

## تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر ریسک و بازده سهام

سید فخرالدین فخرحسینی<sup>۱</sup>، میثم کاویانی<sup>۲</sup>، زینب منتظری<sup>۳</sup>

<sup>۱</sup> استادیار گروه مدیریت، واحد تنکابن، دانشگاه آزاد اسلامی (نویسنده‌ی مسئول)

<sup>۲</sup> دانشجوی دکترای مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی

<sup>۳</sup> دانشجوی ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد لاهیجان

---

### چکیده

اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، یک ویژگی رفتاری مثبت است که بر اساس آن مدیران اعتقاد دارند، نگهداری منابع اضافی در راستای تأمین بهتر منافع سهامداران است. در پژوهش حاضر با تمرکز بر ویژگی رفتاری اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر نقش آن در ریسک و بازده سهام پرداخته شده است. لذا هدف از این تحقیق بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر ریسک و بازده سهام می‌باشد. بر این اساس اطلاعات مالی ۱۸۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۴ مورد آزمون قرار گرفت. نتایج نشان دهنده این می‌باشد که اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر بازده سهام شرکت تأثیر منفی و معنادار دارد در حالی که بر ریسک سهام تأثیر مثبت و معنادار دارد.

---

**واژه‌های کلیدی:** اعتماد به نفس مدیران ارشد، ریسک، بازده

---

## ۱- مقدمه

در مبانی نظری، گرایش به بیش اعتمادی و خوش بینی بطور کلی با هم مورد بررسی قرار گرفته است. برای بررسیهای تحلیلی، بیش اعتمادی و خوش بینی در برخی مطالعات نیز با هم مورد بحث قرار گرفته اند. گرایش خوش بینی بعنوان تمایل افراد به احتمال وقوع حوادث مثبت و تخمین کمتر احتمال وقوع حوادث منفی تعریف شده است بیش اعتمادی مدیران معانی مختلفی را در حوزه مالی در بر می گیرد. اغلب مدیران فکر می کنند احتمال موفقیت شرکت خودشان نسبت به سایر شرکت ها بیشتر است (قاسمی و همکاران، ۱۳۹۴). به چنین مدیرانی که احتمال موفقیت شرکت خودشان را نسبت به سایر شرکت ها بیشتر می دانند، بیش اعتماد گفته می شود. مدیر بیش اعتماد، دوره طولانی تری را برای تداوم فعالیتهای شرکت خودش اختصاص می دهد تا سایر شرکتها و اینگونه مدیران در مورد هزینه های سرمایه گذاری خوش بین هستند. بنابراین هزینه ها را کمتر از واقع و بازده حاصل از سرمایه گذاری را بیش از حد تخمین می زنند. این بیش اعتمادی مدیران در پیش بینی هزینه ها و فروش نیز اعمال شده است. مدیران در امر تحصیل و ادغام با خوش بینی زیاد و بیش اعتمادی، سود مالکیت شان را بیش از حد تخمین می زنند که این امر در ادغام و تحصیل می تواند توضیح دهنده زیانهای آتی باشد. در کنار مدیران بیش اعتماد، مدیران غیرمنطقی 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 غیرمنطقی مسئولیت تخریب ارزش شرکت را به عهده می گیرند (آنور و اسکوت<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲). یکی از مباحث بحث برانگیز که در سالهای اخیر، مورد توجه محققان بازار سرمایه در بازارهای نوظهور قرار گرفته است، بحث تغییرات بازده سهام می باشد (قاسمی و همکاران، ۱۳۹۴). فایده مندی مطالعه تغییرات بازده سهام از طرف سرمایه گذاران از این بابت می باشد که از منظر آنان، تغییرات بازده سهام بعنوان معیاری از ریسک می باشد و همچنین خط مشی سرمایه گذاران بازار سرمایه می تواند از این معیار بعنوان ابزاری برای اندازه گیری میزان آسیب پذیری بازار سهام استفاده نمایند. از طرفی نوسان پذیری بازده سهام، یکی از موضوعات بحث برانگیز مالی است که در سالهای اخیر مورد توجه پژوهشگران بازار سرمایه در بازارهای نوظهور قرار گرفته است. دلیل این گرایش، به ارتباط بین نوسان پذیری قیمت و به تبع آن بازده سهام شرکتها و تأثیر آن بر عملکرد مالی شرکتها و همچنین کل اقتصاد بر میگردد. از طرف دیگر، سودمندی مطالعه نوسان پذیری بازده سهام از طرف سرمایه گذاران از این جهت است که آنها نوسان پذیری بازده سهام را به عنوان معیاری از ریسک در نظر می گیرند و همچنین خط مشی سرمایه گذاران بازار سرمایه می تواند از این معیار به عنوان ابزاری برای اندازه گیری میزان آسیب پذیری بازار سهام استفاده نمایند (ظفر<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۰۸). با توجه به موارد فوق مقاله حاضر در نظر دارد به بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر ریسک و بازده سهام بپردازد و از اینرو در پنج بخش تدوین شده است. بعد از مقدمه، به پیشینه تحقیق پرداخته می شود. در بخش سوم، الگو معرفی شده و در بخش چهارم، تجزیه و تحلیل الگو خواهد آمد و در پایان، خلاصه و نتیجه گیری بیان می شود.

