

## رابطه بین بیش اعتمادی مدیران و بازده سرمایه گذاری

زهرا منیعی

کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران. (نویسنده مسئول).

Maniei.z@hnhk.ac.ir

دکتر فرزین خوشکار

مدرس گروه حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران.

f.khoshkar@hnhk.ac.ir

دکتر داود گرجی زاده

استادیار گروه حسابداری، واحد فیروزکوه، دانشگاه آزاد اسلامی، فیروزکوه، ایران.

davoud.gorjizadeh@gmail.com

شماره ۴۶/پاییز ۱۴۰۰ (جلد اول)/صص ۳۹-۴۰  
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره چهارم)

### چکیده

هدف این پژوهش بررسی رابطه بین بیش اعتمادی مدیران و بازده سرمایه گذاری می باشد. نمونه پژوهش با استفاده از روش نمونه گیری حذفی سیستماتیک و با اعمال شرایط متغیرهای پژوهش به تعداد ۱۳۸ شرکت طی سالهای ۱۳۹۰-۱۳۹۸ انتخاب شده است. پژوهش انجام شده از نظر نوع هدف جزء پژوهش های کاربردی است و روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی همبستگی می باشد. انجام پژوهش در چارچوب استدلالات قیاسی - استقرایی صورت گرفته است و برای تجزیه و تحلیل فرضیه ها از تحلیل پانلی کمک گرفته شده است. نتایج بدست آمده نشان داد که بیش اعتمادی مدیران رابطه معنی دار و مثبتی با بازده سرمایه گذاری دارد.

**واژگان کلیدی:** بیش اعتمادی مدیران، بازده سرمایه گذاری، بورس اوراق بهادار تهران.

### مقدمه

بورس اوراق بهادار عمده ترین طریق تجهیز و تخصیص سرمایه است. عرضه سهام شرکت ها در بورس فرصت سرمایه گذاری ایجاد می کند و تمایل بیشتر به افزایش سرمایه و حداکثر سازی ثروت از طریق بالا بردن بازده سرمایه گذاری و افزایش قیمت سهام در کنار احتیاط و ریسک کاهش یا از بین رفتن سرمایه گذاری موجب شده تا سرمایه گذاران و خریداران اوراق بهادار توجه ویژه ای به ارزیابی شرکت و عملکرد مدیران و تغییرات در قیمت سهام داشته باشند. لذا هرگونه اطلاعات و روش و معیاری که در جهت ارزیابی شرکت و عملکرد مدیران مؤثر باشد مورد توجه آنان قرار می گیرد (بای و همکاران، ۲۰۱۹). از طرفی دیگر اعتماد به نفس بیش از حد یک ویژگی شخصیتی است که می تواند به صورت اریب رفتاری و داشتن اعتقادات غیر واقعی (مثبت) در رابطه با هر یک از جنبه های یک پیشامد در شرایط عدم اطمینان تعریف شود. مدیرانی که دارای اعتماد به نفس بالا هستند اکثرا نسبت به تصمیمات خود و نتایج آنها علی الخصوص در زمینه تصمیمات سرمایه گذاری بسیار

خوش‌بین هستند (سجادی و همکاران، ۱۳۸۹). از طرفی مدیران به شدت به عملکرد شرکت متعهد هستند، چرا که دارایی و ثروت شخصی‌شان، شهرت و اشتغالشان به مقدار بسیار بالایی به آن وابسته هست. این توضیحات اساس تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت را بر روی تصمیمات شرکت فراهم می‌کند (گیل‌سون، ۲۰۰۸). هدف اصلی این پژوهش اینست که بدانیم، آیا بیش اعتمادی مدیران باعث افزایش بازده سرمایه‌گذاری می‌شود یا خیر؟

## تعاریف نظری

بیش اعتمادی مدیران

تمایل افراد به احتمال وقوع حوادث مثبت و تخمین کمتر احتمال وقوع حوادث منفی تعریف شده است (حیدری، ۱۳۹۳). سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاری به معنای مصرف پول‌های در دسترس برای دستیابی به پول‌های بیشتر، در آینده است؛ به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاری یعنی به تعویق انداختن مصرف فعلی برای دستیابی به امکان مصرف بیشتر در آینده (شارپ، ۲۰۰۲).

## پیشینه تحقیق

غفوریان شاگردی و همکاران (۱۳۹۸) بررسی تاثیر فرصت رشد شرکت بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیر عامل و بازده غیرعادی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد بین بیش اعتمادی مدیر عامل و بازده غیرعادی رابطه معناداری وجود دارد، همچنین فرصت رشد شرکت بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیر عامل و بازده غیرعادی تاثیر معناداری دارد.

فروغی و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد به عنوان یکی از تورش‌های رفتاری مدیران بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداختند. نتایج حاصل از برآورد مدل‌های پژوهش‌گویی آن است که اطمینان بیش از حد مدیریتی بر هر سه معیار ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت و معنادار دارد. به عبارتی وجود اطمینان بیش از حد در مدیران، ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد.

