

بررسی تاثیر بیش اطمینانی مدیران بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

داریوش فرهادی کشکولی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، واحد گچساران، دانشگاه آزاد اسلامی، گچساران، ایران.
dariushfarhadi6@gmail.com

دکتر محسن احمدی

استادیار گروه حسابداری، واحد گچساران، دانشگاه آزاد اسلامی، گچساران، ایران. (نویسنده مسئول).
mohsen.a24@iau.ac.ir

چکیده

ارزش شرکت برای سهامداران، سرمایه‌گذاران، مدیران، اعتباردهندگان و سایر ذینفعان شرکت در ارزیابی آن‌ها از آینده شرکت و تاثیر آن در برآورد ریسک و بازدهی سرمایه‌گذاری و قیمت سهام اهمیت به سزایی دارد همچنین عملکرد یک مدیر فرااطمینانی از جهات مختلفی قابل بررسی است زیرا این ویژگی رفتاری مدیر بر بسیاری از تصمیمات و سیاست‌های وی اثرگذار است. یکی از ویژگی‌های اصلی این مدیران این است که اغلب به دلیل تحسین اغراق آمیز خود، اهداف غیر واقعی و دست نیافتنی را حفظ می‌کنند. تلاش برای دستیابی به این اهداف آنها را به مشارکت سوق می‌دهد به همین دلیل، در نظر گرفته می‌شوند که مدیران بیش اطمینان تاثیر زیادی بر نتایج شرکت دارند. از این رو هدف این تحقیق بررسی این موضوع است که آیا بیش اطمینانی مدیران بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد؟ جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۰ و با استفاده از اطلاعات ۱۸۶ شرکت و روش رگرسیون خطی چند متغیره به آزمون فرضیه پرداخته شد. با توجه به نتایج آزمون فرضیه تحقیق، مشاهده گردید که بیش اطمینانی مدیران بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

واژگان کلیدی: ارزش شرکت، بیش اطمینانی مدیران، ویژگی فردی.

مقدمه

بیش اطمینانی یا خوش‌بینی یک حالت روانی است که نشان‌دهنده امیدواری فرد به آینده و در مورد خاص مدیریت شرکت، نشان‌دهنده امیدواری مدیریت به آینده شرکت است که در مطالعات اخیر از وضعیت نسبی سرمایه‌گذاری‌های شرکت برای اندازه‌گیری آن استفاده شده است (فاسیو و همکاران^۱، ۲۰۱۶) و یک وضعیت فردی است که بر فرآیند تصمیم‌گیری تاثیر می‌گذارد. (گارسیا و همکاران^۲، ۲۰۲۱). نتایج مطالعه کارگون و همکاران^۳ (۲۰۲۰) نیز تأیید کننده وجود بیش اطمینانی یا خوش‌بینی در رفتار برخی مدیران است. نتایج بررسی‌های آنان نشان داد پیش‌بینی‌های اولیه مدیران به‌طور متوسط دارای خوش‌بینی هستند. این پدیده برای شرکت‌هایی که دارای عملکرد ضعیف قبلی بوده‌اند و شرکت‌های دارای سطوح بالای مالکیت داخلی و مدیریتی و شرکت‌های کوچکتر، بیشتر اتفاق می‌افتد. آن‌ها همچنین دریافتند که

¹ Faccio, M., Marchica, & Mura, M.

² García-Meca, Emma et al

³ Cragun, O. R., Olsen, K. J., & Wright, P. M

خوش بینی در پیش بینی های مدیران از سالی به سال دیگر تکرار می شود و نیروهای بازار، نقشی در نظم بخشیدن به صحت پیش بینی ها ندارند (گارسیا و همکاران، ۲۰۲۱).

بیش اطمینانی مدیریتی، به مدیرانی اشاره می کند که به صورت اتوماتیک احتمال عملکرد خوب شرکت را بیشتر و احتمال عملکرد ضعیف شرکت را کمتر تخمین می زنند (دوثلمن^۱، ۲۰۲۰). وجود مدیر با اطمینان بیش از حد، دلیلی برای توضیح ادغام های منتهی به کاهش ارزش و پرداخت هزینه بیشتر برای دستیابی به اهداف شرکت می باشد. افزون بر این اطمینان بیش از حد مدیران، تحریفاتی در مجموعه ای از تصمیمات شرکت شامل سرمایه گذاری، تأمین مالی خارجی و خط مشی های تقسیم سود ایجاد می نمایند (دشماخ و همکاران^۲، ۲۰۱۸). به عبارت دیگر، مدیریت نقش مهم و اساسی در عملکرد سازمان دارد. چرا که مدیر نقش عمده ای در تعیین استراتژی و عملکرد شرکت دارد. مدیران، افراد رده بالای سازمان هستند که اختیار و قدرت زیادی در تصمیم گیری دارند. تمایلات شخصی، سلیق و احساسات مدیران می تواند بر سیاست های انتخابی و رویه های سازمان تأثیرگذار باشد. بیش اطمینانی به عنوان یکی از مهمترین عوامل مؤثر بر رفتار مدیران می تواند منجر به تصمیماتی گردد که عملکرد شرکت را از بین ببرد (ابراهیمی، ۱۳۹۸).

در سال ۲۰۰۷، هامبریک^۳ همچنین با نشان دادن اینکه این مدیران تأثیر روشنی بر استراتژی، سیاست و عملکرد شرکت دارند، پایه و اساس نظریه های مربوط به تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر تصمیمات تجاری را پایه گذاری کرد. ادبیات گسترده ای وجود دارد که نشان می دهد مدیرانی که دارای بیش اطمینانی هستند بیشتر بر انجام فعالیت های چالش برانگیز یا جسورانه (استراتژی ها، سیاست ها، شیوه ها) برای دریافت تحسین و تشویق متمرکز هستند، حتی زمانی که این اقدامات می تواند منجر به نتایج مضر برای شرکت هایشان شود. یکی از ویژگی های اصلی این مدیران این است که اغلب به دلیل تحسین اغراق آمیز خود، اهداف غیر واقعی و دست نیافتنی را حفظ می کنند. تلاش برای دستیابی به این اهداف آنها را به مشارکت سوق می دهد به همین دلیل، در نظر گرفته می شوند که مدیران بیش اطمینان تأثیر زیادی بر نتایج شرکت دارند (به عنوان مثال، کلاهدراری مالی، مدیریت درآمد، نوآوری، تنوع، یا اجتناب از مالیات و غیره) (گارسیا و همکاران، ۲۰۲۱).

