انجام یک سرمایه گذاری برآورد می‌گردد برای ارزیابی عملکرد شرکت تنها نباید بازدهی طرح‌های سرمایه گذاری در نظر گرفته شود و باید ریسک ایجاد شده در این طرح‌ها نیز مد نظر قرار گرفته و عملکرد بازده بر اساس ریسک تعدیل گردد (بهاراتی و همکاران، ۲۰۱۶: ۹۰). ارزیابی عملکرد در واقع آخرین مرحله از فرآیند مدیریت سرمایه گذاری است که می‌توان آن را به عنوان یک سازوکار کنترلی دانست (اسلامی بیدگلی، ۱۳۸۴). باید توجه داشت که سرمایه گذاری در اوراق بهادار فرآیندی دو بعدی شامل ارزیابی ریسک و بازده سرمایه گذاری می‌باشد. این دو عامل دو روی یک سکه هستند که اگر فردی بخواهد تصمیماتی در این خصوص اتخاذ کند باید هر دو روی سکه را مورد ارزیابی قرار دهد. بنابراین بدون در نظر گرفتن ریسک نمی‌توان صرفاً از طریق بازده به بررسی راه حل‌های

مختلف سرمایه گذاری پرداخت. در ارزیابی عملکرد، میزان بازده کسب شده به تناسب ریسک متحمل شده سنجیده می‌شود و بر این اساس افزایش بازده تعدیل شده براساس ریسک ملاک برتری عملکرد می‌باشد. لذا در ارزیابی عملکرد از مدل‌های تبیین ریسک که نمایانگر بازده مورد انتظار سرمایه گذاران برای دارایی‌های ریسک دار می‌باشد، استفاده می‌گردد (اسلامی بیدگلی و خجسته، ۱۳۸۷). بنابراین گام نخست درسنجش و ارزیابی ارزش شرکت، در نظر گرفتن عملکرد بازده تعدیل شده بر مبنای ریسک سهام شرکت است. از آنجا که افزایش ثروت سهام داران به عنوان هدف اصلی شرکت‌ها مطرح گردیده است، لذا شرکت باید به گونه ای عمل کند که با کسب بازدهی مناسب ثروت سهام‌داران افزایش یابد. از سوی دیگر، بازده سهام در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی سرمایه گذاران موثر خواهد بود، براین اساس شناخت عوامل تأثیرگذار بر بازده سهام از مسائل مهم مطرح شده در فعالیتهای سرمایه گذاری است. پژوهش بهاراتی و همکاران (۲۰۱۶: ۸۹) نشان می‌دهد که یکی از عوامل تأثیرگذار بر بازده سهام، اطمینان بیش از حد مدیریتی است.

هم چنین اخبار منتشره پیرامون افزایش هزینه‌های تحقیق و توسعه ای و فرصت‌های رشدی سرمایه گذاری و ریسکی که ایجاد خواهد کرد بر روی بازدهی تأثیر دارد و میتواند مقدار بازدهی را دچار تغییر و نوسان پذیری سازد و از آنجایی که اطمینان بیش از حد یکی از مهمترین ویژگی‌های شخصیتی مدیران است که بر ریسک پذیری تأثیر می‌گذارد (دوئلن و همکاران، ۲۰۱۵: ۱۵۷) و انگیزش مدیران با اطمینان بیش از حد برای پذیرش ریسک نسبت به مدیران دیگر کم هزینه تر است. (احمد و دوئلن^{۲۱}، ۲۰۱۳؛ گول و تاکور، ۲۰۰۸) لذا به علت پذیرش ریسک بالاتر در این پروژه‌های سرمایه گذاری توسط مدیران با اطمینان بیش از حد امکان نوسان و تغییر بازدهی شرکت شان بیشتر خواهد بود و به نظر می‌رسد که این مسئله بر روی ارزش شرکت هایشان تأثیر گذار خواهد بود (بهاراتی و همکاران، ۲۰۱۶: ۹۱).

۲-۱- پیشینه پژوهش

بهاراتی و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی تحت عنوان «اطمینان مدیران و بازده سهام» به این نتیجه رسیدند که اطمینان بیش از حد مدیران باعث پذیرش ریسک بالاتر، نوسان بازده سهام و بازده تعدیل شده بر اساس ریسک بیشتر شده که این امر منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود. همچنین آن‌ها با بررسی صنایع مختلف به این نتیجه دست پیدا کردند که مدیران مطمئن باعث ایجاد ارزش در هر دو گروه شرکت‌های فعال در صنایع نوآور و شرکت‌های فعال در صنایع غیر نوآور می‌شوند.

هانگ^{۲۲} و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان «اطمینان بیش از حد مدیران و سررسید بدهی‌های شرکت» دریافتند که مدیران با اطمینان بیش از حد، بدهی‌های کوتاه مدت با سررسید ۱۲ ماهه را نسبت به بدهی‌های بلند مدت ترجیح داده و استفاده می‌کنند. همچنین بیان نمودند

که ریسک نقدینگی بالایی جهت ایفای تعهدات و پرداخت بدهی‌های کوتاه مدت توسط مدیران با اطمینان بیش از حد پذیرفته می‌شود.

کیم^{۲۳} و همکاران (۲۰۱۵) با بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر ریسک سقوط سهام دریافتند مدیرانی که دارای اطمینان بیش از حد می‌باشند، بازده ناشی از پروژه‌های سرمایه گذاری را بیش از حد برآورده نموده و برداشت نادرستی از ارزش فعلی خالص منفی این پروژه‌ها داشته و به دنبال توجیه آن‌ها بوده، در نتیجه اخبار بد این پروژه‌ها انباشت می‌شود و منجر به ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود.

دشماخ و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی با عنوان «اطمینان بیش از حد مدیریتی و سیاست‌های تقسیم سود» نشان دادند مدیران با اطمینان بیش از حد، تامین مالی خارجی را گران می‌بینند؛ بنابراین از طریق پایین آوردن میزان سود تقسیمی، منابع مالی را برای احتیاجات سرمایه گذاری آتی استفاده می‌کنند. آن‌ها هم چنین نشان دادند در مورد شرکت‌های با عدم اطمینان و اطمینان بیش از حد، واکنش مثبت بازار به آگهی افزایش سود تقسیمی بیشتر است.