شکری و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی تاثیر سود تقسیمی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با در نظر گرفتن معیار کمبود جریان‌ات نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که سود تقسیمی با احتمال ۹۵ درصد و معیار کمبود جریان‌ات نقد با احتمال ۹۹ درصد بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری می‌گذارد.

کرابی و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر سودآوری و ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند. نتایج حاکی از آن بود اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت تأثیر معنی‌داری بر سودآوری و ریسک سقوط قیمت سهام دارد.

یانگ و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) به بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران در گزینش تأمین مالی داخلی و بازده سرمایه‌گذاری (مقیاس سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری زیاد و سرمایه‌گذاری کم) پرداختند و به این نتیجه رسیدند که اعتماد به

<sup>1</sup> Gilson

<sup>2</sup> Sharp

نفس بیش از حد مدیران با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه دارد. و تامین مالی بر رابطه بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران با کارایی سرمایه‌گذاری (کم سرمایه‌گذاری) تاثیر مستقیم دارد. فرناندو و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) به بررسی بیش اعتمادی مدیران و مدیریت ریسک شرکت های بزرگ پرداخته اند که نتایج نشان می دهد که اعتماد به نفس کاذب مدیریتی است که برای نفوذ در تعدادی از تصمیم گیری شرکت های بزرگ یافت شده است، تصمیم گیری مدیریت بر ریسک شرکت های بزرگ نیز تاثیر می گذارد. رایموند<sup>۳</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی این موضوع پرداخت که آیا اعتماد به نفس بیش از حد مدیران می تواند کارایی مخارج انجام شده را تحت تاثیر قرار دهد یا خیر. این پژوهش بر اساس اطلاعات ۳۵۴ شرکت کشور غنا صورت پذیرفت و نشان داد که اعتماد به نفس بیش از حد مدیران به طور معناداری کارایی مخارج را تحت تاثیر قرار می دهد.

### فرضیه تحقیق

بیش اعتمادی مدیران با بازده سرمایه‌گذاری ارتباط معنی داری دارد.

### روش پژوهش

این پژوهش در حوزه تئوری اثباتی قرار دارد و از حیث هدف کاربردی و از حیث ماهیت و محتوا توصیفی همبستگی قلمداد می شود. روش پژوهش این تحقیق از نظر ماهیت و محتوا از نوع توصیفی همبستگی است؛ که با استفاده از داده‌های ثانویه مستخرج از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق و بهادار به تحلیل رابطه‌ی همبستگی می پردازد. انجام این پژوهش در چهارچوب استدلال قیاسی - استقرایی صورت خواهد گرفت. علت استفاده از روش همبستگی کشف روابط همبستگی بین متغیرها است. تحقیق همبستگی یکی از انواع تحقیقات توصیفی است.

### جامعه، نمونه آماری و روش نمونه گیری

داده‌های واقعی مورد نیاز این تحقیق از اطلاعات واقعی شرکت‌ها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران گردآوری خواهد شد. در این پژوهش برای این که نمونه آماری یک نماینده مناسب از جامعه آماری مورد نظر باشد، از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. برای این منظور ۵ معیار زیر در نظر گرفته شده و در صورتی که شرکتی کلیه معیارها را احراز کرده باشد به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شده و مابقی حذف می شوند.

- ۱- شرکت قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۸ در بورس فعال باشد؛
- ۲- به دلیل ماهیت خاص فعالیت شرکت های هلدینگ، بیمه، لیزینگ، بانک ها، موسسات مالی و سرمایه گذاری و تفاوت قابل ملاحظه آنها با شرکت های تولیدی و بازرگانی، شرکت انتخابی جز شرکت های یاد شده نباشد؛
- ۳- سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی بازه زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد؛
- ۴- شرکت طی سال مالی مورد مطالعه وقفه معاملاتی بیش از ۳ ماه نداشته باشد؛ و

<sup>1</sup> Ying

<sup>2</sup> Fernando et al

<sup>3</sup> Raymond

۵- اطلاعات موردنیاز در بخش تعریف متغیرها در دسترس باشد.

## روش اندازه گیری متغیرها

متغیر وابسته

بازده سرمایه گذاری شرکت INVEST

از طریق تقسیم سود قبل از کسر بهره و مالیات بر مجموع دارایی ها به دست می آید.

متغیر مستقل

بیش اعتمادی مدیران OC

از طریق انحراف پیش بینی سود آتی اندازه گیری می شود. اگر مدیران سود آینده شرکت را بیش از حد برآورد (بیش از مقدار واقعی سود سال t-1) کنند عدد یک (متغیر دامی یک) و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق می گیرد.

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت Size

اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی ارزش دفتری جمع دارایی های شرکت محاسبه می شود.