تحقیق پیرامون مالی رفتاری و بالخصوص بیش اطمینانی طی چند سال اخیر از جمله حوزه های با اهمیت تحقیقات دانشگاهی در جهان بوده است؛ اما این مبحث در ایران جزء موضوعات نسبتاً جدید محسوب می شود. ساختارهای خاص فرهنگی در ایران و اثرگذاری آن ها بر رفتارهای فردی و گروهی، لزوم شناخت تئوری ها و مدل های تحلیلی مالی رفتاری را برای فعالان و دست اندرکاران این عرصه اجتناب ناپذیر می نماید. مالی رفتاری کمک می کند تا با فرموله کردن مدل های رفتاری، بهتر بتوانیم شرایط شرکت ها و بازار را شناخته و در رفع برخی تنگناهای ناشی از الگوهای رفتاری بهتر عمل نماییم. بیش اطمینانی یا فرا اطمینانی به عنوان یکی از مهم ترین مباحث مالی رفتاری، بر تصمیم گیری و عملکرد همه فعالان عرصه مالی اثرگذار است. در پژوهش حاضر بیش اطمینانی مدیر مورد بحث قرار می گیرد. بیش اطمینانی یکی از نگرش های مدیران است که باعث می شود شرکت ها گزارش های مالی خود را تغییر دهند. این دیدگاه توسط بیانیه استانداردهای حسابرسی (SAS) شماره ۹ پشتیبانی می شود، که بیان می کند که نگرش های خاص محرک های احتمالی تقلب هستند (گارسیا و همکاران، ۲۰۲۱). رایسنیک و کاماندر^۴، (۲۰۱۳) به وضوح ثابت کردند که بیش اطمینانی در مدیران یک وضعیت روانی است که با بروز بیشتر تقلب در ارتباط است. همانطور که این نویسندگان بیان کردند، مدیران دارای بیش اطمینان می توانند از تاکتیک های تهاجمی برای دستیابی به نیاز خود برای «تحسین خود» استفاده کنند.

¹ Dothlman

² Dashmakh & et al

³ Hambrick, D. C.

⁴ Rijsenbilt, A., & Commandeur, H

مطالعات قبلی موافق هستند که کمیته حسابرسی با مدیریت سود ارتباط منفی دارد (صالح و همکاران^۱، ۲۰۰۷) و کیفیت گزارشگری مالی را بهبود می بخشد. کمیته‌های حسابرسی تمایل دارند تجربیات و دانش را در بین اعضای با مهارت‌های مختلف به اشتراک بگذارند، که می‌تواند نظارت موثر بر تصمیمات مدیر عامل را مورد حمایت قرار دهد. کمیته‌های حسابرسی بزرگتر به عنوان منبع استعداد و منابع انسانی تلقی می‌شوند که کیفیت افشای مالی را تضمین می‌کند (برزگر و همکاران، ۱۳۹۹). مطابق پژوهش‌های پیشین ویژگی‌های فردی مدیران ارشد و مدیران عامل بر تصمیم‌گیری‌ها در سطح سازمانی تأثیر می‌گذارند،

تحقیقات قبلی در سایر کشورها نشان می‌دهد که بیش اطمینانی می‌تواند بر سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و سیاست‌های تقسیم سود شرکت اثرگذار باشد (به عنوان مثال مالمندیر و تیت، ۲۰۰۸؛ کوردیرو^۲، ۲۰۰۸؛ دشماخ و همکاران^۳، ۲۰۱۰؛ مالمندیر و همکاران، ۲۰۱۱؛ هیرشلیفر و همکاران^۴، ۲۰۱۲). بررسی اثرات بیش اطمینانی بر سیاست‌های شرکت، از جمله سیاست‌های حسابداری امر مهمی است؛ زیرا این ویژگی رفتاری می‌تواند باعث اتخاذ تصمیماتی شود که اثرات سوئی بر ارزش شرکت داشته باشند و در نتیجه تأمین مالی برای شرکت پرهزینه‌تر شود. از سویی دیگر ممکن است بیش اطمینانی فوایدی در پی داشته باشد. به عنوان مثال ایجاد انگیزه ریسک‌پذیری در مدیران فرااطمینانی نسبت به سایر مدیران آسانتر و کم‌هزینه‌تر است (احمد و دوئلمن^۵، ۲۰۱۳). مدیران فرااطمینانی بازده آینده پروژه‌های سرمایه‌گذاری، را دست بالا تخمین می‌زنند، بنابراین ممکن است شناخت زیان را به تأخیر اندازند. علاوه بر این ممکن است برآوردهای خوشبینانه‌تری در تعیین ارزش دارایی‌هایی شرکت داشته باشند.