دارابی و زارعی (۱۳۹۶) در پژوهشی با بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر ریسک سقوط قیمت سهام با تأکید بر نقش تعدیل‌کنندگی محافظه کاری حسابداری نشان دادند که بیش اطمینانی مدیریت و محافظه کاری بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر دارد. همچنین محافظه کاری به عنوان متغیر تعدیل‌کننده، اثر منفی بر تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

واحدیان و تاروردی (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی اثر بیش اطمینانی مدیریت بر کیفیت گزارشگری مالی پرداختند که نتایج پژوهش آنان بیان می‌دارد که بین معیار بیش اطمینانی مدیریت با معیارهای خطاهای برآورد اقلام تعهدی ارتباط مثبت و معنی دار و بین بیش اطمینانی مدیریت با معیارهای هموارسازی سود ارتباط مثبت و معنی دار وجود دارد. به عبارت دیگر، وجود خصوصیت بیش اطمینانی در مدیریت منجر به کاهش کیفیت گزارشگری مالی از طریق افزایش هموارسازی سود و کاهش کیفیت اقلام تعهدی می‌شود.

هاشمی و طباطبایی (۱۳۹۵) با بررسی تأثیر متغیرهای منتخب بر رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیریتی و دقت پیش بینی سود نشان دادند که اطمینان بیش از حد مدیریتی بر دقت پیش بینی سود تأثیر منفی و معنادار دارد. هم چنین، خوشبینانه بودن پیش بینی سود سال گذشته و اختیار مدیریتی بر رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیریتی و دقت پیش بینی سود تأثیر منفی و معنی دار اما افق زمانی بر این رابطه اثر مثبت و معنی دار دارند.

حسینی و زیقمی (۱۳۹۴) با بررسی شواهد تجربی از رابطه بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه گذاری به این نتیجه رسیدند که بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه گذاری رابطه معنی دار و مثبتی وجود دارد. هم چنین هزینه‌های نمایندگی بر این رابطه تأثیر معنی داری دارد. یافته‌ها نشان داد

که در شرکت‌های با هزینه نمایندگی بالا در مقایسه با شرکت‌های با هزینه نمایندگی پایین، رابطه قوی‌تر بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه‌گذاری وجود دارد.

فروغی و نخبه فلاح (۱۳۹۳) در پژوهشی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی را بر محافظه‌کاری شرطی و غیر شرطی بررسی نمودند. یافته‌های آن‌ها حاکی از آن است که اطمینان بیش از حد مدیریت موجب کاهش هر دو نوع محافظه‌کاری می‌شود. به این مفهوم که مدیران بیش از حد مطمئن، دارایی‌ها را بیش از حد و بدهی‌ها را کمتر از حد تخمین زده و همچنین درآمدها را به سرعت و زیان‌ها را با تأخیر شناسایی می‌کنند.

توجه به مبانی نظری و بررسی پژوهش‌های انجام شده نشان می‌دهد که در ایران پژوهشی به طور مستقیم تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر ارزش سهام شرکت را مورد بررسی قرار نداده است. از آنجایی که ویژگی‌های شخصیتی مدیران جز عوامل مهم در اتخاذ سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت است که می‌تواند بر عملکرد و ارزش شرکت تأثیرگذار باشد، لذا این پژوهش درصدد بررسی اثر ویژگی‌های شخصیتی بر عملکرد و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران بوده و درصدد آن هست که نشان دهد آیا اثرگذاری اطمینان بیش از حد مدیران در ساختار اقتصادی ایران نیز مشابه این اثرگذاری در سایر کشورها است یا خیر؟.

۲-۲- فرضیه‌های پژوهش

این پژوهش درصدد پاسخ به این سؤال است که آیا اطمینان بیش از حد مدیریتی بر ارزش شرکت تأثیر دارد. لذا در این راستا دو فرضیه تدوین شده است که به شرح زیر است:

فرضیه ۱: اطمینان بیش از حد مدیریتی، بازده تعدیل شده بر اساس ریسک را افزایش می‌دهد.

فرضیه ۲: اطمینان بیش از حد مدیریتی، نوسان بازده سهام را افزایش می‌دهد.

۳- روش پژوهش

با توجه به اینکه نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند در فرآیند تصمیم‌گیری 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 است. برای جمع‌آوری مبانی نظری و متون موضوع پژوهش از روش کتابخانه‌ای و به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیونی چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی برای تجزیه و تحلیل داده‌ها استفاده شده است. داده‌های موردنیاز و اطلاعات مالی به روش اسنادکاو و از طریق مراجعه به صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و بانک اطلاعاتی ره آورد نوین وسایط‌های اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار^{۲۴}، سازمان بورس اوراق بهادار^{۲۵}، شبکه کدال جمع‌آوری^{۲۶} و برای جمع‌بندی و انجام محاسبات و تجزیه و

تحلیل آن‌ها از نرم افزارهای Excell، نسخه ۸ نرم‌افزار Eviews و نسخه ۱۲ نرم‌افزار Stata استفاده شده است.

۳-۱- جامعه و نمونه آماری پژوهش

کلیه ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری این پژوهش در نظر گرفته شده اند. از آنجایی که برای محاسبه متغیرهای پژوهش از اطلاعات یک سال قبل نیز استفاده شده است، داده های مورد نیاز برای دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ جمع آوری و در نهایت آزمون فرضیه ها در قلمرو زمانی سال های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ انجام شد. روش نمونه برداری در این پژوهش مبتنی بر روش حذف سیستماتیک است، بدین منظور کلیه ی شرکت های جامعه ی آماری که دارای شرایط زیر بوده اند، به عنوان نمونه انتخاب شده است:

- ۱- سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.
 - ۲- طی بازه زمانی پژوهش، سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
 - ۳- کلیه داده‌های مورد نیاز پژوهش برای شرکت‌های مورد بررسی موجود و در دسترس باشد.
 - ۴- جز شرکت‌های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی (بانک ها، سرمایه گذاری و لیزینگ) نباشند.
 - ۵- معاملات سهام آن‌ها طی دوره پژوهش، در دوره ۱۲ ماهه محاسبه بازده (از اول مرداد تا پایان تیر سال آینده) بیش از ۳ ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد.
- با اعمال شرایط بالا، تعداد ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند.