## ۲- پیشینه تحقیق

راکش و دیگران<sup>۳</sup> (۲۰۱۶) در بررسی رابطه اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد با بازده سهام در بین شرکتهای امریکایی به این نتیجه رسیدند که مدیران عاملی که دارای اعتماد به نفس هستند می توانند نسبت به مدیران فاقد اعتماد به نفس، از طریق بازده سهام برای شرکت ایجاد ارزش نمایند. همچنین آنها اذعان نمودند مدیرانی که اعتماد به نفس بالایی دارند دارای قدرت ریسک پذیری بیشتری هستند. باراتی<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۱۶) در مقاله ای تحت عنوان اعتماد به نفس مدیران عاملی و بازده سهام بدین نتیجه رسیدند که نتایج تحقیق آنها با پیش بینی های تئوریک گوال و تاکور<sup>۵</sup> (۲۰۰۸) سازگار می باشد و بدین

<sup>1</sup> Anwer & Scote

<sup>2</sup> Zafar et al

<sup>3</sup> Rakesh et al

<sup>4</sup> Bharati

<sup>5</sup> Goel and Thakor

نتیجه رسیدند که اعتماد به نفس مدیران از طریق عملکرد بالاتر بازده سهام و ریسک‌پذیری بیشتر می‌تواند ارزش معناداری را خلق نماید. مطابق بررسی چن<sup>۱</sup> و ناسیف (۲۰۱۳) اعتماد به نفس بیش از حد مدیران موجب افزایش میزان چسبندگی هزینه-های فروش و اداری می‌شود. همچنین هریبار و یانگ<sup>۲</sup> (۲۰۱۳) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد و پیش‌بینی مدیریت پرداختند. نتایج بدست آمده به صورت متمرکز در میان شرکتهایی که پیش‌بینی‌های مدیریت خود را به صورت پراکنده ارائه می‌کنند نشان می‌دهد که اعتماد به نفس بیش از حد باعث می‌شود مدیران خود انعطاف‌پذیری بیشتری در تعیین خواص پیش‌بینی داشته باشند. اسچاندر و زچمن<sup>۳</sup> (۲۰۱۲) در مقاله‌ای به بررسی ارتباط بین اعتماد به نفس بیش از حد مسئولین اجرایی و میل به گزارش‌دهی نادرست صورتهای مالی پرداختند. مدارک و شواهد پژوهش آنها نشان می‌دهد که اعتماد به نفس بیش از حد مدیر اجرایی باعث میل به گزارش‌دهی نادرست صورتهای مالی می‌شود. لینگ و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۰) ارتباط مثبتی بین گرایش احساسی سرمایه‌گذار و بازده‌های سه ماهه بعدی در دو بازار واقعی خصوصی و عمومی پیدا کردند. گوال و تاکور (۲۰۰۸) در مقاله‌ای به بررسی ارتباط بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد و انتخاب مدیرعامل شرکت و اداره امور شرکت پرداختند. آنها نشان دادند که اعتماد به نفس بیش از حد، ریسک‌گریزی مدیرعامل را افزایش می‌دهد تا به یک نقطه برسد اما اثر آن غیر یکنواخت است. نتایج آنها نشان می‌دهد که اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل باعث بهبود دقت اطلاعات ارائه شده به سرمایه‌گذاران می‌شود اما برای پروژه‌های کاهش سرمایه‌گذاری، یعنی با افزایش اعتماد به نفس مدیران ارشد اداره امور شرکت بهبود پیدا می‌کند. رضاییان (۱۳۹۶) در تحقیقی تحت عنوان افزایش بازده سهام شرکت‌ها با مدیران دارای اعتماد به نفس بدین نتیجه رسیدند که یافته‌های این تحقیق نشان داد طبق پیش‌بینی‌های تئوری مدیران بیش اعتماد هم باعث افزایش بازده سهام می‌شوند و هم ریسک بیشتری تقبل می‌کنند. رفیع‌نژاد و لازمی (۱۳۹۵) در تحقیقی تحت عنوان بررسی رابطه اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران بدین نتیجه رسیدند که در دوره زمانی مورد بررسی، اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد باعث ریسک سقوط قیمت سهام شده است. قاسمی و همکاران (۱۳۹۴) در تحقیق تحت عنوان تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر نوسان بازده غیر متعارف سهام بیانگر تأثیر مثبت و معنادار اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر نوسان بازده غیر متعارف سهام می‌باشد. دستگیر و کاکایی (۱۳۹۴) در بررسی رابطه اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل و تجدید ارائه صورتهای مالی در بازه زمانی ۱۳۸۳ الی ۱۳۹۲ به این نتیجه رسیدند که تعداد روزهای تغییر قیمت سهام با تجدید ارائه صورتهای مالی رابطه ندارد؛ اما درصد افزایش قیمت سهام با تجدید ارائه صورتهای مالی رابطه منفی و معنادار دارد. لذا نتایج آنها بیانگر وجود رابطه منفی و معنادار بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد و تجدید ارائه صورتهای مالی است. حیدری (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر عامل رفتاری اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر چسبندگی هزینه در بین سالهای ۱۳۸۱ و ۱۳۹۱ پرداخته و به این نتیجه رسید که عامل رفتاری اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، موجب افزایش چسبندگی هزینه‌ها می‌شود. دستگیر و دیگران (۱۳۹۴)، به بررسی رابطه بین کیفیت سود (پراکندگی سود) و بازده سهام پرداختند. نتایج حاصل بررسی نشان داد که بین پراکندگی سود جاری و بازده سهام جاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. عرب صالحی و همکارانش (۱۳۹۳) در مقاله‌ای تحت عنوان بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی که به این نتیجه دست یافت که اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد باعث افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری جریانهای نقدی می‌شود.