عمر شرکت AGE

از طریق مجموع تعداد سال های عمر شرکت به دست می آید.

اهرم مالی LEV

اهرم مالی شرکت از طریق تقسیم کل بدهی به کل دارایی محاسبه می شود.

## یافته های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش اعم از وابسته، مستقل یا کنترلی در جدول (۱) خلاصه شده است. از این جدول که شامل شاخص های مرکزی و پراکندگی برای متغیرهای مختلف است، نتایج زیر حاصل می شود:

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

شاخص های کشیدگی					شاخص های مرکزی		نام و تعداد متغیرها		
بیشینه	کمینه	کشیدگی	چولگی	انحراف معیار	میانگین	میانگین	تعداد	علامت اختصاری	متغیرها
۳,۲۱	-۰,۶۱	۷,۲۳	۲,۱۷	۰,۸۱	۰,۲۶	۰,۳۰	۱۲۴۲	INVEST	بازده سرمایه گذاری
۱	۰	۱,۹۳	۰,۹۲	۰,۴۳	۰,۰۰	۰,۳۷	۱۲۴۲	OC	بیش اعتمادی مدیران
۶۶	۹	۳,۳۵	-۰,۹۴	۱۴,۴۷	۴۶	۴۲,۵۷	۱۲۴۲	AGE	عمر شرکت
۱۹,۹۸	۱۱,۱۳	۴,۱۶	۰,۸۱	۱,۵۷	۱۴,۲۱	۱۴,۳۴	۱۲۴۲	Size	اندازه شرکت
۰,۹۸	۰,۰۳	۳,۴۷	-۰,۳۶	۰,۴۷	۰,۶۵	۰,۶۴	۱۲۴۲	LEV	اهرم مالی

از آنجایی که میزان چولگی توزیع نرمال برابر با صفر است، چولگی نزدیک به صفر، نرمال بودن توزیع داده‌ها را بیان می‌کند. همچنین اگر چولگی متغیری از ۲- کوچک‌تر و از ۲ بزرگ‌تر باشد، آن توزیع متغیر مطلقاً نرمال نخواهد بود. شکل توزیع داده‌ها را از مقدار میانگین، میانه و مقایسه‌ی آن‌ها نیز می‌توان حدس زد. اگر مقدار میانگین از میانه به اندازه‌ی قابل توجهی بزرگ‌تر باشد، داده‌ها چوله به راست و در حالت برعکس چوله به چپ هستند. مقدار انحراف معیار، کمینه و بیشینه نیز پراکندگی داده را نشان می‌دهد. هر چه مقدار انحراف معیار کمتر باشد، داده‌ها حول میانگین متغیر متمرکزترند. پراکندگی کمتر میزان اعتماد به مقدار میانگین را افزایش می‌دهد و در حالت برعکس کاهش. در واقع اگر انحراف معیار بزرگ باشد، داده‌های حول میانگین نیستند و دور از میانگین پراکنده‌اند

### بررسی نرمال بودن متغیر وابسته تحقیق

نرمال بودن باقیمانده‌های مدل رگرسیونی یکی از فرض‌های رگرسیونی است که نشان‌دهنده اعتبار آزمون‌های رگرسیونی است در ادامه با استفاده از آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته بررسی شده است. زیرا نرمال بودن متغیرهای وابسته به نرمال بودن باقیمانده‌های مدل (تفاوت مقادیر برآوردی از مقادیر واقعی) می‌انجامد. پس لازم است نرمال بودن متغیر وابسته قبل از برآورد پارامترها کنترل شود تا در صورت برقرار نبودن این شرط راه‌حل مناسبی برای نرمال نمودن آن‌ها (از جمله تبدیل نمودن آن) اتخاذ نمود. فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به صورت زیر نوشته می‌شود:

$H_0$ : داده‌ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی می‌کند.

$H_1$ : داده‌ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی نمی‌کند.

#### جدول (۲): آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن متغیر وابسته تحقیق

مقدار احتمال	مقدار Z کولموگوروف - اسمیرنوف	بیشترین تفاوت			پارامترهای نرمال		تعداد مشاهدات	متغیر
		منفی	مثبت	قدر مطلق	انحراف معیار	میانگین		
۰/۰۰۰	۴/۷۸	-۰/۰۹۵	۰/۱۲۰	۰/۰۹۵	۰/۸۱	۰/۳۰	۱۲۴۲	INVEST

همان‌طور که در جدول (۲) مشاهده می‌شود، سطح معناداری برای متغیر بازده سرمایه گذاری کمتر از ۰/۰۵، یعنی (۰/۰۰۰) می‌باشد، بنابراین فرض صفر یعنی نرمال بودن این متغیر رد شده و گویای آن است که توزیع متغیر وابسته از نرمال برخوردار نیست بنابراین لازم است متغیر وابسته قبل از آزمون فرضیه‌ها نرمال سازی شود. در این پژوهش برای نرمال سازی داده‌ها از تابع انتقال جانسون بهره گرفته شده است.