۳-۲- مدل های پژوهش

برای آزمون فرضیه اول مطابق با پژوهش بهاراتی و همکاران (۲۰۱۶: ۹۵) از رگرسیون چند متغیره و داده های ترکیبی به شرح رابطه (۱) استفاده شده است. برای آزمون فرضیه اول از ضریب β_1 در سطح اطمینان ۹۵ درصد استفاده می شود. چنانچه این ضریب مثبت و معنی دار باشد، فرضیه اول رد نخواهد شد.

رابطه (۱)

$$ret. per_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 overcon_{i,t-1} + \beta_2 Tobin's Q_{i,t-1} + \beta_3 SALE. GR_{i,t-1} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \beta_6 RET_{i,t-1} + \beta_7 AGE_{i,t-1} + \beta_8 SALE_{i,t-1} + \beta_9 CASH_{i,t-1} + \varepsilon_0$$

که در آن :

$Ret. per_{i,t-1}$ = بازده تعدیل شده بر اساس ریسک که از معیار (JENSEN) برای اندازه گیری آن استفاده شده است.

$OverCon_{i,t-1}$ = متغیر ساختگی اطمینان بیش از حد مدیریتی بوده که از دو معیار ($OverInv_{i,t}$ و $CAPEX_{i,t}$) برای اندازه گیری آن استفاده شده است.

Tobin's $Q_{i,t-1}$ = نسبت مجموع ارزش روز بازار سهام عادی شرکت i و ارزش دفتری کل بدهی‌های شرکت i به ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت i در پایان سال $t-1$

$SALE.GR_{i,t-1}$ = درصد رشد سالانه کل فروش شرکت i در سال $t-1$

$ROA_{i,t-1}$ = نسبت سود عملیاتی بر کل دارایی‌های شرکت i در سال $t-1$

$LEV_{i,t-1}$ = نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i در سال $t-1$

$RET_{i,t-1}$ = میانگین بازده ماهانه سهام شرکت i در سال $t-1$

$AGE_{i,t-1}$ = سن شرکت i در سال $t-1$

$SALE_{i,t-1}$ = فروش خالص شرکت i در سال $t-1$

$CASH_{i,t-1}$ = نسبت وجه نقد شرکت i در سال $t-1$

برای آزمون فرضیه دوم مطابق پژوهش بهاراتی و همکاران (۲۰۱۶: ۹۵)، رابطه (۲) استفاده شده است. برای آزمون فرضیه دوم از ضریب β_1 در سطح اطمینان ۹۵ درصد استفاده می‌شود. چنانچه این ضریب مثبت و معنی دار باشد، فرضیه دوم رد نخواهد شد. رابطه (۲)

$$ret.vol_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 overcon_{i,t-1} + \beta_2 Tobin's Q_{i,t-1} + \beta_3 SALE.GR_{i,t-1} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \beta_6 RET_{i,t-1} + \beta_7 AGE_{i,t-1} + \beta_8 CASH_{i,t-1} + \beta_9 CASH_{i,t-1} + \varepsilon_0$$

که در آن:

$Ret.vol_{i,t}$ = نوسان بازده سهام i در سال t

۳-۳- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها

۳-۳-۱- متغیر وابسته پژوهش

متغیرهای وابسته این پژوهش شامل بازده تعدیل شده بر اساس ریسک و نوسان بازده سهام می‌باشد که نحوه اندازه‌گیری آن به شرح زیر است.

بازده تعدیل شده بر اساس ریسک ($ret.per_{i,t}$): در این پژوهش برای اندازه‌گیری بازده تعدیل شده بر اساس ریسک بر اساس پژوهش جنسن (۱۹۶۷)، کارلس^{۲۷} و همکاران (۲۰۰۹)، طالب‌نیا و همکاران (۱۳۸۷) از معیار بازده تفاضلی جنسن یا آلفای جنسن استفاده شده است. این معیار بر مبنای مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) و به شرح رابطه (۳) قابل اندازه‌گیری است.

$$\bar{r}_{it} - r_{ft} = \alpha_i + \beta_i (\bar{r}_{mt} - r_{ft}) + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۳)}$$

که در این رابطه، $\bar{r}_{i,t}$: میانگین بازده واقعی سهم i در دوره t ، که ابتدا بازده ماهانه هر شرکت طی دوره t محاسبه و سپس میانگین گرفته شد، در این پژوهش بازده سهام بر اساس پژوهش حساس یگانه و حسن نژاد (۱۳۹۴) مطابق رابطه (۴) و برای دوره ۱۲ ماهه منتهی به پایان تیر ماه سال بعد محاسبه شد، که مقادیر بازده از نرم افزار ره آورد نوین استخراج شده است.

$$R_i = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D}{P_{t-1}} \quad \text{رابطه (۴)}$$

که در این رابطه، R_i ، نرخ بازده سالانه سهام، P_t ، قیمت سهام در پایان دوره، P_{t-1} ، قیمت سهام در ابتدای دوره، D ، سود تقسیمی طی دوره

r_f : نرخ بازده بدون ریسک، که بر مبنای نرخ بهره سپرده‌های کوتاه مدت دولتی در طی دوره پژوهش محاسبه می‌شود. از آن جایی که بازده هر شرکت ماهانه می‌باشد این نرخ نیز طبق رابطه (۵) به صورت ماهانه تعدیل می‌گردد.

$$r_f = (1 + i)^{1/12} - 1 \quad \text{رابطه (۵)}$$

در این پژوهش، از نرخ بهره سپرده‌های کوتاه مدت دولتی، به عنوان نرخ بازده بدون ریسک (i) در رابطه (۵) استفاده شده است. به منظور استخراج نرخ بهره سپرده‌های کوتاه مدت دولتی، از بانک اطلاعات سری‌های زمانی اقتصادی بانک مرکزی استفاده شده است.

α_i : آلفای جنسن، که در رابطه (۱) نشان دهنده بازده تعدیل شده بر اساس ریسک شرکت i در سال t است.