<sup>1</sup> Chen

<sup>2</sup> Hribar and Yang

<sup>3</sup> Schrand and Zechman

<sup>4</sup> Ling & Et.al

## ۳- روش تحقیق و مدل

## ۳-۱- روش تحقیق

تحقیق حاضر از نظر روش، توصیفی همبستگی و از نظر هدف، یک تحقیق کاربردی می باشد. جامعه آماری تحقیق حاضر شامل شرکتهای تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. به منظور انتخاب نمونه تحقیق نیز از روش تصادفی ساده و غربالی استفاده شده است که تعداد نمونه لازم به دست آمده از این روش، ۱۱۸ شرکت به دست آمد. روش گردآوری داده های تحقیق حاضر از نوع میدانی و ابزار گردآوری داده های تحقیق، بانک های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار و شرکتهای مربوطه خواهد بود. به منظور جمع آوری داده های مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش، از بانک های اطلاعاتی «ره آورد نوین» و «تدبیرپرداز» استفاده شد. همچنین جهت تحلیل داده ها از آماره های توصیفی و تحلیل رگرسیون استفاده شده است. در این راستا در اجرای اولیه مدل نخست با استفاده از آماره های چاو و هاسمن نوع مدل مناسب برازش رگرسیون (داده های تلفیقی یا پانل با اثرات ثابت و تصادفی) تعیین شده و با استفاده از آماره هایی همچون ایم، پسران و شین و لین و لوین پایایی متغیرها بررسی شده است. سپس در اجرای ثانویه مدل فروض کلاسیک رگرسیون شامل استقلال توزیع خطاها، ناهمسانی واریانس ها و استقلال متغیرهای مستقل بررسی شده است. در نهایت در اجرای نهایی مدل با توجه به معناداری کل مدل و نیز معناداری تک تک ضرایب مدل نهایی استخراج گردیده است.

## ۳-۲- مدل و متغیرهای تحقیق

به تبعیت از باراتی و همکاران (۲۰۱۶) مدل رگرسیونی زیر معرفی می شود. لازم به ذکر است مدل استفاده شده در مقاله باراتی و همکاران (۲۰۱۶) با مدل زیر تفاوت اندکی دارد که به دلیل عملیاتی نبودن متغیرهای استفاده در مقاله آنها در ایران، این مدل به صورت زیر بومی سازی شده است:

(۱)

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEOCON_{it} + \beta_2 LOGSALE_{it} + \beta_3 LOGPPE_{it} + \beta_4 QTOBIN_{it} + \beta_5 SGROWTH_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 CASH_{it} + \varepsilon_{it}$$

(۲)

$$RETVOL_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEOCON_{it} + \beta_2 LOGSALE_{it} + \beta_3 LOGPPE_{it} + \beta_4 QTOBIN_{it} + \beta_5 SGROWTH_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 CASH_{it} + \varepsilon_{it}$$

در مدل های فوق RET نشان دهنده بازده سهام؛ از فرمول جامع بازده طبق رابطه (۳) استفاده خواهد شد.

(۳)

$$RET_{it} = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

که در آن:

$P_t$ : قیمت سهام در پایان دوره  $t$ .  $P_{t-1}$ : قیمت سهام در ابتدای دوره  $t$  یا پایان دوره  $t-1$ .  $D_t$ : سود نقدی پرداختی در سال  $t$ .  $RETVOL$  بعنوان شاخص ریسک (نوسان پذیری بازده سهام)؛ که در این پژوهش از انحراف معیار بازده سالانه برای دوره چهار ساله از  $t-3$  تا  $t$  به عنوان معیاری نوسان پذیری بازده سهام استفاده می کنیم.