ارزش شرکت برای سهامداران، سرمایه‌گذاران، مدیران، اعتباردهندگان و سایر ذینفعان شرکت در ارزیابی آن‌ها از آینده شرکت و تأثیر آن در برآورد ریسک و بازدهی سرمایه‌گذاری و قیمت سهام اهمیت به سزایی دارد (عباسی، ۱۳۹۸). اگر شرکت در ایجاد ارزش موفق باشد، نه تنها سرمایه‌گذاران و افراد داخلی شرکت‌ها بلکه در سطح وسیع‌تر، جامعه از ایجاد ارزش بهره‌مند خواهد شد (تقی‌نژاد، ۱۳۹۹). همچنین ارزش شرکت ناشی از درک سرمایه‌گذار از شرکت است که منجر به قیمت سهام در بازار شده است (ماهونی^۶، ۲۰۲۰). عملکرد یک مدیر فرااطمینانی از جهات مختلفی قابل بررسی است زیرا این ویژگی رفتاری مدیر بر بسیاری از تصمیمات و سیاست‌های وی اثرگذار است. در پژوهش حاضر قصد بر این است که اثر این ویژگی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شود. از سوی دیگر، تعیین ارزش شرکت از جمله عوامل مهم در فرآیند سرمایه‌گذاری است. ارزش هر شرکت با توجه به ارزش سهام آن قابل تعیین است. از این رو، سرمایه‌گذار با توجه به ارزش شرکت، اولویت خود را در سرمایه‌گذاری مشخص می‌کند. از جمله عوامل مؤثر بر ارزش سهام شرکت، تصمیم‌گیری‌های مالی است. در دهه‌های اخیر، اهمیت و تاثیرگذاری تصمیم‌گیری‌های مالی بر ارزش شرکت، به یکی از موضوع‌های اصلی در پژوهش‌های دانشگاهی تبدیل شده در ادامه می‌توان گفت با توجه به ویژگی شخصیتی مدیران بیش اطمینان، انتظار می‌رود این افراد نسبت به سایر مدیران از بدهی بیشتری استفاده کنند که این امر باعث افزایش ریسک شرکت می‌شود. همچنین به دلیل ریسک‌پذیری آن‌ها می‌توان گفت تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های نوآورانه نسبت به سایر مدیران دارند. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت مدیران بیش اطمینان باعث کاهش ارزش شرکت می‌شوند. زیرا با توجه به موارد اشاره شده، این دسته از مدیران به دلیل ویژگی رفتاری خود، تمایل بیشتری به افزایش بدهی در شرکت دارند و نسبت به سرمایه‌گذاری فعالیت‌های نوآورانه در شرایط عدم اطمینان

¹ Saleh, N. M., Iskandar, T. M., & Rahmat, M. M.

² Cordeiro, L.

³ Deshmuk, S.; Goel, A. and Howe, K

⁴ Hirshleifer, D.; Low, A. and Teoh, S.

⁵ Ahmed & Duellman

⁶ Mahogany

استقبال نشان می‌دهند و نتیجه آن منجر به کاهش ارزش شرکت می‌شود (زاوارتیا و همکاران^۱، ۲۰۱۵). از این رو هدف این تحقیق بررسی این موضوع است که آیا بیش اطمینانی مدیران بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد؟

پیشینه پژوهش

رجایی زاده و همکاران (۱۴۰۰) در بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ با نمونه مشتمل بر ۱۲۰ شرگت و با استفاده از رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی پرداختند به این نتیجه رسیدند که بیش اطمینانی مدیریت بر کارایی سرمایه گذاری در نیروی انسانی تأثیر معکوس و معناداری دارد.

کمالی کرمانی (۱۴۰۰) در تحقیقی به بررسی ویژگی‌های مدیرعامل شرکت و رشد ارزش شرکت: تجزیه و تحلیل رگرسیون چندکی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. به این منظور تعداد ۱۱۷ شرکت طی بازه زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۵ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد که بین دوره تصدی مدیرعامل و ارزش شرکت ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد و در شرکت‌های با فرصت رشد نیز همین ارتباط تداوم دارد. بین مالکیت مدیرعامل و ارزش شرکت ارتباط منفی و معناداری وجود دارد و در شرکت‌های با فرصت رشد نیز همین ارتباط تداوم دارد. بین دانش مالی مدیرعامل و ارزش شرکت در شرکت‌های با فرصت رشد بالا رابطه مثبتی وجود دارد. علاوه بر این شواهد قابل اتکایی مبنی وجود رابطه بین دوگانگی مدیرعامل و ارزش شرکت با توجه فرصت‌های رشد شرکت‌ها یافت نشد.

تقی نژاد (۱۳۹۹) پژوهشی را با عنوان بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در ۲۳۰ شرکت در طی سال‌های ۱۳۹۷-۱۳۹۱ با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره به روش داده‌های تابلویی انجام داد. نتایج مطالعه وی نشان داد که بین محدودیت‌های مالی و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

نجاتی و همکاران (۱۳۹۸) پژوهشی را با عنوان بررسی تأثیر تقسیم سود بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران روی ۱۲۶ شرکت در طی سال‌های ۱۳۹۶-۱۳۹۳ با استفاده از روش تجزیه و تحلیل معادلات ساختاری با رویکرد حداقل مربعات جزئی انجام دادند. در این تحقیق به بررسی تأثیر تقسیم سود بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین تقسیم سود و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

عباسی (۱۳۹۸) پژوهشی را با عنوان بررسی اثر سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت روی ۱۲۶ شرکت در طی سال‌های ۱۳۹۵-۱۳۸۹ با استفاده از رگرسیون حداقل مربعات و داده‌های ترکیبی انجام داد. نتایج حاصل از این تجزیه و تحلیل حاکی از آن است که، سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت تأثیرگذار است.

رحیمی و همکاران (۱۳۹۸) پژوهشی را با عنوان بررسی رابطه بین هزینه تحقیق و توسعه و ارزش شرکت روی ۱۲۰ شرکت در طی سال‌های ۱۳۹۶ - ۱۳۹۰ با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه به روش حداقل مربعات تعمیم یافته انجام دادند. نتایج بررسی‌ها نشان داد که بین هزینه تحقیق و توسعه و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

حسینی القار و رحیمیان (۱۳۹۷) تحقیقی با عنوان بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت در ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. جامعه آماری پژوهش را شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ تشکیل می‌دهد. در این پژوهش برای اندازه‌گیری بیش اطمینانی

¹ Zavertiaeva, V. Kuminova & Lopez-Itturiaga

مدیریت از دو سنجه مبتنی بر سوگیری مدیران در پیش‌بینی سود و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیران استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد بیش اطمینانی مدیریت، تأثیر مثبت معناداری در ساختار سررسید بدهی دارد و شرکت‌های با مدیران بیش اطمینان، با انتخاب درصد بیشتری از بدهی کوتاه‌مدت، ساختار سررسید بدهی کوتاه‌تری اتخاذ می‌کنند و ریسک نقد شوندگی مربوط به این سیاست تأمین مالی، آنان را از این رفتار باز نمی‌دارد.