β_i : ریسک سیستماتیک سهم i ، که از طریق رابطه (۶) قابل محاسبه است. البته لازم به ذکر است که در این پژوهش برای محاسبه بتای هر شرکت بین بازده ماهانه هر شرکت و بازده ماهانه شاخص بورس اوراق بهادار تهران کوراریانس گرفته شد.

$$\beta_i = \frac{cov(R_i, R_m)}{\delta_{R_m}^2} \quad \text{رابطه (۶)}$$

که در این رابطه، β_i : ریسک سیستماتیک سهم i ، $cov(R_i, R_m)$: کوراریانس بین بازده سهم i و بازده بازار، $\delta_{R_m}^2$: واریانس بازده بازار، $\bar{r}_{m,t}$: میانگین بازده شاخص (بازار) در دوره t ، در این پژوهش، شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران (TEPIX^{TX}) به عنوان نماینده بازده بازار در نظر گرفته شد. لذا، جهت محاسبه شاخص بازار، بازده ماهانه شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران محاسبه شده است.

نوسان بازده سهام ($ret.vol_{i,t}$): برای محاسبه نوسان بازده سهام از انحراف معیار بازده سهام استفاده می‌شود. نحوه محاسبه نوسان بازده سهام مطابق با پژوهش بهاراتی و همکاران (۲۰۱۶: ۹۳) به شرح رابطه (۷) است.

$$\delta_i = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (r_{it} - \bar{r}_{it})^2}{T}} \quad \text{رابطه (۷)}$$

که در این رابطه، δ_i ، انحراف معیار بازده سالانه سهام که براساس پژوهش بهاراتی و همکاران (۲۰۱۶) نوسان بازده شرکت i را طی هر سال نشان می‌دهد، $r_{i,t}$: بازده ماهانه سهم i در ماه t می‌باشد، T : تعداد بازده ماهانه مشاهده شده در طی سال مالی، $\bar{r}_{i,t}$: میانگین حسابی بازده ماهانه سهم i در طی سال t که به شرح رابطه (۸) محاسبه شده است.

تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر ارزش شرکت/۷۵

$$\bar{r}_{i,t} = \frac{\sum_{t=1}^T r_{i,t}}{T} \quad \text{رابطه (۸)}$$

که در این رابطه بازده هر ماه در طول سال محاسبه شده و سپس حاصل جمع بازده ماهانه بر تعداد بازده ماهانه مشاهده شده تقسیم شده تا میانگین بازده ماهانه شرکت به دست آید.

۳-۳-۲- متغیر مستقل پژوهش

متغیر مستقل این پژوهش اطمینان بیش از حد مدیریتی است. مطابق با تحقیق احمد و دوئلن (۲۰۱۳) و فروغی و نخبه فلاح (۱۳۹۳) برای اندازه گیری اطمینان بیش از حد مدیریتی (OverCon) از دو معیار $CAPEX_{i,t}$ و $OverInv_{i,t}$ که مرتبط با سرمایه گذاری هستند، استفاده شده است.

معیار اول اطمینان بیش از حد مدیریتی، $CAPEX_{i,t}$: مطابق پژوهش احمد و دوئلن (۲۰۱۳) و به استناد پژوهش بن دیوید و همکاران (۲۰۱۰) و مالمدیر و تیت (۲۰۰۵) عبارت است از نسبت مخارج سرمایه ای شرکت در سال t به کل دارایی های شرکت در پایان سال $t-1$ ، که بر اساس رابطه (۹) محاسبه شده است.

$$CAPEX_{i,t}: \quad \left(\frac{C}{A}\right)_t = \frac{C.E_t}{TA_{t-1}} \quad \text{رابطه (۹)}$$

که در این رابطه:

$C.E_t$: مخارج سرمایه ای، مبالغی که صرف خرید یا بهبود و ارتقای دارایی های سرمایه ای مانند ماشین آلات، ساختمان های تجاری و تولیدی، وسایل نقلیه و غیره در سال t می شود و بر اساس مطالعه لولن و بدریناس^{۲۹} (۱۹۹۷)، از تفاوت خالص ارزش دفتری دارایی های ثابت در ابتدا و پایان دوره به علاوه هزینه استهلاک محاسبه می گردد، TA_{t-1} : کل دارایی ها در پایان سال $t-1$ است.

$CAPEX_{i,t}$ یک متغیر ساختگی بوده که در صورتی که نسبت مخارج سرمایه ای شرکت I در دوره مالی t بیشتر از میانه نسبت مخارج سرمایه ای همان دوره شرکت های صنعت مربوطه عضو نمونه باشد، بیانگر اطمینان بیش از حد مدیریتی بوده و $CAPEX_{i,t}$ عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر را اختیار می نماید.

معیار دوم، $OverInv_{i,t}$ ، مطابق با پژوهش احمد و دوئلن (۲۰۱۳) و اسپراند و زچمن (۲۰۱۱) عبارت است از مفهوم مازاد سرمایه گذاری که از رگرسیون رشد دارایی ها نسبت به رشد فروش در سطح صنعت به شرح رابطه (۱۰) به دست می آید و در صورتی که باقی مانده رابطه (۸) برای شرکتی مثبت باشد به این معناست که در آن شرکت سرمایه گذاری بیش از حد انجام شده و برای متغیر $OverInv_{i,t}$ عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر لحاظ شده است.

$$ASSET.GR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SALES.GR_{i,t} + \varepsilon_t \quad \text{رابطه (۱۰)}$$

که در این رابطه، $ASSET.GR_{i,t}$ ، عبارت است از رشد دارایی های جاری شرکت i در سال t نسبت به سال $t-1$ ، $SALE.GR_{i,t}$ ، عبارت است از رشد فروش شرکت i در سال t نسبت به سال $t-1$ و ε_t ، باقی مانده مدل است.