(۴)

$$RETVOL = \sqrt{\frac{\sum_{t=3}^t (RET_i - \overline{RET}_i)^2}{n-1}}$$

در فرمول مزبور،  $RET_i$  بازده سالانه شرکت  $i$ ؛  $\overline{RET}_i$  میانگین بازده سالانه شرکت  $i$  در دوره مورد نظر و  $n$  تعداد دوره‌ها تعریف شده است. CEOCON اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد؛ به تبعیت از رامشه و ملانظری (۱۳۹۳)؛ بولو و حسنی القار (۱۳۹۴) برای اندازه‌گیری متغیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد، از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$\Delta assets = a_0 + a_1 \Delta sales + \varepsilon_i \quad (5)$$

$\Delta assets$ : رشد کل دارایی‌ها،  $\Delta sales$ : رشد فروش و  $\varepsilon$ : خطای مدل است. در مدل فوق در صورتی که خطای مدل مثبت باشد نشان دهنده اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد است. در حالت کلی، در این پژوهش اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد مدیریت یک متغیر ساختگی است بدین صورت که اگر خطای مدل فوق مثبت باشد عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر تعلق می‌گیرد. LOGSALE، لگاریتم طبیعی فروش خالص؛ این متغیر از طریق لگاریتم طبیعی فروش خالص بدست می‌آید. LOGPPE لگاریتم طبیعی اموال، ماشین آلات و تجهیزات؛ از طریق لگاریتم طبیعی اموال، ماشین آلات و تجهیزات بدست می‌آید. QTOBIN شاخص کیوتوبین؛ به صورت زیر محاسبه می‌شود (باراتی و همکاران، ۲۰۱۶):

$$QTobin = \frac{\text{ارزش دفتری سرمایه} - \text{ارزش بازار سرمایه} + \text{ارزش دفتری کل داراییها}}{\text{ارزش دفتری کل داراییها}}$$

SGROWTH نرخ رشد فروش؛ از طریق تقسیم تفاوت فروش سال جاری و فروش سال قبل بر فروش سال قبل بدست می‌آید. ROA بازده دارایی‌ها؛ که از طریق سود خالص بر کل دارایی‌ها بدست می‌آید. LEV اهرم مالی که به صورت نسبت جمع بدهی‌های شرکت به جمع دارایی‌های آن در پایان سال مالی محاسبه می‌شود. CASH سطح نگهداشت وجه نقد که از طریق تقسیم وجوه نقد بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

#### ۴- نتایج تحقیق

##### ۴-۱- آمار توصیفی

به منظور شناخت بهتر ماهیت جامعه‌ای که در پژوهش مورد مطالعه قرار گرفته است و آشنایی بیشتر با متغیرهای پژوهش، قبل از تجزیه و تحلیل داده‌های آماری، لازم است این داده‌ها توصیف شود. در جدول (۱)، آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق را نشان می‌دهد.

## جدول ۱. آمار توصیفی

نام متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
بازده سهام	RET	۳۸/۴	۲۸/۸	۲۳۱/۷	-۳۸/۴	۶۰/۴
ریسک سهام	RETVOL	۶۰/۶	۴۹/۷	۲۰۹/۸	۱۳/۱	۳۹/۵
اعتماد به نفس بیش از حد	CEOCON	۰/۴	۰/۰	۱	۰/۰	۰/۵
لگاریتم فروش خالص	LOGSALE	۱۳/۵	۱۳/۴	۱۸/۹	۱۰/۲	۱/۳
لگاریتم اموال، ماشین آلات	LOGPPE	۱۲/۱	۱۱/۹	۱۷	۸/۱	۱/۵
کیوتوبین	QTOBIN	۱/۵	۱/۳	۵/۱	۰/۵	۰/۶
نرخ رشد فروش	SGROWTH	۰/۲	۰/۲	۰/۸	-۰/۳	۰/۲
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱	۰/۱	۰/۷	-۰/۳	۰/۱
اهرم مالی	LEV	۰/۶	۰/۶	۰/۹	۰/۳	۰/۲
سطح نگهداشت وجه نقد	CASH	۰/۰	۰/۰	۰/۱	۰/۰	۰/۰

در جدول (۱) برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها، شامل میانگین، میانه، حداقل مشاهدات، حداکثر مشاهدات و انحراف معیار ارائه شده است. نتایج نشان می‌دهد که در شرکت‌های مورد بررسی، میانگین بازدهی ۳۸/۴ درصد می‌باشد که با توجه به میانگین (۶۰/۶) از نوسان‌پذیری نسبتاً بالایی برخوردار است.