واتس و تیت^۱ (۲۰۱۹) پژوهشی را با عنوان بررسی رابطه بین بیش اطمینانی و عملکرد آتی شرکت در ۱۲۴ شرکت در طی سال‌های ۲۰۱۶ - ۲۰۱۲ در ژاپن با استفاده از مدل رگرسیونی چند متغیره به بررسی رابطه بین بیش اطمینانی و عملکرد آتی شرکت پرداختند. نتایج حاصل از تحقیق آنان حاکی از این بود که بین بیش اطمینانی و عملکرد آتی شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

ایونیتا و دینو^۲ (۲۰۲۱) در تحقیقی به بررسی تأثیر دارایی‌های نامشهود بر رشد و ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بخارست طی سال‌های ۲۰۱۶ تا ۲۰۱۹ و نمونه مشتمل بر ۴۲ شرکت با استفاده از مدل حداقل مربعات معمولی از طریق رگرسیون خطی انجام دادند به این نتیجه رسیدند که دارایی‌های نامشهود تأثیر مثبتی بر رابطه ارزش و رشد شرکت ندارد.

جومان کیم و همکاران^۳ (۲۰۲۰) پژوهشی را با عنوان بررسی نقش هزینه‌های تحقیق و توسعه بر رابطه بین محدودیت‌های مالی و تقسیم سود بر ارزش شرکت‌های دارویی در کره انجام دادند. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های دارای محدودیت مالی با سود تقسیمی تأثیر مثبت بیشتری نسبت به شرکت‌های دارای محدودیت مالی بدون سود تقسیمی بر ارزش شرکت دارند و همچنین مدیران شرکت‌های دارای محدودیت مالی انگیزه‌هایی برای استفاده از سود تقسیمی دارند تا هزینه‌های تحقیق و توسعه بر ارزش شرکت آن‌ها، تأثیر مثبتی داشته باشد.

طبوربی و همکاران^۴ (۲۰۲۰) پژوهشی را با عنوان بررسی هزینه تحقیق و توسعه و عملکرد آتی شرکت با تأکید بر نقش بیش اطمینانی و مالکیت دولتی در طی سال‌های ۲۰۱۶ - ۲۰۰۷ در ویتنام انجام دادند. نتایج تحقیق آن‌ها بیانگر این مطلب بود که هزینه تحقیق و توسعه بر عملکرد آتی شرکت تأثیر می‌گذارد. همچنین آن‌ها به این نتیجه رسیدند که بیش اطمینانی و مالکیت دولتی بر عملکرد آتی شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد.

لای و همکاران^۵ (۲۰۲۰) به بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیر و کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی را مورد بررسی قرار دادند که یافته‌های آنان نشان داد که شرکت‌های دارای مدیرعامل با اعتماد به نفس بالا، کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی کمتری دارند.

علی احمد^۶ (۲۰۲۰) پژوهشی را با عنوان بررسی تأثیر سیاست‌های تأمین مالی، سیاست‌های تقسیم سود و ساختار شرکت بر روی ارزش شرکت‌ها با استفاده از متغیر Q توبین در دو حالتی که شرکت دارای فرصت رشد و شرکت فاقد فرصت رشد باشد در ۱۴۰ شرکت در طی سال‌های ۲۰۱۷ - ۲۰۱۱ در کوالالامپور با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره و داده‌های ترکیبی انجام داد. نتایج آن بیانگر این مطلب بود که سیاست‌های تأمین مالی و سیاست‌های تقسیم سود دارای تأثیر بالقوه‌ای بر روی ارزش شرکت‌ها هستند ولی این تأثیر در مورد سیاست‌های تأمین مالی شرکت در حالت نبود فرصت‌های بالقوه رشد معکوس خواهد بود. همچنین ساختار سرمایه تأثیر معناداری بر روی ارزش شرکت در دوره پژوهش نداشته است.

¹ watts & titee

² Ionita, C. and Dinu, E.

³ JooMan Kim & et al

⁴ Tebourbi & et al.

⁵ Lai et al

⁶ Ali Ahmed

ماس و استین^۱ (۲۰۱۹) پژوهشی را با عنوان بررسی رابطه بین محدودیت مالی و ارزش شرکت در ۳۲۰ شرکت در طی سال‌های ۲۰۰۷ - ۲۰۱۱ در شرکت اندونزی با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه به روش حداقل مربعات تعمیم یافته به بررسی رابطه بین محدودیت مالی و ارزش شرکت پرداختند. نتایج آن‌ها بیانگر این مطلب بود که بین محدودیت مالی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

واتس و تیت^۲ (۲۰۱۹) پژوهشی را با عنوان بررسی رابطه بین بیش اطمینانی و عملکرد آتی شرکت در ۱۲۴ شرکت در طی سال‌های ۲۰۱۶ - ۲۰۱۲ در ژاپن با استفاده از مدل رگرسیونی چند متغیره به بررسی رابطه بین بیش اطمینانی و عملکرد آتی شرکت پرداختند. نتایج حاصل از تحقیق آنان حاکی از این بود که بین بیش اطمینانی و عملکرد آتی شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه پژوهش

فرضیه تحقیق: بیش اطمینانی مدیران بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

روش پژوهش

پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت، یک پژوهش توصیفی با تاکید بر روابط همبستگی است، زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می‌کند و از طرف دیگر رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون تعیین می‌نماید. علاوه بر این در حوزه مطالعات پس رویدادی قرار می‌گیرد و مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و سایر اطلاعات واقعی است که با روش استقرایی به کل جامعه آماری قابل تعمیم خواهد بود. برای جمع‌آوری داده‌های متغیرهای پژوهش از صورت‌های مالی شرکت‌ها و از منابع مختلفی همچون نرم‌افزار ره‌آورد نوین و سایت اینترنتی متعلق به مرکز مدیریت پژوهش و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و سایت کدال استفاده شده است. قلمرو زمانی این پژوهش از سال ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۰ است. نمونه نهایی تحقیق بعد از اعمال محدودیت‌ها ۱۸۶ شرکت انتخاب گردید.