#### جدول (۳): آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف پس از نرمال سازی متغیرهای وابسته تحقیق

مقدار احتمال	مقدار Z کولموگوروف - اسمیرنوف	بیشترین تفاوت			پارامترهای نرمال		تعداد مشاهدات	متغیر
		منفی	مثبت	قدر مطلق	انحراف معیار	میانگین		
۰/۱۷۶	۰/۳۰۸	-۰/۰۲۸	۰/۰۵۶	۰/۰۲۸	۱/۰۵	۰/۰۹	۱۲۴۲	INVEST

همان طور که در جدول (۳) ملاحظه می‌شود: پس از به کارگیری تابع انتقال جانسون متغیر بازده سرمایه‌گذاری با میانگین ۰/۰۹ و انحراف معیار ۱/۰۵ نرمال شد. در ادامه از توزیع نرمال شده‌ی متغیر استفاده می‌شود.

### بررسی همبستگی متغیرهای تحقیق

ضریب همبستگی ابزاری آماری برای تعیین نوع و درجه رابطه‌ی یک متغیر کمی با متغیر کمی دیگر است. در این بخش برای دستیابی به درجه وابستگی و تغییرات متغیرها نسبت به هم از همبستگی بین آن‌ها را بررسی می‌کنیم. از آنجایی که در این پژوهش رابطه بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل حائز اهمیت است، در تحلیل همبستگی نیز تنها ضریب همبستگی بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل مورد بررسی قرار می‌گیرد.

برای هر یک از ضرایب همبستگی مقدار احتمال نیز محاسبه می‌شود، مقدار احتمال محاسب شده بیانگر معنی‌دار بودن یا بی‌معنی بودن همبستگی بین دو متغیر است. در اینجا مفهوم معنی‌داری این است که آیا ضریب همبستگی به دست آمده بین دو متغیر را میتوان شانس و تصادفی است یا واقعاً بین دو متغیر همبستگی وجود دارد. همچنین چنانچه ضریب همبستگی میان دو متغیر بیشتر از ۶۱ درصد باشد می‌توان چنین استنباط نمود که بین آن دو متغیر همبستگی شدید وجود دارد. یکی از پیش فرضهای مدل رگرسیون خطی عدم وجود همبستگی شدید میان جملات توضیحی (متغیرهای مستقل و کنترلی) آن بصورت جفتی می‌باشد (افلاطونی، ۱۳۹۲).

برای هر یک از ضرایب همبستگی مقدار احتمال نیز محاسبه می‌شود، مقدار احتمال محاسب شده بیانگر معنی‌دار بودن یا بی‌معنی بودن همبستگی بین دو متغیر است. در اینجا مفهوم معنی‌داری این است که آیا ضریب همبستگی به دست آمده بین دو متغیر را می‌توان شانس و تصادفی است یا واقعاً بین دو متغیر همبستگی وجود دارد.

جدول (۴): ماتریس ضرایب همبستگی پیرسون بین متغیرهای کمی تحقیق

LEV	Size	AGE	OC	INVEST	ضریب همبستگی
				۱	INVEST
				-	
			۱	۰,۱۳۶	OC
				(-۰/۰۲۷)	
		۱	-۰,۱۰۴	۰/۱۲۰	AGE
			(۰,۰۶۳)	(۰/۰۸۹)	
	۱	۰,۴۱۵	-۰,۲۶۶	-۰,۰۷۶	Size
		(۰,۰۰۰)	(۰/۰۱۱)	(۰/۱۰۹)	
۱	۰,۳۴۹	-۰,۰۴۸	۰,۰۴۳	-۰/۱۲۶	LEV
	(۰,۰۰۰)	(۰,۱۹۸)	(۰/۲۸۹)	(۰/۰۹۴)	

بنابر جدول (۴) با توجه به جدول فوق همانطور که ملاحظه می شود ضریب همبستگی میان متغیرهای توضیحی تحقیق که در مدل‌های تحقیق بطور همزمان تصریح شده اند، کمتر از ۶۰ درصد می باشد. بنابراین مشکل همبستگی شدید میان جملات توضیحی مدل‌های تحقیق وجود ندارد و پیش فرض عدم وجود همبستگی شدید میان جملات توضیحی این مدلها تایید می شود.

### برازش مدل مربوط به فرضیه پژوهش

$H_0$ : بیش اعتمادی مدیران با بازده سرمایه‌گذاری ارتباط معنی داری وجود ندارد.

$H_1$ : بیش اعتمادی مدیران با بازده سرمایه‌گذاری ارتباط معنی داری وجود دارد.