## ۲-۴-آزمون هم خطی متغیرهای مستقل

هم خطی به معنای وجود رابطه شدید بین متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل می‌باشد. در صورت وجود هم خطی، ضرایب برآوردی الگو دارای خطای معیار بالایی خواهد بود و در نتیجه این مسأله باعث می‌شود که تعداد متغیرهای معنادار در معادله کاهش یابد. در این معادله برای بررسی عدم وجود هم خطی از معیار عامل تورم واریانس<sup>۱</sup> (VIF) استفاده شد. وقتی که شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰ باشد، نشان دهنده عدم وجود هم خطی می‌باشد. با توجه به جدول (۲) نتایج حاصل از این آزمون نشان می‌دهد که در هر دو مدل پژوهش، میزان تورم واریانس متغیرهای مستقل و کنترلی مدل پژوهش در حد مجاز خود قرار داشته و لذا از این بابت مشکلی وجود ندارد.

<sup>1</sup> Variance Inflation Factor (VIF)

## جدول ۲. نتایج حاصل از ناهمسانی واریانس

متغیر	مدل اول		مدل دوم	
	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
CEOCON	۵۴/۵	۱/۱	۲۲/۲	۱/۱
LOGSALE	۱۹/۱	۳	۷/۸	۳
LOGPPE	۱۴/۳	۲/۹	۵/۸	۲/۹
QTOBIN	۳۵/۳	۱/۳	۱۴/۴	۱/۳
SGROWTH	۴۷/۳	۱/۱	۱۹/۳	۱/۱
ROA	۱۲۶۷/۹	۱/۹	۵۱۶/۲	۱/۹
LEV	۳۹۲/۳	۱/۶	۱۵۹/۷	۱/۶
CASH	۵۸۵۶/۷	۱/۱	۲۳۸۴/۷	۱/۱

## ۴-۳- آزمون مانایی متغیرها

پایایی متغیرهای پژوهش، به این معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه، استفاده از این متغیرها در مدل، باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. به منظور بررسی پایایی، از آزمون ایم، پسران و شین<sup>۱</sup> (۱۹۹۷)، لین و لوین<sup>۲</sup> (۱۹۹۲) استفاده شد. نتایج این آزمون در جدول (۳) نشان داده شده است.

## جدول ۳. آزمون ایم، پسران و شین (IPS)

نتایج	لوین، لین و چو		نماد	متغیرها
	احتمال	آماره		
مانا	۰/۰۰۰	-۳۱/۳۴۶۰	RET	بازده سهام
مانا	۰/۰۰۰	-۶/۱۳۷۴	RETVOL	ریسک سهام
مانا	۰/۰۰۰	-۹/۸۵۴۶	CEOCON	اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد
مانا	۰/۰۰۰	-۲۱/۰۹۹۲	LOGSALE	لگاریتم فروش خالص
مانا	۰/۰۰۰	-۴/۶۷۹۰	LOGPPE	لگاریتم اموال، ماشین آلات
مانا	۰/۰۰۰	-۱۲/۰۳۰۷	QTOBIN	شاخص کیوتوبین
مانا	۰/۰۰۰	-۳۵/۴۶۵۷	SGROWTH	نرخ رشد فروش
مانا	۰/۰۰۰	-۱۳/۵۸۶۴	ROA	بازده دارایی‌ها
مانا	۰/۰۰۰	-۸/۱۷۹۶	LEV	اهرم مالی
مانا	۰/۰۰۰	-۲۲/۹۷۸۳	CASH	سطح نگهداشت وجه نقد

<sup>۱</sup> Im, Pesaran, Shin<sup>۲</sup> Levin, Lin

با توجه به نتایج آزمون IPS (جدول ۳)، چون مقدار P برای تمامی متغیرها کمتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه این متغیرهای پژوهش در طی دوره پژوهش در سطح پایا بوده‌اند نتایج آزمون IPS نشان می‌دهد که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌ها مختلف ثابت بوده است. در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل باعث بوجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

#### ۴-۴- آزمون استقلال خطاها

یکی دیگر از فروض رگرسیون خطی این است که تمامی جملات باقیمانده دارای واریانس برابر باشند. در عمل ممکن است این فرض چندان صادق نبوده و به دلایل مختلفی از قبیل: شکل نادرست تابع مدل، وجود نقاط پرت، شکست ساختاری در جامعه آماری، و ... شاهد پدیده ناهمسانی واریانس باشیم. برای بررسی این مشکل آزمون‌های مختلفی توسط اقتصاددانان معرفی شده است. در این مطالعه فرض همسانی واریانس باقیمانده‌ها از طریق آزمون وایت<sup>۱</sup> مورد بررسی قرار گرفت؛ که نتایج آن در جدول (۴) نشان می‌دهد که در هر دو مدل، فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد می‌شود به عبارت دیگر می‌توان گفت که در هر دو مدل پژوهش، ناهمسانی واریانس وجود دارد؛ بنابراین، به منظور رفع ناهمسانی واریانس در هر دو مدل از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده می‌کنیم.