مدل تحقیق

مدل آماری برای بررسی فرضیه تحقیق

$$FV_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{overcon} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{BM} + \beta_4 \text{LEV} + \beta_5 \text{Loss} + \beta_6 \text{CF} + \varepsilon$$

متغیر مستقل

بیش اطمینانی (overcon): تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت، حاوی اطلاعاتی درباره میزان اطمینان بیش از حد مدیریتی است. به منظور اندازه‌گیری این متغیر می‌توان از دو مولفه پیش بینی‌جانب‌داری مدیران و مازاد سرمایه‌گذاری استفاده نمود. در این پژوهش مطابق با پژوهش احمد و دوئل‌من (۲۰۱۳) برای اندازه‌گیری اطمینان بیش از حد مدیریتی از (مازاد سرمایه‌گذاری) استفاده شده است. بدین منظور ابتدا مدل رگرسیونی زیر به صورت مقطعی برآورد می‌شود و پس از آن در هر سال باقیمانده محاسبه خواهد شد. چنانچه باقیمانده مدل زیر برای شرکتی بزرگ‌تر از صفر باشد؛ به این

¹ Moss and Stein

² watts & titee

معناست که در آن شرکت بیش از حد سرمایه گذاری شده است. که بدین منظور اگر باقیمانده مدل زیر در سال بررسی، بزرگ تر از صفر باشد؛ برابر با یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته خواهد شد (جهانشاهی، ۱۳۹۷).

$$ASSET_{it} * GR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SALES_{it} * GR_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر وابسته:

ارزش شرکت (FV): جهت تعیین ارزش شرکت از کیوی (Q) توبین (TOBIN) استفاده می‌شود. مقدار Q توبین نیز از تقسیم ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت بدست می‌آید.

ارزش دفتری (دارایی‌ها و بدهی‌ها) از ترازنامه شرکت‌ها و ارزش بازار (قیمت مبادله سهام در تعداد سهام) از تابلوی ارزش منتشرشده شرکت‌ها و از طریق نرم افزارهای بورس اوراق بهادار تهران محاسبه می‌شود.

متغیرهای کنترلی

Size_{it}: لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت در پایان سال مالی به عنوان معیار اندازه شرکت.

BM_{it}: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت.

Leverage_{it}: اهرم مالی شرکت i در سال t که از تقسیم بدهی بر ارزش دفتری دارایی‌ها محاسبه می‌گردد.

CF_{it}: از نسبت جریان نقد عملیاتی بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

یافته ها

توصیف آماری متغیرها

جدول (۱): شاخص‌های توصیفی متغیرها

متغیرهای پیوسته					پنل الف:
انحراف معیار	کمترین	بیشترین	میانه	میانگین	
۵,۱۳	۰,۷۲	۲۰,۸۲	۳,۵۵	۵,۴۳	ارزش شرکت
۰,۲۳	۰,۰۳	۰,۸۸	۰,۲۶	۰,۳۲	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت
۰,۱۴	-۰,۳۹	۰,۷۳	۰,۱۰	۰,۱۲	نسبت جریان نقد عملیاتی
۰,۱۹	۰,۲۳	۰,۹۲	۰,۵۹	۰,۵۸	اهرم مالی
۱,۶۷	۱۲,۴۲	۱۸,۱۸	۱۴,۷۱	۱۴,۹۴	اندازه شرکت
متغیرهای گسسته					پنل ب:
درصد	فراوانی	نوع طبقه	نام متغیر		
۵۴/۰۱ %	۱۱۰۵	۰	بیش اطمینانی مدیران		
۴۵/۹۹ %	۹۴۱	۱			

با نگاهی به جدول (۱) مشاهده می‌شود که میانه و میانگین متغیرها فاصله زیادی باهم ندارند و هر چه قدر به هم نزدیک باشد توزیع آن‌ها به توزیع نرمال نزدیک‌تر است. در بین متغیرها ارزش شرکت با مقدار (۱۴/۹۷) دارای بیشترین میانگین و متغیر نسبت جریان نقد عملیاتی با مقدار (۰/۱۲) دارای کمترین میانگین است. با مقایسه انحراف معیار متغیرهای موردبررسی به این نتیجه می‌رسیم که متغیر نسبت جریان نقد عملیاتی با مقدار (۰/۱۴) نسبت به سایر متغیرها دارای کمترین پراکندگی است و متغیر ارزش شرکت با مقدار (۵/۱۳) دارای بیشترین پراکندگی است و این بدان معناست که این متغیر نوسان‌های شدیدتری دارد است. با توجه به پنل ب نیز نتایج نشان می‌دهد درصد فراوانی متغیر بیش اطمینانی

مدیران ۴۵/۹۹٪ می‌باشد که نشان دهنده این است که تقریباً ۴۵/۹۹٪ یعنی حدود ۹۴۱ شرکت مورد بررسی دارای مدیران بیش اطمینان هستند.

آزمون‌های ریشه واحد در داده‌های تابلویی

برای بررسی مانایی از آزمون ریشه‌ی واحد^۱ استفاده شده است. خروجی آزمون نرم‌افزار ایویوز در پیوست شماره ۲ ارائه شده است.