۳-۳-۳- متغیرهای کنترلی پژوهش

متغیرهای کنترلی این پژوهش به پیروی از بهاراتی و همکاران (۲۰۱۶) به شرح زیر می باشند:

نسبت Q توبین ($TOBIN, Q_{i,t-1}$): نسبت مجموع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری بدهی ها به ارزش دفتری دارایی های شرکت i در سال $t-1$

درصد رشد سالانه کل فروش ($SALE.GR_{i,t-1}$): عبارت است از رشد فروش شرکت i در سال t نسبت به سال $t-1$

نرخ بازده دارایی ها ($ROA_{i,t-1}$): نسبت سود عملیاتی بر مجموع دارایی های شرکت i در سال $t-1$

اهرم مالی ($LEV_{i,t-1}$): نسبت کل بدهی های جاری و بلند مدت بر کل دارایی های شرکت i در سال $t-1$

میانگین بازده ماهانه سهام ($Ret_{i,t-1}$): میانگین بازده ماهانه شرکت i در سال $t-1$

فروش خالص ($SALE_{i,t-1}$): لگاریتم طبیعی فروش خالص شرکت i در سال $t-1$

سن شرکت ($AGE_{i,t-1}$): که از تفاوت بین سال جاری و سالی که شرکت در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده است به دست می آید.

نسبت وجه نقد ($CASH_{i,t-1}$): نسبت مجموع وجوه نقد و سرمایه گذاری کوتاه مدت به کل دارایی های شرکت i در سال $t-1$

۴- یافته های پژوهش

۴-۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آمار توصیفی پژوهش حاضر به شرح نگاره (۱) می باشد.

نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

عنوان متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
سن شرکت	AGE	۱۷/۱۴۴۴	۱۶/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۴۸/۰۰۰۰	۸/۹۳۰۹
فروش خالص	SALELN	۱۳/۷۸۳۱	۱۳/۶۷۷۹	۱۰/۰۷۹۵	۱۸/۹۳۶۲	۱/۵۵۸۸
میانگین بازده ماهانه	RET	-۰/۰۳۲۷	-۰/۰۰۰۴	-۰/۳۶۴۴	-۰/۷۷۱۲	-۰/۱۴۵۳
اهرم مالی	LEV	-۰/۵۸۴۳	-۰/۵۸۸۳	-۰/۰۸۹۱	۱/۳۳۳۰	-۰/۱۹۹۸
نرخ بازده دارایی	ROA	-۰/۱۵۴۶	-۰/۱۳۲۴	-۰/۱۹۷۶	-۰/۶۳۹۲	-۰/۱۲۴۱
نسبت Q تویین	TOBIN	۱/۵۹۶۳	۱/۳۸۳۳	۰/۶۷۳۲	۶/۵۳۳۸	۰/۶۸۰۵
درصد رشد سالانه کل فروش	SALEGRLN	-۰/۱۱۴۱	-۰/۱۲۹۱	-۱/۳۳۲۸	۲/۱۶۳۹	-۰/۳۰۷۷
نوسان بازده سهام	VOL	-۰/۱۲۹۴	-۰/۱۱۵۳	-۰/۰۱۱۳	-۰/۵۹۰۱	-۰/۰۷۲۵
نسبت وجه نقد	CASH	-۰/۰۵۸۸	-۰/۰۳۹۷	-۰/۰۰۰۷	-۰/۴۷۷۴	-۰/۰۶۳۴
معیار جنسن	ALPHA	-۰/۰۳۱۶	-۰/۰۱۸۷	-۰/۱۰۲۲	-۰/۳۴۸۱	-۰/۰۶۶۱

همان طور که در جدول فوق می توان مشاهده نمود؛ میانگین معیار جنسن (ALPHA)، $-۰/۰۳۱۶$ می باشد. این نتیجه نشان می دهد شرکت های نمونه بازده تعدیل شده ای در حدود ۳ درصدی را کسب نموده اند. از طرفی هم چنین میانگین نوسان بازده سهام $-۰/۱۲۴۱$ است، که نشان می دهد شرکت های نمونه به طور میانگین ۱۲ درصد ریسک پذیری دارند. میانگین فروش خالص $۱۳/۷۸۳۱$ و میانگین درصد رشد سالانه کل فروش شرکت های نمونه $۰/۱۱۴۱$ می باشد که هر دو نزدیک به مقدار میانه آن می باشد. نزدیک بودن مقادیر میانگین و میانه در جدول (۱) بیانگر این است که متغیرهای پژوهش از توزیع مناسبی برخوردار بوده و با توجه به اینکه انحراف معیار هیچ کدام صفر نمی باشد، از این رو می توان از آن ها در مدل رگرسیونی استفاده کرد.

۴-۲- نتایج آزمون فرضیه ها

در این پژوهش برای تعیین نوع داده های ترکیبی از آزمون F لیمر استفاده شد و مشخص گردید که داده ها از نوع تابلویی هستند. قبل از اینکه نتایج حاصل از برآورد این مدل ها ارائه شود، مفروضات رگرسیون خطی کلاسیک بررسی شده است. براساس نتایج حاصل از بررسی مفروضات رگرسیون خطی کلاسیک تنها فرض همسانی واریانس رد شد و برای رفع آن از روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده است.

۴-۲-۱- آزمون فرضیه اول

فرضیه نخست این پژوهش بدین صورت است که «اطمینان بیش از حد مدیریتی بازده تعدیل شده بر اساس ریسک را افزایش می‌دهد.» در این پژوهش برای آزمون فرضیه اول، از معیار جنسن (آلفای جنسن) برای بازده تعدیل شده بر اساس ریسک و دو معیار مازاد سرمایه گذاری (Overinv) و نسبت مخارج سرمایه ای (Capex) برای اطمینان بیش از حد مدیریتی استفاده شده است. نگاره (۲) نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول را نشان می‌دهد.