#### جدول ۴. نتایج حاصل از آزمون ثابت بودن واریانس جمله خطا

مدل	آماره F	احتمال	نتیجه
اول	۲/۱۳۲۵	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس جمله خطا
دوم	۱/۶۸۲۳	۰/۰۰۴۶	ناهمسانی واریانس جمله خطا

#### ۴-۳- تعیین مدل مناسب برای تخمین مدل رگرسیون

با توجه به ادبیات تحقیق موجود و نیز ماهیت فرضیه‌های تحقیق در این پژوهش از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. به‌منظور تعیین مدل مناسب (تلفیقی یا تابلویی با اثرات ثابت یا تصادفی) برای آزمون فرضیات از آزمون‌های چاو و هاسمن استفاده شده است.

#### الف) آزمون چاو

نتایج مربوط به آزمون F برای مدل رگرسیونی تحقیق حاضر در جدول (۵) نشان داده شده است.

#### جدول ۵. آزمون چاو

مدل	آزمون	آماره	احتمال	نتیجه
اول	F لیمر	۱/۳۱۹۷	۰/۰۱۹۶	روش تابلویی
	هاسمن	۱۰۷/۵۹۸۲	۰/۰۰۰	الگوی اثرات ثابت
دوم	F لیمر	۴/۴۹۵۱	۰/۰۰۰	روش تابلویی
	هاسمن	۲۵/۶۸۹۲	۰/۰۰۱۲	الگوی اثرات ثابت

<sup>1</sup> White



احتمال F لیمر هر دو مدل پژوهش کمتر از ۰.۵٪ می‌باشد لذا برای تخمین هر دو مدل پژوهش از روش تابلویی استفاده می‌شود؛ و با توجه به اینکه احتمال آزمون هاسمن هر دو مدل پژوهش کمتر از ۰.۵٪ می‌باشد از الگوی اثرات ثابت برای تخمین هر دو مدل بهره گرفته می‌شود.

### نتایج مدل رگرسیونی

به منظور آزمون فرضیه اول از نتایج تخمین مدل ارائه شده در جدول (۶) بهره گرفته شده است. مقدار احتمال (یا سطح معناداری) F برابر (۰/۰۰) بوده و چون این مقدار کمتر از ۰.۵٪ است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود، یعنی مدل معنادار است. مقدار آماره دوربین-واتسون ۲/۱۳ می‌باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی خطاها را نشان می‌دهد. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد، تقریباً ۳۷/۵٪ تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند. در حالت کلی نتایج نشان می‌دهد که ضریب متغیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد، ۱۴/۲۹- بوده که نشان دهنده تأثیر منفی اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر بازده سهام می‌باشد که با توجه به آماره t ضریب متغیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار می‌باشد، به عبارت دیگر می‌توان گفت که اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر بازده سهام شرکت تأثیر منفی و معنادار دارد. با توجه به موارد فوق می‌توان در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه اول پژوهش را تأیید شده تلقی نمود این موضوع نشان دهنده این است که در صورت وجود بالا بودن اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد، بازده سهام شرکت کاهش می‌یابد و برعکس. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نیز نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪، به غیر از متغیرهای لگاریتم فروش خالص، بازده دارایی‌ها و سطح نگهداشت وجه نقد مابقی متغیرهای کنترلی موجود در مدل معنادار هستند. نتایج نشان می‌دهد که شاخص کیوتوبین و نرخ رشد فروش بر بازده سهام تأثیر مثبت و معناداری دارند در حالی که لگاریتم اموال، ماشین آلات و تجهیزات و اهرم مالی بر بازده سهام تأثیر منفی و معنادار دارد.

### جدول ۶. نتایج تخمین مدل اول

متغیر وابسته: بازده سهام					
روش تخمین: رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته					
متغیر	نماد	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	C	-۴۳/۲	۵۱/۲	-۰/۸	۰/۴۰
اعتماد به نفس بیش از حد	CEOCON	-۱۴/۳	۶	-۲/۴	۰/۰۲
لگاریتم فروش خالص	LOGSALE	۷/۵	۴/۳	۱/۷	۰/۰۸
لگاریتم اموال، ماشین آلات و تجهیزات	LOGPPE	-۵/۳	۲/۳	-۲/۳	۰/۰۲
کیوتوبین	QTOBIN	۳۹/۸	۱۶/۷	۲/۴	۰/۰۲
نرخ رشد فروش	SGROWTH	۴۴/۷	۳/۳	۱۳/۶	۰/۰۰۰
بازده دارایی‌ها	ROA	۵/۱	۲۸/۸	۰/۲	۰/۸۶
اهرم مالی	LEV	-۲۵/۵	۸/۴	-۳	۰/۰۰۰
نگهداشت وجه نقد	CASH	۴۳/۲	۳۸/۲	۱/۱	۰/۳
۳۷/۵					ضریب تعیین تعدیل شده