جدول (۲): خلاصه نتایج آزمون ریشه‌ی واحد-آزمون لوین لین و چپو

نام متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
ارزش شرکت	-۱۳۶/۵۱	۰/۰۰۰۰	مانا
بیش اطمینانی مدیران	-۱۱/۷۱	۰/۰۰۰۰	مانا
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت	-۱۴/۳۰	۰/۰۰۰۰	مانا
نسبت جریان نقد عملیاتی	-۲۱/۹۵	۰/۰۰۰۰	مانا
اهرم مالی	-۱۰/۰۵	۰/۰۰۰۰	مانا
اندازه شرکت	-۲۰/۹۷	۰/۰۰۰۰	مانا (مرتبه اول)

با توجه به نتایج ۲ می‌توان گفت از آنجایی که احتمال‌های محاسبه شده در آزمون لوین لین و چپو کوچکتر از ۰/۰۵ است در نتیجه فرضیه صفر که مبنی بر وجود ریشه واحد برای متغیرها پذیرفته نمی‌شود و تمامی متغیرها مانا هستند.

آزمون ناهمسانی واریانس

برای آزمون ناهمسانی واریانس از آزمون وایت استفاده شده است.

جدول (۳): آزمون همسانی واریانس

آزمون وایت	مقدار آماره	سطح معنی‌داری	نتیجه
مدل اول	۳۶/۳۳	۰/۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس

برای تخمین الگوهای اقتصادی، روش‌های متفاوتی وجود دارد. با لحاظ کردن فرض کلاسیک، روش حداقل مربعات معمولی (OLS) بر اساس قضیه گاوس-مارکف بهترین تخمین زننده خطی بدون تورش است؛ اما در صورت وجود ناهمسانی واریانس دیگر روش حداقل مربعات معمولی (OLS) روش مناسبی برای تخمین نیست که از این رو با وزن دادن (Cross-section weights) به رفع آن پرداخته و مدل مناسب برای تخمین آزمون فرضیه‌ها روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) خواهد بود.

انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیون

برای مشخص کردن نوع مدل در مقاطع و دوره‌های زمانی مختلف داده‌های ترکیبی از آزمون F مقید (چاو) استفاده شده است؛ که خروجی آزمون در جدول ۴ نشان داده شده است.

¹ Unit Root Test

جدول (۴): نتایج آزمون چاو (F مقید) در بررسی مدل فرضیات تحقیق

مدل	آماره F	p-value	نتیجه آزمون چاو	نوع آزمون
مدل اول	۶/۵۵	۰/۰۰۰۰	H ₀ رد می شود	داده‌های ترکیبی Panel date

نتایج خروجی آزمون F نشان می‌دهد فرضیه صفر مدل رد شده چون سطح معناداری کمتر از ۵ درصد به دست آمده و از میان طرح پنل یا رگرسیون تجمیع شده (تلفیقی) و پنل انتخاب می‌شود. همچنین برای انتخاب اثرات ثابت و اثرات تصادفی مدل از آزمون هاسمن استفاده شد. در صورتی سطح معناداری آزمون هاسمن بیشتر از ۵ درصد باشد مدل اثرات تصادفی و در صورتی که سطح معناداری آزمون هاسمن کمتر از ۵ درصد باشد مدل اثرات ثابت انتخاب می‌شود. خروجی آزمون هاسمن به شرح جدول ۵ می‌باشد.

جدول (۵): نتایج آزمون هاسمن در بررسی مدل فرضیات تحقیق

آزمون هاسمن	آماره	p-value	نتیجه آزمون هاسمن	نوع آزمون
مدل اول	۳۰۲/۴۷	۰/۰۰۰۰	H ₀ رد می شود	اثرات ثابت

بررسی آزمون فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول: بیش اطمینانی مدیران بر ارزش شرکت تأثیر معناداری وجود دارد.

جدول (۶): نتایج تخمین فرضیه تحقیق

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری	همخطی
عرض از مبدا	-۳۳.۳۱۳۱۹	۱.۹۶۴۹۷۷	-۱۶.۹۵۳۴۸	۰.۰۰۰۰	-
بیش اطمینانی مدیران	۰.۰۱۶۲۷۱	۰.۰۰۴۷۷۳	۳.۴۰۸۸۱۸	۰.۰۰۰۷	۱.۲۷۶۵۱۵
اندازه شرکت	۲.۳۸۵۹۱۶	۰.۱۰۳۷۱۵	۲۳.۰۰۴۶۰	۰.۰۰۰۰	۱.۴۷۵۶۶۴
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت	-۴.۸۳۱۴۸۹	۰.۵۲۴۰۸۷	-۹.۲۱۸۸۶۰	۰.۰۰۰۰	۱.۴۰۱۳۰۵
اهرم مالی	۷.۳۹۶۸۱۲	۰.۷۳۱۸۴۱	۱۰.۱۰۷۱۴	۰.۰۰۰۰	۱.۳۵۵۸۴۵
نسبت جریان نقد عملیاتی	۲.۱۶۳۴۹۵	۰.۵۸۲۷۱۱	۳.۷۱۲۸۱۱	۰.۰۰۰۲	۱.۱۴۰۸۳۳
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
ضریب تعیین	۰/۷۴				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۱				
آماره F	۲۴/۲۰				
سطح معناداری F	۰/۰۰				
دوربین واتسون	۱/۹۷				

در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به این که سطح معناداری آماره F از ۵ درصد کوچک‌تر است (۰/۰۰) لذا مدل معنی‌دار بوده و فرضیه H₁ آزمون F در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۷۴ درصد متغیر ارزش شرکت توسط متغیرهای توضیحی تبیین می‌گردد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۷۱ درصد به دست آمده است. علاوه بر این به منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره دوربین واتسون توجه نمود چون مقدار آن ۱/۹۷ بین بازه قابل قبول قرار دارد فرض همبستگی جملات خطا رد می‌شود. با توجه به نتایج بدست آمده از آزمون همخطی مشاهده می‌شود همه متغیرها کمتر از ۱۰ می‌باشد از این رو مشکل همخطی در این مدل وجود ندارد.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر بیش اطمینانی مدیران با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۵ درصد هستند که نشان دهنده رابطه معنادار با ارزش شرکت است لذا فرضیه تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود. و از آنجایی که ضریب این متغیر مثبت است پس بیش اطمینانی مدیران و ارزش شرکت رابطه مستقیمی دارد. همچنین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت، اهرم مالی و جریان نقد عملیاتی با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با ارزش شرکت دارند. اما زیان شرکت با توجه به سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با ارزش شرکت ندارند.