برای برازش مدل پژوهش، از آنجایی که متغیر وابسته پیوسته و داده‌ها به صورت ترکیبی هستند، از تحلیل پانلی استفاده می‌شود. در تحلیل پانلی، داده‌ها به صورت مقطعی - زمانی گردآوری شده‌اند یعنی داده‌های جمع‌آوری شده برای مقاطع مختلف در طی زمان می‌باشد. در داده‌هایی که بدین صورت جمع‌آوری می‌شوند، استقلال مشاهدات حفظ نمی‌گردد زیرا از هر شرکت در سال‌های مختلف چندین مشاهده تکرار شده است که این مشاهدات به هم وابسته‌اند (زیرا متعلق به یک شرکت هستند). برای تحلیل این نوع داده‌ها از تحلیل پانلی استفاده می‌گردد.

برای برازش مدل پژوهش، از آنجایی که با داده‌های ترکیبی یا پانلی سروکار داریم، باید ابتدا مدل مناسب را برای برآورد رگرسیونی انتخاب می‌کنیم. سپس با در نظر گرفتن پیش فرض‌های رگرسیونی برآورد مدل را انجام می‌دهیم. ابتدا لازم است مدل پژوهش معرفی شود.

### بررسی پیش فرض‌های رگرسیونی

برای این که برآورد رگرسیونی معتبر و قابل اتکا باشد، نیاز است که پیش فرض‌های رگرسیونی برقرار باشند. این پیش فرض‌ها شامل مانا یا پایا بودن تک تک متغیرهای مدل رگرسیونی، عدم وجود ناهمسانی واریانس‌ها در مدل، عدم وجود خودهمبستگی سریالی و عدم وجود هم‌خطی می‌باشد. در صورتی که تمامی این پیش فرض‌ها برقرار باشد، می‌توان برآورد رگرسیونی انجام داد.

### بررسی هم‌خطی

هم‌خطی وضعیتی است که نشان می‌دهد یک متغیر مستقل تابعی خطی از سایر متغیرهای مستقل است. اگر هم‌خطی در یک معادله رگرسیون بالا باشد، بدین معنی است که بین متغیرهای مستقل همبستگی بالایی وجود دارد و ممکن است باعث افزایش ضریب تعیین بسیار بالا و کاذب شود. زمانی که بین متغیرهای مستقل هم‌خطی وجود دارد، معادله رگرسیونی و همچنین ضریب تعیین به دست آمده معتبر نیست.

در این پژوهش برای بررسی هم‌خطی از مقدار VIF (عامل افزایش واریانس) استفاده میشود. اگر این متغیر کمتر از ۵ باشد، یعنی هم‌خطی بین متغیرها کم است و رگرسیون به دست آمده معتبر است

**جدول (۵): مقادیر عامل افزایش واریانس برای فرضیه اول پژوهش**

VIF	متغیر
۱,۶۴	OC
۲,۲۷	AGE
۱,۴۹	Size
۱,۵۸	LEV

با مشاهده مقادیر VIF می‌بینیم تمام مقادیر کوچک‌تر از بین ۱ و ۴ هستند، به همین دلیل هم‌خطی وجود بین متغیرها در مدل وجود ندارد.

**بررسی خودهمبستگی سریالی**

هرگاه دو مقدار متفاوت برای متغیرهای مستقل را در نظر بگیریم، فرض بر این است که جمله‌های اخلاص متناظر با آن‌ها از یکدیگر مستقل‌اند. در چنین حالتی می‌گوییم که جمله‌های اخلاص خودهمبستگی ندارند. اگر یک متغیر به متغیرهای دوره یا دوره‌های قبل خودش وابسته باشد خودهمبستگی می‌گویند که اگر به یک دوره قبل وابسته باشد خودهمبستگی مرتبه اول و اگر به دوره‌های قبل‌تر وابسته باشد همبستگی آن دوره یا سریالی گویند. برای کشف خودهمبستگی سریالی از آزمون دوربین - واتسون استفاده می‌کنیم. آزمون دوربین - واتسون (DW) آزمونی برای کشف خودهمبستگی مرتبه‌ی اول است؛ یعنی آزمون مذکور تنها وجود رابطه‌ی بین مقدار باقیمانده مدل در زمان‌های  $t$  و  $t-1$  را آزمون می‌نماید. مقدار آماره‌ی این آزمون بین صفر و چهار قرار دارد. چنانچه این آماره در بازه‌ی  $1/5$  و  $2/5$  قرار گیرد یعنی خودهمبستگی بین خطاها وجود ندارد. در غیر این صورت خودهمبستگی وجود دارد و باید از این بابت در مدل تصحیحی به کار گرفته شود تا این پیش‌فرض نیز برقرار شود.

**جدول (۶): نتایج آزمون دوربین واتسون**

نتیجه‌گیری	نتیجه‌ی آزمون	آماره‌ی آزمون
همبستگی بین خطاها وجود ندارد	پذیرش فرض صفر	۱/۹۳

با نگاهی به مقدار آماره‌ی دوربین - واتسون برای مدل پژوهش می‌بینیم که فرض صفر در مدل پذیرفته می‌شود، زیرا مقدار آماره‌ی دوربین واتسون برای آن‌ها بین  $1/5$  و  $2/5$  می‌باشد. پس بین خطاهای این مدل همبستگی وجود ندارد.