نگاره (۲) : نتایج مربوط به آزمون فرضیه اول

معیار دوم OVERINV		معیار اول CAPEX		متغیر	نام متغیر
P-Value	ضریب	P-Value	ضریب	نماد	
۰/۰۰۰۸	۰/۳۴۲۵	۰/۰۰۰۰	۰/۳۰۷۰	C	عرض از مبدا
۰/۰۱۷۸	۰/۰۰۹۶	۰/۰۲۷۶	۰/۰۰۵۰	OVERINV	اطمینان بیش از حد
۰/۰۱۰۱	-۰/۰۰۴۶	۰/۰۲۵۰	-۰/۰۰۴۷	AGE	سن شرکت
۰/۵۹۷۹	۰/۰۲۰۱	۰/۵۷۵۸	۰/۰۲۵۷	CASH	نسبت وجه نقد
۰/۵۸۹۶	-۰/۰۱۲۹	۰/۴۸۰۶	۰/۰۱۷۳	LEV	اهرم مالی
۰/۰۱۶۸	۰/۰۳۵۵	۰/۳۱۷۸	۰/۰۳۵۹	RET	میانگین بازده ماهانه
۰/۷۵۰۸	۰/۰۱۱۹	۰/۶۴۰۴	۰/۰۱۸۸	ROA	نرخ بازده دارایی
۰/۰۰۱۷	-۰/۰۲۶۷	۰/۰۰۰۹	۰/۰۲۴۶	SALEGRLN	درصد رشد سالانه کل فروش
۰/۰۰۴۱	-۰/۰۲۶۴	۰/۰۰۰۳	-۰/۰۲۳۹	SALELN	فروش خالص
۰/۰۰۰۰	۰/۰۷۰۸	۰/۰۰۰۰	۰/۰۷۲۱	TOBIN	نسبت Q توبین
	-۰/۳۹۱۲		-۰/۳۹۲۲		ضریب تعیین تعدیل شده
	(۰/۰۰۰۰)۵/۱۲۵۲		(۰/۰۰۰۰)۵/۱۴۱۶		آماره F (P-Value)

با توجه به اینکه P-Value محاسبه شده برای آماره F هر دو معیار کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، می‌توان نتیجه گرفت که مدل پژوهش معنادار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده برای هر دو معیار ۳۹ درصد است، که نشان می‌دهد ۳۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته را مجموعه متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح می‌دهند. نتایج مندرج در جدول (۲) نشان می‌دهد که ضریب برآوردی برای متغیر اطمینان بیش از حد مدیریتی با استفاده از معیار اول ۰/۰۰۵۰ و با استفاده از معیار دوم ۰/۰۰۹۶ و P-Value محاسبه شده برای هر دو معیار کمتر از سطح خطای ۵ درصد است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که در سطح اطمینان ۹۵ درصد اطمینان بیش از حد مدیریتی بر بازده تعدیل شده بر اساس ریسک تأثیر مثبت و معناداری دارد و لذا فرضیه نخست پژوهش رد نمی‌شود.

۴-۲-۲- آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم این پژوهش بدین صورت است که «اطمینان بیش از حد مدیریتی، نوسان بازده سهام را افزایش می‌دهد.» نگاره (۳) نتایج این آزمون را نشان می‌دهد.
نگاره (۳): نتایج مربوط به آزمون فرضیه دوم

معیار دوم OVERINV		معیار اول CAPEX		نماد	نام متغیر
P-Value	ضریب	P-Value	ضریب		
۰/۲۸۴۴	۰/۱۱۲۹	۰/۴۸۸۳	۰/۰۷۳۸	C	عرض از مبدا
۰/۰۰۳۱	۰/۰۱۱۶	۰/۷۰۵۰	-۰/۰۰۱۶	OVERINV	اطمینان بیش از حد
۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۷۲	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۷۱	AGE	سن شرکت
۰/۴۵۳۸	۰/۰۲۸۷	۰/۴۴۲۱	۰/۰۲۹۷	CASH	نسبت وجه نقد
۰/۸۷۵۴	-۰/۰۰۳۹	۰/۹۸۵۲	۰/۰۰۰۴	LEV	اهرم مالی
۰/۰۰۰۰	۰/۰۷۱۴	۰/۰۰۰۰	۰/۰۷۰۳	RET	میانگین بازده ماهانه
۰/۰۰۲۵	-۰/۰۱۲۱	۰/۰۰۲۸	-۰/۱۲۰۹	ROA	نرخ بازده دارایی
۰/۰۰۰۰	۰/۰۳۴۵	۰/۰۰۰۱	۰/۰۳۲۷	SALEGRLN	درصد رشد سالانه کل فروش
۰/۱۸۵۰	-۰/۰۱۲۶	۰/۳۲۶۴	-۰/۰۰۰۹	SALELN	فروش خالص
۰/۰۰۰۰	۰/۰۴۵۴	۰/۰۰۰۰	۰/۰۴۶۹	TOBIN	نسبت Q توبین
	۰/۳۶۶۰		۰/۳۵۳۴		ضریب تعیین تعدیل شده
	(۰/۰۰۰۰) ۴/۷۰۶۳		(۰/۰۰۰۰) ۴/۵۰۹۴		آماره F (P-Value)

با توجه به اینکه P-Value محاسبه شده برای آماره F هر دو معیار کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، می‌توان نتیجه گرفت که مدل پژوهش معنادار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده برای هر دو معیار حدود ۳۶ درصد است، که نشان می‌دهد ۳۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته را مجموعه متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح می‌دهند. نتایج مندرج در نگاره (۳) نشان می‌دهد که ضریب برآوردی برای متغیر اطمینان بیش از حد مدیریتی با استفاده از معیار اول $-۰/۰۰۱۶$ و با استفاده از معیار دوم $۰/۰۱۱۶$ و P-Value محاسبه شده برای معیار اول بیشتر از سطح خطای ۵ درصد و برای معیار دوم کمتر از سطح خطای ۵ درصد است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که در سطح اطمینان ۹۵ درصد اطمینان بیش از حد مدیریتی بر نوسان بازده با استفاده از معیار نسبت مخارج سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری ندارد و اما با استفاده از معیار مازاد سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد.

۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

ارزیابی عملکرد در واقع آخرین مرحله از فرآیند مدیریت سرمایه‌گذاری است. در ارزیابی عملکرد میزان بازده کسب شده به تناسب ریسک متحمل شده سنجیده می‌شود و بر این اساس، افزایش بازده تعدیل شده بر اساس ریسک ملاک برتری عملکرد می‌باشد. واحدهای تجاری

همواره با فرصت‌های زیادی مواجه می‌شوند که نیازمند تصمیم‌گیری منطقی در مورد یک سرمایه‌گذاری بهینه برای واحد تجاری است. در واقع مسئله اصلی در مورد این تصمیم‌گیری، نتیجه و تأثیر آن بر ارزش واحد تجاری می‌باشد. مدیران واحد تجاری با توجه به اختیاراتی که دارند تأثیر عمده‌ای بر این تصمیمات خواهند داشت. ویژگی‌های شخصیتی مدیران از جمله اطمینان بیش از حد که نوعی تورش رفتاری در ادبیات مالی مدرن محسوب می‌گردد از جمله عوامل مهم در تصمیم‌گیری به حساب می‌آید. مدیران با اطمینان بیش از حد با شناسایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری همراه با رشد در صنایع نوآور و پذیرش ریسک این سرمایه‌گذاری‌ها می‌توانند برای واحد تجاری ارزش ایجاد کرده و عملکرد بازده را افزایش دهند. این مدیران با پذیرش ریسک پروژه‌های سرمایه‌گذاری که برای سهام‌داران مطلوبیت ایجاد می‌کند، مشکل سرمایه‌گذاری کمتر از حد را کاهش داده و برای شرکت ارزش آفرینی می‌کنند. زیرا نسبت به سودها و جریان‌های نقدی آتی سرمایه‌گذاری خوش بین‌اند و چشم‌انداز مثبتی از ریسک و بازده آتی آن دارند و احتمال و تأثیر رویدادهای منفی را کمتر از واقع ارزیابی می‌کنند.

همچنین مدیران با اطمینان بیش از حد درصدد هستند تا با افزایش هزینه‌های تحقیق و توسعه‌ای واحد تجاری خود، بازده غیرعادی کسب نمایند و عملکرد آتی بازده را بهبود بخشند. انگیزه ریسک‌پذیری مدیران دارای اطمینان بیش از حد منجر به تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌شود که در مقابل نوسان بازده سهام را در پی خواهد داشت و انتظار می‌رود این نوسانات بر ارزش شرکت تأثیرگذار باشد. براین اساس، دو فرضیه تدوین شد. فرضیه اول مبنی بر اثر مثبت و معنی‌دار اطمینان بیش از حد بر بازده تعدیل شده بر اساس ریسک، رد نشد. این به معنای این است که مدیران دارای اطمینان بیش از حد با شناسایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و پذیرش ریسک این سرمایه‌گذاری‌ها می‌توانند عملکرد بازده تعدیل شده را افزایش دهند. نتایج آزمون این فرضیه با نتایج حاصل از پژوهش بهاراتی و همکاران (۲۰۱۶)، هرشلیفر و همکاران (۲۰۱۲)، چن و همکاران (۲۰۱۴)، گول و تاکور (۲۰۰۸)، گروایز و همکاران (۲۰۱۱) سازگار است.

فرضیه دوم مبنی بر اینکه اطمینان بیش از حد مدیریتی نوسان بازده را افزایش می‌دهد بر اساس معیار نسبت مخارج سرمایه‌ای رد شد. این نتیجه با مبانی تئوریک آن مبنی بر این که به علت پذیرش ریسک بالاتر پروژه‌های سرمایه‌گذاری توسط مدیران با اطمینان بیش از حد، نوسان و تغییر بازدهی شرکت شان بیشتر خواهد بود، ناسازگار است. با توجه به شرایط اقتصادی ایران و شیوه تأمین مالی برای پروژه‌های سرمایه‌گذاری در بسیاری از موارد تصمیم‌گیری در زمینه مخارج سرمایه‌ای می‌تواند تابع عوامل و ضوابطی باشد که الزاماً مورد نظر مدیران نیست و این امر به نظر می‌رسد می‌تواند دلیلی بر رد فرضیه دوم برای معیار مخارج سرمایه‌ای باشد. اما فرضیه دوم با بکارگیری معیار مازاد سرمایه‌گذاری رد نمی‌شود، که نشان‌دهنده این است که با افزایش اطمینان بیش از حد مدیریتی برحسب معیار مازاد سرمایه‌گذاری، نوسان بازده سهام

افزایش می‌یابد. به بیان دیگر مدیران دارای اطمینان بیش از حد با پذیرش ریسک مازاد سرمایه گذاری تصمیماتی خواهند گرفت که نوسان پذیری بازده سهام را در پی خواهد داشت. نتایج آزمون این فرضیه برحسب معیار دوم با نتایج حاصل از پژوهش بهاراتی و همکاران (۲۰۱۶)، هرشلیفر و همکاران (۲۰۱۲)، چن و همکاران (۲۰۱۴) سازگار است.

بر مبنای یافته‌های حاصل از این پژوهش وجود ویژگی اطمینان بیش از حد مدیران، تأثیر مثبت بر بازده تعدیل شده بر مبنای ریسک دارد، یعنی نشانگر عملکرد بالاتر این مدیران است. بنابراین به سرمایه گذاران و سهام داران پیشنهاد می‌شود در انتخاب سهام به مدیران شرکت‌های انتخابی خود توجه داشته باشند زیرا مدیران دارای اطمینان بیش از حد در پروژه‌هایی سرمایه گذاری می‌کنند که متناسب با ریسک پذیرفته شده بازدهی کسب می‌نمایند. هم چنین بر مبنای یافته‌های این پژوهش وجود اطمینان بیش از حد معقول در مدیران ریسک پذیری شان را افزایش داده و سبب پذیرش پروژه‌های سرمایه گذاری بیشتری توسط آن‌ها می‌شود که می‌تواند عملکرد آتی را بهبود بخشد. بنابراین به سرمایه گذاران توصیه می‌شود که به سهام چنین شرکت‌هایی توجه داشته باشند.

معیارهای گوناگونی برای اندازه گیری اطمینان بیش از حد وجود دارد که در این پژوهش تنها از دو معیار مخارج سرمایه ای و مازاد سرمایه گذاری استفاده شده است، پیشنهاد می‌شود در مطالعات آتی، اطمینان بیش از حد با استفاده از سایر معیارهای قابل اجرا در ایران اندازه گیری شود. همچنین مدل‌های این پژوهش برای تمام صنایع عضو نمونه آماری به صورت یکجا برآورد شده است. از این رو پیشنهاد می‌شود در مطالعات آتی هر یک از مدل‌های این پژوهش برای صنایع مختلف به تفکیک برآورد شود.