بحث و نتیجه‌گیری

بیش اطمینانی مدیریتی، به مدیرانی اشاره می‌کند که به صورت اتوماتیک احتمال عملکرد خوب شرکت را بیشتر و احتمال عملکرد ضعیف شرکت را کمتر تخمین می‌زنند. وجود مدیر با اطمینان بیش از حد، دلیلی برای توضیح ادغام‌های منتهی به کاهش ارزش و پرداخت هزینه بیشتر برای دستیابی به اهداف شرکت می‌باشد. افزون بر این اطمینان بیش از حد مدیران، تحریقاتی در مجموعه‌ای از تصمیمات شرکت شامل سرمایه‌گذاری، تأمین مالی خارجی و خط مشی‌های تقسیم سود ایجاد می‌نمایند. به عبارت دیگر، مدیریت نقش مهم و اساسی در عملکرد سازمان دارد. چرا که مدیر نقش عمده‌ای در تعیین استراتژی و عملکرد شرکت دارد. مدیران، افراد رده بالای سازمان هستند که اختیار و قدرت زیادی در تصمیم‌گیری دارند. تمایلات شخصی، سلیق و احساسات مدیران می‌تواند بر سیاست‌های انتخابی و رویه‌های سازمان تأثیرگذار باشد. بیش اطمینانی به عنوان یکی از مهمترین عوامل مؤثر بر رفتار مدیران می‌تواند منجر به تصمیماتی گردد که عملکرد شرکت را از بین ببرد. ارزش شرکت برای سهامداران، سرمایه‌گذاران، مدیران، اعتباردهندگان و سایر ذینفعان شرکت در ارزیابی آن‌ها از آینده شرکت و تأثیر آن در برآورد ریسک و بازدهی سرمایه‌گذاری و قیمت سهام اهمیت به سزایی دارد. اگر شرکت در ایجاد ارزش موفق باشد، نه تنها سرمایه‌گذاران و افراد داخلی شرکت‌ها بلکه در سطح وسیع‌تر، جامعه از ایجاد ارزش بهره‌مند خواهد شد. همچنین ارزش شرکت ناشی از درک سرمایه‌گذار از شرکت است که منجر به قیمت سهام در بازار شده است. عملکرد یک مدیر فرااطمینانی از جهات مختلفی قابل بررسی است زیرا این ویژگی رفتاری مدیر بر بسیاری از تصمیمات و سیاست‌های وی اثرگذار است. در پژوهش حاضر قصد بر این است که اثر این ویژگی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شود. از سوی دیگر، تعیین ارزش شرکت از جمله عوامل مهم در فرآیند سرمایه‌گذاری است. ارزش هر شرکت با توجه به ارزش سهام آن قابل تعیین است. از این رو، سرمایه‌گذار با توجه به ارزش شرکت، اولویت خود را در سرمایه‌گذاری مشخص می‌کند. از جمله عوامل مؤثر بر ارزش سهام شرکت، تصمیم‌گیری‌های مالی است. در دهه‌های اخیر، اهمیت و تأثیرگذاری تصمیم‌گیری‌های مالی بر ارزش شرکت، به یکی از موضوع‌های اصلی در پژوهش‌های دانشگاهی تبدیل شده در ادامه می‌توان گفت با توجه به ویژگی شخصیتی مدیران بیش اطمینان، انتظار می‌رود این افراد نسبت به سایر مدیران از بدهی بیشتری استفاده کنند که این امر باعث افزایش ریسک شرکت می‌شود. همچنین به دلیل ریسک پذیری آن‌ها می‌توان گفت تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های نوآورانه نسبت به سایر مدیران دارند. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت مدیران بیش اطمینان باعث کاهش ارزش شرکت می‌شوند. زیرا با توجه به موارد اشاره شده، این دسته از مدیران به دلیل ویژگی رفتاری خود، تمایل بیشتری به افزایش بدهی در شرکت دارند و نسبت به سرمایه‌گذاری فعالیت‌های نوآورانه در شرایط عدم اطمینان استقبال نشان می‌دهند و نتیجه آن منجر به کاهش ارزش شرکت می‌شود. از این رو هدف این تحقیق بررسی این موضوع است که آیا بیش اطمینانی مدیران بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد؟ جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۰ و با استفاده از اطلاعات

۱۸۶ شرکت و روش رگرسیون خطی چند متغیره به آزمون فرضیه پرداخته شد. با توجه به نتایج آزمون فرضیه تحقیق، مشاهده گردید که بیش اطمینانی مدیران بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