**انتخاب مدل**

در انتخاب مدل داده‌های ترکیبی با دو حالت کلی روبرو هستیم. در حالت اول عرض از مبدأ برای کلیه شرکت‌ها یکسان است که در این صورت با روش پول و در حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام شرکت‌ها متفاوت است که در این حالت روش پانل انتخاب می‌شود. برای شناسایی دو حالت مذکور از آزمون اف - لیمر استفاده می‌کنیم.



در هر دو روش پول و پانل ضریب شیب مقداری ثابت است ولی عرض از مبدأ در مدل پول ثابت و در مدل پانل متغیر است. مدل پانل را می‌توان به دو طبقه‌ی جدید رده‌بندی نمود. اگر عرض از مبدأهای متفاوت مدل‌های پانلی با متغیرهای توضیحی مدل رگرسیون، همبستگی معناداری داشته باشند (و به صورت تصادفی تعیین نشوند) می‌گوییم الگو از نوع اثرات ثابت است. چنانچه عرض از مبدأهای متفاوت الگوهای پانلی با متغیر توضیحی مدل رگرسیون، همبستگی معناداری نداشته باشند (و به صورت تصادفی تعیین شوند) گفته می‌شود الگو از نوع اثرات تصادفی است. هر دو الگوی اثرات ثابت و تصادفی در طبقه برآورد پانلی قرار می‌گیرند. در برآورد یک مدل که داده‌های آن از نوع ترکیبی است، ابتدا باید نوع الگوی برآورد مشخص شود. قاعده آماری تصمیم‌گیری آزمون لیمر به شکل زیر است:

$$\begin{cases} H_0: & \text{تمام عرض از مبدأها با هم برابرند.} \\ H_1: & \text{حداقل یکی از عرض از مبدأها با بقیه متفاوت است.} \end{cases}$$

در صورتی که فرض صفر رد نشود، از الگوی پول برای برازش داده‌ها استفاده می‌کنیم. ولی در صورت رد فرض صفر، باید با استفاده از آزمون هاسمن، الگوی اثرات ثابت را در مقابل الگوی اثرات تصادفی آزمون کرده و الگوی برتر را جهت برآورد مدل انتخاب کنیم.

جدول (۷): نتایج آزمون چاو یا لیمر

آزمون اثرات	مقدار آماره آزمون	درجه آزادی	P-Value	نتیجه آزمون
آزمون F لیمر	۱۳/۰۹	(۲۰۲,۶۵)	۰/۰۰۰۰	رد فرض صفر استفاده از مدل پانل

با توجه به نتایج حاصل از آزمون F لیمر، از آنجایی که مقدار P-Value این آزمون کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۰۰۰)، همسانی عرض از مبدأها رد شده و لازم است در برآورد مدل از روش داده‌های پانل استفاده شود. لذا لازم است برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی آزمون هاسمن انجام شود. نتایج آزمون هاسمن در جدول (۸) مشاهده می‌شود.

جدول (۸): نتایج آزمون هاسمن

آماره آزمون $X^2$	P-Value	نتیجه آزمون
۸۹/۵۴	۰/۰۰۰	رد فرض صفر پانل با اثرات ثابت

همچنین با توجه به نتایج حاصل از آزمون هاسمن، از آنجایی که مقدار P-Value این آزمون نیز کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۰۰)، بنابراین در برآورد می‌بایست روش اثرات ثابت بکار برده شود.

جدول (۹): نتایج برآورد مدل

نتیجه	مقدار احتمال	مقدار t	مقدار ضرایب	متغیر
معنی دار و مثبت	۰,۰۰۰	۷,۵۵	۰,۵۶	OC
بی معنی	۰,۱۷۲	-۱,۰۷	-۰,۶۷	AGE
معنی دار و منفی	۰,۰۰۰	-۷,۹۶	-۰,۷۶	Size
معنی دار و مثبت	۰,۰۲۸	۳,۸۰	۰,۶۳	LEV
معنی دار و مثبت	۰,۰۰۰	۹,۳۵	۳,۵۰	C (مقدار ثابت)
۰,۰۰۰	مقدار احتمال F	۷,۸۷	مقدار F	
۱,۹۳	دوربین واتسون	۰,۶۷۲۳	ضریب تعیین ( $R^2$ )	
		۰,۶۳۱۸	ضریب تعیین تعدیل شده	