دوربین-واتسون	۲/۱
آماره F	۳۰/۸
احتمال (آماره F)	۰/۰۰۰

به منظور آزمون فرضیه دوم از نتایج تخمین مدل ارائه شده در جدول (۷) بهره گرفته شده است. مقدار احتمال (یا سطح معناداری) F برابر (۰/۰۰) بوده و چون این مقدار کمتر از ۵٪ است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵٪ درصد رد می‌شود، یعنی مدل معنادار است. مقدار آماره دوربین-واتسون ۱/۸ می‌باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی خطاها را نشان می‌دهد. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد، تقریباً ۰/۶۵٪ تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند. در حالت کلی نتایج نشان می‌دهد که ضریب متغیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد، ۵/۴ بوده که نشان دهنده تأثیر مثبت اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر نوسان‌پذیری بازده سهام می‌باشد که با توجه به آماره t ضریب متغیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار می‌باشد، به عبارت دیگر می‌توان گفت که اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت تأثیر مثبت و معنادار دارد. با توجه به موارد فوق می‌توان در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه دوم پژوهش را تأیید شده تلقی نمود این موضوع نشان دهنده این است که در صورت وجود بالا بودن اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد، نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت افزایش می‌یابد و برعکس. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نیز نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪، به غیر از متغیرهای لگاریتم اموال، ماشین آلات و تجهیزات و بازده دارایی‌ها مابقی متغیرهای کنترلی موجود در مدل معنادار هستند. نتایج نشان می‌دهد که لگاریتم فروش خالص، شاخص کیوتوبین، نرخ رشد فروش و سطح نگهداشت وجه نقد بر نوسان‌پذیری بازده سهام تأثیر مثبت و معناداری دارند در حالی که اهرم مالی بر نوسان‌پذیری بازده سهام تأثیر منفی و معناداری دارد.

## جدول ۷. نتایج تخمین مدل دوم

متغیر وابسته: نوسان‌پذیری بازده سهام (ریسک)					
روش تخمین: رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته					
متغیر	نماد	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	C	-۸۹/۳۶	۴۵/۲۶	-۱/۹۷	۰/۰۵
اعتماد به نفس بیش از حد	CEOCON	۵/۴۱	۲	۲/۷۱	۰/۰۱
لگاریتم فروش خالص	LOGSALE	۱۱/۴۶	۳/۳۴	۳/۴۴	۰/۰۰۰
لگاریتم اموال، ماشین	LOGPPE	-۱/۰۲	۱/۶۸	-۰/۶۱	۰/۵۴
شاخص کیوتوبین	QTOBIN	۲۴/۸۲	۸/۷۶	۲/۸۳	۰/۰۰۰
نرخ رشد فروش	SGROWTH	5.65	۲/۲۴	۲/۵۲	۰/۰۱
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۸	۷/۷۳	۰/۰۲	۰/۹۸
اهرم مالی	LEV	-۱۵/۳۷	۵/۶۱	-۲/۷۴	۰/۰۱
نگهداشت وجه نقد	CASH	۲۸/۹۲	۹/۴۲	۳/۰۷	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۶۵		
دوربین-واتسون			۱/۸		

آماره F	۱۴۸/۵
احتمال (آماره F)	۰/۰۰۰

## ۵- نتیجه‌گیری

در تمامی شرکتها، مدیران مربوطه درصدد می‌باشند که با انجام فعالیت‌های سودآور، اقدام به کسب بازدهی در ازای ریسک کمتری را نموده و در نهایت، عملکرد مناسب و قابل قبولی را ارائه دهند. از اینرو ویژگیهای مختلفی وجود دارد که در دستیابی به این مهم، تأثیر قابل توجهی دارند که برخی از این ویژگیها به اشخاص درون‌سازمانی نظیر مدیران و برخی دیگر به عوامل بیرونی مربوط است. در پژوهش حاضر، بر یکی از ویژگیهای رفتاری مدیران، یعنی اعتماد به نفس بیش از حد، متمرکز و تأثیر آن بر ریسک و بازده سهام مورد بررسی قرار گرفته است. همانگونه که در بخش تحلیل آماری ملاحظه گردید این ویژگی رفتار مدیران ارشد توانسته بر بازده سهام اثر منفی و بر ریسک سهام تأثیر مثبت و معناداری داشته باشد. به عبارت دیگر، با افزایش اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد، بازده سهام کاهش و ریسک آن، بطور معناداری افزایش می‌یابد. با توجه به این تأثیر منفی بر بازده و مثبت بر ریسک، بنظر می‌رسد خوش‌بینی مدیران و عدم توجه به فاکتورهای مبتنی بر واقعیت در پیش‌بینی وضعیت شرکت و همچنین عدم توجه و نظارت کافی بر فعالیت‌های اصلی و مستمر شرکت، ضمن ایجاد ریسک بیشتر، منجر به بازدهی کمتری می‌شود. واضح است اگر مدیران، با برخورد منطقی و بدور از خوش‌بینی‌های کاذب، فعالیت‌های شرکت را بررسی و کارشناسی نمایند، به کسب بازده بیشتری در ازای ریسک آن در طول زمان، بصورت تدریجی دست خواهند یافت. با توجه به نتایج حاصله، به مدیران شرکت‌های بورسی، سرمایه‌گذاران و محققین دانشگاهی پیشنهاد می‌گردد که در بررسی عوامل مؤثر بر بوجود آمدن بازده سهام و نوسان آن در طول زمان، به ویژگی‌های رفتاری مدیران آنان نظیر خوش‌بینی و اعتماد به نفس بیش از حد آن، توجه کافی داشته باشند.