منابع

- ✓ ابراهیمی، مجید، (۱۳۹۸)، بررسی رابطه بین مالکیت دولتی و عملکرد آتی شرکت، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره ۳، شماره ۱۱، صص ۴۴-۵۶.
- ✓ برزگر، قدرت اله، حسن نتاج کردی، محسن، عباسی، علی، (۱۳۹۹)، تاثیر ویژگی‌های کمیته‌ی حسابرسی بر اجتناب مالیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات حسابداری و حسابرسی، دوره ۹، شماره ۳۳، صص ۲۵-۴۲.
- ✓ تقی نژاد، مسعود، (۱۳۹۹)، بررسی اثر محدودیت های مالی بر ارزش شرکت، پژوهش های حسابداری مالی، سال ششم، شماره ۱، صص ۱۵-۲۶.
- ✓ جهانشاهی، ناصر، (۱۳۹۷)، رابطه‌ی بین بیش اطمینانی مدیران، مسئولیت‌پذیری اجتماعی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبایی.
- ✓ حسنی القار، مسعود، رحیمیان، نظام‌الدین، (۱۳۹۷)، بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت در ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، دوره ۶، شماره ۱، صص ۸۹-۱۰۶.
- ✓ رجایی زاده هرنندی، احسان، مومنی، مرضیه، عرب خراسانی، مسعود، (۱۴۰۰)، بررسی تاثیر بیش اطمینانی مدیریت بر کارایی سرمایه گذاری در نیروی انسانی، چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۴، شماره ۳۸، صص ۲۰-۳۴.
- ✓ رحیمی، مصطفی، مرادی، بهرام، موسوی، محمد، (۱۳۹۸)، بررسی رابطه بین هزینه تحقیق و توسعه و ارزش شرکت، رساله دکتری حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی.
- ✓ عباسی، علی، (۱۳۹۸)، بررسی اثر سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۳۹، صص ۸۱-۹۶.
- ✓ کمالی کرمانی، نرجس، (۱۴۰۰)، ویژگی‌های مدیرعامل شرکت و رشد ارزش شرکت: تجزیه و تحلیل رگرسیون چندکی، فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۹، صص ۱۷۵-۱۹۴.
- ✓ نجاتی، مریم، روحانی، رضا، حسینی، زهرا، (۱۳۹۸)، بررسی تأثیر تقسیم سود بر ارزش شرکت، مجله علوم اجتماعی و انسانی پیشین، دوره پنجم، پیاپی ۶۴/۳، صص ۳۳-۵۴.
- ✓ Ahmed, A. S. and Duellman, S. (2013). Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism. *Journal of Accounting Research*. Vol. 51: 1-30.
- ✓ Ali Ahmed, A. (2020). Investigating the effect of financing policies, profit sharing policies and company structure on the value of companies using the variable Q Tobin in two cases where the company has the opportunity to grow and the company does not have the opportunity to grow. *Rev Financ Stud*. 23, 3131-3169.
- ✓ Cordeiro, L. (2008). Managerial Overconfidence and Dividend Policy. Working Paper, London Business Scholl. Available at:
- ✓ Cragun, O. R., Olsen, K. J., & Wright, P. M. (2020). Making CEO narcissism research great: A review and meta-analysis of CEO narcissism. *Journal of Management*, 46(6), 908-936. <https://doi.org/10.1177/0149206319892678>.
- ✓ Dashmakh, M.M., McNutt, J.J., Tehranian, H., (2018). Managerial incentives and corporate investment and financing decisions. *The Journal of Finance*, 42(4), 823-837.

- ✓ Deshmuk, S.; Goel, A. and Howe, K. (2010). CEO Overconfidence and Dividend Policy. Working Paper, Depual University. Electronic copy, Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1496404.
- ✓ Dothlman, U. (2020). Competition, imitation and growth with step-by-step innovation. *The Review of Economic Studies*, 68(3), 467–492.
- ✓ Faccio, M., Marchica, & Mura, M. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39, 193–209. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.02.008>.
- ✓ García-Meca, Emma & Ramon Llorens, M Camino & Martínez-Ferrero, Jennifer. (2021). Are narcissistic CEOs more tax aggressive? The moderating role of internal audit committees. *Journal of Business Research*. 129. [10.1016/j.jbusres.2021.02.043](https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.02.043).
- ✓ Hambrick, D. C. (2007). Upper echelons theory: an update. *Academy of Management Review*, 32(2), 334–343. <https://doi.org/10.5465/AMR.2007.24345254>
- ✓ Hirshleifer, D.; Low, A. and Teoh, S. (2012). Are Overconfident CEOs Better Innovators?. Working Paper. University of California. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1598021.
- ✓ Ionita, C. and Dinu, E. (2021), "The effect of intangible assets on sustainable growth and firm value – Evidence on intellectual capital investment in companies listed on Bucharest Stock Exchange", *Kybernetes*, Vol. 50 No. 10, pp. 2823-2849. <https://doi.org/10.1108/K-05-2020-0325>.
- ✓ JooMan Kim, Insun Yang, Taeyong Yang, Peter Koveos, (2020). Impact on R&D costs, financial constraints, and profit sharing: Evidence from the EU area. *European Financial Manage*, 19(3), 452–469.
- ✓ Lai, X. Li, K.C. Chan (2020). CEO overconfidence and labor investment efficiency, *North American Journal of Economics & Finance*, doi: <https://doi.org/10.1016/j.najef.2020.101319>.
- ✓ Mahogany, H. (2020). Product market competition, idiosyncratic and systematic volatility. *Journal of Corporate Finance*, 43, 500-513.
- ✓ Malmendier, U. and Tate, G. (2008). Who Makes Acquisition? CEO Overconfidence and the Market's Reaction. *Journal of Financial Economics*. Vol. 89: 20-43.
- ✓ Malmendier, U. and Tate, G. (2011). Overconfidence and Early Life Experience: The Effect of managerial Traits on Corporate Financial Policies. *Journal of Finance*. Vol. 66: 1687-1733.
- ✓ Moss, Q, Stein, T.D., (2019). Investigate the relationship between financial constraints and company value. *Abacus*, 46, 153–87.
- ✓ Rijsenbilt, A., & Commandeur, H. (2013). Narcissus enters the courtroom: CEO narcissism and fraud. *Journal of Business Ethics*, 117(2), 413–429. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1528-7>.
- ✓ Saleh, N. M., Iskandar, T. M., & Rahmat, M. M. (2007). Audit committee characteristics and earnings management: Evidence from Malaysia. *Asian Review of Accounting*, 15 (2), 147–163. <https://doi.org/10.1108/13217340710823369>.
- ✓ Tebourbi, M., Oesch, D., Schmid, M.M., (2020). Investigate the cost of research and development and the future performance of the company with emphasis on the role of overconfidence and government ownership, and firm value: Evidence from the EU area. *European Financial Manage*, 19(3), 452–469.
- ✓ watts, Q., titee, T.D., (2019). Investigate the relationship between overconfidence and future performance of the company. *The Accounting Review*, 80(2), 441–476.
- ✓ Zavertiaeva, MA.; Kuminova, EV. and Itturiaga, FL. (2015). CEO Overconfidence, s value: the role of intangibles. *Journal of Financial Economics*, 101:61-87.