### معناداری کل مدل

معنی داری مدل‌ها بستگی به مقدار آماره F و مقدار احتمال آن دارد که برای هر مدل رگرسیونی محاسبه می‌شود. در صورتی که مقدار احتمال برای این آماره کمتر از ۰/۰۵ باشد، فرض صفر مبنی بر «عدم وجود رابطه‌ی معنی‌دار» رد می‌شود و در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد. فرض صفر و فرض مقابل معنی‌داری مدل به‌صورت زیر می‌باشد.

$$\begin{cases} H_0: & \text{مدل معناداری وجود ندارد.} \\ H_1: & \text{مدل معناداری وجود دارد.} \end{cases}$$

### ضریب تعیین

معروف‌ترین آماره‌ی نیکویی برازش ضریب تعیین ( $R^2$ ) می‌باشد و مقدار آن بین صفر و یک قرار دارد. اگر  $R^2$  زیاد یعنی نزدیک به یک باشد، مدل داده‌ها را به‌خوبی برازش کرده است. درحالی‌که اگر  $R^2$  پایین یعنی نزدیک به صفر باشد، مدل برازش خوبی از داده‌ها ارائه نداده است. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۶۷/۲۳ درصد از تغییرات بازده سرمایه‌گذاری سهام توسط متغیرهای واردشده در مدل تبیین می‌شود. علاوه بر این از آنجایی‌که مقدار آماره دوربین واتسون مابین عدد ۱/۵ و ۲/۵ می‌باشد (۱/۹۳) لذا استقلال باقیمانده‌های مدل نیز مورد پذیرش قرار می‌گیرد. در خصوص هم خطی میان متغیرهای مدل نیز از آنجایی‌که مقدار آماره VIF برای تمامی متغیرها کمتر از ۱۰ است می‌توان گفت همخطی شدیدی میان آن‌ها وجود نداشته و این فرض از مفروضات رگرسیون کلاسیک نیز تأیید می‌شود. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز نشان می‌دهد که ۶۳/۱۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته پژوهش توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تحقیق تبیین می‌شود که ضریب نسبتاً مناسبی برای بیان رابطه میان متغیر وابسته و مستقل پژوهش می‌باشد.

### نحوه تصمیم‌گیری برای رد یا پذیرش فرضیه

با توجه به نتایج جدول (۹) سطح معنی‌داری (P-Value) آماره  $t$  مربوط به متغیر OC (بیش اعتمادی مدیران) کوچکتر از  $0/05$  بوده ( $0/000$ ) یعنی معنی‌دار است، ضریب آن ( $0/56$ ) مثبت می‌باشد و مقدار آماره  $t$  برای آن برابر با  $7/55$  می‌باشد این مقدار آماره  $t$  در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد. بنابراین می‌توان گفت بیش اعتمادی مدیران رابطه معنی‌دار و مثبتی با بازده سرمایه‌گذاری دارد.

### بحث و نتیجه‌گیری

#### تفسیر نتیجه آزمون و مقایسه نتایج

نتیجه فرضیه تحقیق نشان داد بیش اعتمادی مدیران با بازده سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت و معنی‌داری دارد. این نتایج تضمینی برای پیش‌بینی‌های تئوری است که بیان کرده بودند بیش اعتمادی مدیران باعث ایجاد ارزش اضافه برای شرکت می‌شود. در مورد رابطه بیش اعتمادی با بازده سرمایه‌گذاری، دارایی‌ها و عملکرد شرکت نتایج متفاوتی بدست آمده است. برخی تحقیقات نشان داده است که بیش اطمینانی سبب می‌شود مدیران دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک‌ها را کمتر از حد تخمین زده و احساس کند روی مسائل و رویدادها کنترل دارد، و در نتیجه بر عملکرد تاثیر منفی دارد. اما مطابق با برخی از یافته‌ها اغلب مدیران دارای اعتماد به نفس فکر می‌کنند احتمال موفقیت شرکت آنها از سایر شرکتها بیشتر است و برای تداوم فعالیتهای شرکت خود دوره طولانی تری اختصاص می‌دهند، سایر شرکتها و اینگونه مدیران در رابطه با هزینه‌های سرمایه‌گذاری خوشبین هستند و به فروش سهام فکر نمی‌کنند. بنابراین شروع به سرمایه‌گذاری بیشتری می‌کنند و از تأمین‌های مالی داخلی بیشتری استفاده می‌کنند. آنها همچنین به فکر توسعه و گسترش و نوآوری‌های بیشتر هستند که این عوامل موجب می‌شود شرکت آنها ارزش بیشتری کسب کند و بازده سرمایه‌گذاری آن شرکت افزایش یابد. این نتیجه مطابق با یافته‌های یانگ و همکاران (۲۰۱۹)، باهاراتی و همکاران (۲۰۱۶) و روئس و همکاران (۲۰۱۲) و ساعدی و رضائیان (۱۳۹۸) است. یانگ و همکاران (۲۰۱۹) نشان دادند که اعتماد به نفس بیش از حد مدیران با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه دارد. باهاراتی و همکاران (۲۰۱۶) نشان دادند مدیران ارشد اجرایی دارای اعتماد به نفس بیش از حد در مقایسه با مدیران ارشد اجرایی فاقد اعتماد به نفس بیش از حد، از طریق عملکرد بالاتر برای بازده سهام و ریسک‌پذیری بیشتر، میتوانند سود بیشتری برای شرکت خود به همراه داشته باشند. روئس و همکاران (۲۰۱۲) نیز در پژوهشی به بررسی رابطه اعتماد به نفس بیش از حد و عملکرد مالی برای دوره ۵ ساله پرداختند و به این نتیجه رسیدند که تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد پایین بر روی عملکرد شرکت منفی است درحالی‌که که تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد بالا بار روی عملکرد مثبت و معیندار است، که این نتیجه با نتایج این پژوهش همسو است. ساعدی و رضائیان (۱۳۹۸) نیز در تحقیقی مشابه به این نتیجه رسیدند که در شرایطی که مدیر عامل بیش اطمینان، عضو هیئت مدیره نیز باشد، درک وی از بازار و خواسته‌های سهامداران و فرایند گزارشگری مالی افزایش یافته و از قدرت و نظارت و نظرهای بالاتری برخوردار خواهد بود، در نتیجه بازده شرکت افزایش می‌یابد و شرکت ریسک کمتری را متحمل خواهد شد.