## فهرست منابع

۱. حیدری، مهدی (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر عامل رفتاری اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر چسبندگی هزینه، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۲، صص ۱۵۱-۱۷۲.
۲. دستگیر، محسن و کاکایی دهکردی، مجتبی (۱۳۹۴)، رابطه بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل و تجدید ارئه صورتهای مالی، بررسی‌های حسابداری، دوره دوم، شماره ۷.
۳. دستگیر، محسن، گوگردچیان، احمد و آدمیت، ستاره (۱۳۹۴)، رابطه بین کیفیت سود (پراکندگی سود) و بازده سهام، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۷، شماره ۱۲، صص ۹-۱۲.
۴. رضاییان، وحید (۱۳۹۶). "اثرات اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر بازده و ریسک سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری
۵. رفیع نژاد، عزیز و سعید لازمی، ۱۳۹۵، بررسی رابطه اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات اقتصاد، مدیریت مالی و حسابداری ۲ (۲)، [https://www.civilica.com/Paper-JR\\_EMA-JR\\_EMA-2-2\\_016.html](https://www.civilica.com/Paper-JR_EMA-JR_EMA-2-2_016.html)
۶. عرب صالحی، مهدی؛ امیری، هادی، کاظمی‌نوری، سپیده، بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر ۱۲۸-۱۳۹۳، صص ۱۱۵، (۶) حساسیت سرمایه‌گذاری جریانهای نقدی، پژوهش‌های حسابداری مالی،
۷. قاسمی، علی؛ نیکبخت، محمدرضا؛ ایمانی برندق، محمد. (۱۳۹۴). تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر نوسان بازده غیر متعارف سهام، فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، دوره اول، شماره (۱). صص ۶۳-۵۴.

8. Chen, C. X., Gores, T., Nasev, J. (2013). Managerial Overconfidence and Cost Stickiness Working Paper, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2208622>
9. Goel, A. and Thakor, A. (2008). "Overconfidence, CEO Selection. And Corporate overnance". *Journal of Finance*, 63 (6): 2737-2784.
10. Rakesh Bharati, Thomas Doellman, Xudong Fu (2016), CEO confidence and stock returns, *Journal of Contemporary Accounting & Economics*.
11. Schrand, C. and Zechman, S. (2012). "Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Fraud". *Journal of Accounting and Economics*, 53 (1-2): 311-329.
12. Hribar, P. and Yang, H. (2013). "CEO Overconfidence and Management Forecasting". *The Accounting Review*, 89 (2): 187-200.
13. Ling, D., Naranjo, A. Scheik B., (2010), "Investor Sentiment and Asset Pricing in Public and Private arkets" Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
14. Bharati, R., Doellman, T., & Fu, X. (2016). CEO confidence and stock returns. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 12(1), 89-110.
15. Zafar, N. Urooj, S.F., Durrani, T.K.(2008). Interest rate volatility and stock return and volatility. *European journal of economic* 14: pp 1-6
16. Anwer, S. A., Scote, •.D. (2012). Managerial Overconfidence And Accounting Conservatism, *Mays Business School*, number77.

# The effect of Managerial Overconfidence on Risk and Stock Returns

Seyed Fakhreddin Fakhrehosseini<sup>1,1</sup>, Meysam Kaviani<sup>2</sup>, Zeynab montazeri<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Department of Business Management, Tonekabon Branch, Islamic Azad University, Iran

<sup>2</sup> PHD Student (Financial management), Islamic Azad University, Iran

<sup>3</sup> MSc. Student of Financial Management Islamic Azad University, Lahijan Branch

---

## Abstract

Managerial Overconfidence is a positive behavioral characteristic, according to which managers believe maintaining additional resources in order to better ensure the interests of shareholders. In the present study, the importance of the role of managers in risk and stock returns has been emphasized by focusing on the behavioral characteristics of Managerial Overconfidence. Therefore, the purpose of this study was to investigate the effect of Managerial Overconfidence on risk and stock returns. Accordingly, the financial information of 188 companies listed in Tehran Stock Exchange was tested during the period from 2009 to 2016. The results show that Managerial Overconfidence has a negative and significant effect on stock returns, while it has a positive and significant effect on stock risk.

**Keywords:** Managerial Overconfidence, risk, return

---

---

<sup>1</sup> Corresponding author