یادداشت‌ها

- 1- Bertrand & Schoar
- 2- Heaton
- 3- Malmendier & Tate
- 4- Ben-David
- 5- Deshmukh
- 6- Hirshleifer
- 7- Hirbar & Yang
- 8- Schrand & Zechman
- 9- Bharati
- 10- Underinvestment
- 11- Goal & Thakor
- 12- Baker
- 13- Skala
- 14- Gervais
- 15- Campbell
- 16- Stock return volatility
- 17- Leledakis
- 18- Zafar
- 19- Growth opportunities
- 20- Chen
- 21- Ahmed & Duellman
- 22- Huang
- 23- Kim
- 24- Wwww.Rdis.ir
- 25- Wwww.Seo.ir
- 26- Wwww.Codal.ir
- 27- Carles
- 28- Tehran Exchange Price Index
- 29- Lewellen & Badrinath

کتابنامه

۱. اسلامی بیدگلی، غلامرضا و خجسته، علیرضا. (۱۳۸۷). بهبود عملکرد پرتفوی بر مبنای بازده تعدیل شده براساس ریسک در سرمایه‌گذاری مبتنی بر بهره‌وری سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران ۱۳۷۹-۱۳۸۶، *تحقیقات مالی*، ۱۰(۲۵): ۳-۲۰.
۲. اسلامی بیدگلی، غلامرضا، تهرانی، رضا و شیرازیان، زهرا. (۱۳۸۴). بررسی رابطه میان عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر اساس سه شاخص شارپ، ترینر و جنسن با اندازه (ارزش بازاری) و نقد شوندگی آن‌ها. *تحقیقات مالی*، ۱۹: ۳-۲۴.
۳. حسینی، محمد، ذقیبی، الناز. (۱۳۹۴). شواهدی تجربی از رابطه بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه‌گذاری. *فصلنامه بورس اوراق بهادار تهران*، ۸(۲۳): ۷۳-۹۷.
۴. دارابی، رویا و زارعی، علی. (۱۳۹۶). تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر ریسک سقوط قیمت سهام: با تأکید بر نقش تعدیل‌کنندگی محافظه‌کاری حسابداری. *مجله علمی پژوهشی دانش حسابداری مالی*، ۴(۱): ۱۲۱-۱۳۹.
۵. فروغی، داریوش و نخبه‌فلاح، زهرا. (۱۳۹۳). تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری شرطی و غیر شرطی. *فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۶(۱): ۳-۷.
۶. واحدیان، سعید و تاری وردی، یدالله. (۱۳۹۵). تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر کیفیت گزارشگری مالی. اولین کنفرانس بین‌المللی دستاوردهای نوین پژوهشی در مدیریت، حسابداری و اقتصاد، دانشگاه صنعتی امیرکبیر، ۵(۱): ۵-۷.
۷. هاشمی، عباس و طباطبایی، زهرا (۱۳۹۵). تأثیر متغیرهای منتخب بر رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیریتی و دقت پیش‌بینی سود. *مجله علمی پژوهشی دانش حسابداری مالی*، ۳(۴): ۱-۲۲.

8. Ahmed, A.S., Duellman, S. (2013). CEO confidence and stock return. *Journal of Accounting Research*. 51(1), 1-30.

9. Ben-David, I., Graham, J.R., Harvey, C.R., (2007). Managerial overconfidence and corporate policies. *NBER Working Paper* No. 13711.

10. Bertrand, M. Schoar, A. (2003). Managing with style: the effect of managers and corporate policy. *Quarterly Journal of Economics*. 118, 1169-1208.

11. Bharati, R., Doellman, T., Fu, X., (2016). CEO confidence and stock return. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*. 12, 89-110.

12. Billet, M.T. Qian, Y. (2008). Are overconfident CEOs born or made? Evidence of self-attribution bias from frequent acquirers. *Management Sci.* 54, 1037-1051.

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

14. Chen, S.S. Ho, K.Y. Ho, P.H. (2014). CEO overconfidence and long-term performance following R&D increases. *Financial Management*. 43, 245-471.
15. Deshmukh, S., Goel, A.M., Howe, K.M. (2013). CEO overconfidence and dividend Policy. *Journal of Intermediation*. 22(3), 440-463.
16. Gervaise, S., Heaton, J.B., Odean, T. (2011). Overconfidence xompensation contracts, and capital budgeting. *Journal of Finance*. 66(5), 1735-1777.
17. Goal, A.M, Thakor, A.V., (2008). Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. *Journal of Finance*. 63(6), 2737-2784.
18. Heaton, J. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*. 31(2), 33-45.
19. Hirshleifer, Do, Low, A., Toeh, S.H, (2012). Are overconfident CEO's better innovators? . *Journal of Finance*. 67(4), 1457-1498.
20. Hribar, P., Yang, H. (2015). Dose CEO Overconfidence affect management forecasting and subsequent earnings management? . *Working Paper*. University of Iowa.
21. Huang, R., Keng Tan, K.J., W.Faff, R., (2016). CEO overconfidence and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance*. 36, 93-110.
22. Kim, J.B., Wang, Z., Zhang, L. (2015). "CEO overconfidence and stock price crach risk". *Working paper*, online; <http://www.ssrn.com>
23. Leledakis, G.N. (2004). Dose firm size predict stock return? Evidence from the LONDON stock exchange. University of Warwick. Department of Economics. *Working parer series*.
24. Malmendier, U., Tate, G., (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Finance*. 60, 2661-2700.
25. Malmendier, U., Tate, G., (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*. 89, 20-43.
26. Malmendier, U., Tate, G., Yan, J., (2011). Overconfidence and early-life experiance the effect of managerial traits on corporate financial policies. *Journal of Finance*. 66, 1687-1733.
27. Schrand, C.M., Zechman, S.L, (2011). Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics*. 53(1), 311-329.
28. Skala, D. (2008). Overconfidence in psychology and finance an interdisciplinary literature review. *Bank i krydyt*. 4, 33-500.
29. Zafar, N., Urooj, S.F., Durrani, T.K. (2008). Intrest rate volatility and stock return and volatility. *European Journal of Economic*. 14, 1-6.