### پیشنهاد کاربردی برگرفته از نتیجه پژوهش

با توجه به نتیجه فرضیه اول تاثیر مثبت بیش اعتمادی مدیران بر بازده سرمایه گذاری، به فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می شود سود پیش بینی شده از سود واقعی را به عنوان معیار بیش اعتمادی مدیران مورد توجه قرار دهند، چرا که به علت توجه به عملکرد آتی مدیران در این زمینه می تواند بازده سرمایه گذاری آنان را افزایش دهد.

### منابع

- ✓ حیدری، مهدی، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر عامل رفتاری اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر چسبندگی هزینه، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۲، صص ۱۵۱-۱۷۲.
- ✓ ساعدی، رحمان، رضاییان، وحید، (۱۳۹۸) بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل بر بازده و ریسک غیرسیستماتیک سهام با توجه به نقش دوگانگی وظیفه مدیر عامل، تحقیقات مالی، دوره ۲۱، شماره ۱، صص ۷۹-۱۰۰.
- ✓ سجادی، حسین، گرگی زاده، مجید، (۱۳۸۹)، رابطه هزینه تبلیغات و ارزش شرکت با معیار کیوتوبین، فصلنامه بورس اوراق بهادار تهران، دوره ۳، شماره ۹، صص ۱۱۵-۱۳۰.
- ✓ شکری، عقیل، عبدالله، پاک دل مغالو، (۱۳۹۵)، بررسی تاثیر سود تقسیمی بر سرمایه گذاری شرکت ها با در نظر گرفتن معیار کمبود جریانات نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابرسی، سال پانزدهم، شماره ۵۹، صص ۷۷-۱۰۸.
- ✓ فروغی، داریوش، قاسم زاد، پیمان، (۱۳۹۷)، تأثیر اطمینان بیش از حد به عنوان یکی از تورش های رفتاری مدیران بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام، دانش حسابداری مالی، مقاله ۳، دوره ۲، شماره ۲، صفحه ۵۵-۷۲.
- ✓ غفوریان شاگردی، امیر، جهانشیری، رضا، غفوریان شاگردی، محمد سجاد، محمد، جعفر، نقوی، (۱۳۹۸)، بررسی تاثیر فرصت رشد شرکت بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیر عامل و بازده غیرعادی، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، دوره ۳، شماره ۲۰، صص ۱-۱۴.
- ✓ Bae, Jincheol, Jaehong Lee, Eunsoo Kim(2019), Does Fixed Asset Revaluation Build Trust between ,www.mdpi.com/journal/sustainability
- ✓ Bharati , Rakesh (2016) CEO confidence and stock returns, Journal of Contemporary Accounting and Economics 12(1)DOI: 10.1016/j.jcae.2016.02.006
- ✓ Frando, D. & Nokhbeh-fallah, Z. (2017). The effect of managerial overconfidence on conditional and unconditional conservatism. Journal of Financial Accounting Research, 6(19): 27-44. (in Persian).
- ✓ Gilson, S.C.. Management turnover and financial distress. Journal of financial economics ,25(02),1989, pp 241-262.
- ✓ Raymond, D. 2016. Is managerial overconfidence can affect the efficiency of expenditures made or not.? Evidence from Broiler Voluntary Corporate Financial Disclosure”, The Accounting Review, Vol. 85, No. 4, pp. 1131-1162
- ✓ Ying Hea, Cindy Chenb, , Yue Hu(2019), Managerial overconfience, internal fiancing, and efficiency: Evidence from China, investment, Research in International Business and Finance 47 (2019) 501-51