



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال هشتم / شماره سی‌ویکم / پاییز ۱۳۹۸

## بررسی تأثیر عامل رفتاری اعتماد بنفسی بیش از حد مدیران سازمانها بر ارزش آفرینی و ریسک بازده سهام

امیر فریدنیا

عضو هیات علمی، گروه مدیریت، دانشگاه پیام نور ۴۶۹۷-۱۹۳۹۵، تهران، ایران (نویسنده مسئول)  
a.faridnia@yahoo.com

بهروز اسکندر پور

عضو هیات علمی، گروه مدیریت، دانشگاه پیام نور ۴۶۹۷-۱۹۳۹۵، تهران، ایران  
SKANDARPUR@GMAIL.COM

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۵/۱۳ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۹/۰۸

### چکیده

این پژوهش در پی بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیران (بر اساس دو معیار سرمایه‌گذاری بیشتر از رشد فروش و پیش‌بینی جانبدارانه سود) بر ارزش‌آفرینی (بر اساس معیارهای مختلف بازده سهام شامل؛ بازده نگهداشت سهام، بازده خاص و بازده غیرعادی) و ریسک بازدهی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. به طور کلی استفاده از یک نمونه از شرکت‌های بورس اوراق بهادار در فاصله سال‌های ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۵ بیانگر این نتیجه بوده است که تفاوت معناداری بین بازده سهام شرکت‌های دارای مدیران بیش اطمینان و شرکت‌های فاقد این نوع از مدیران وجود نداشته است. همچنین تفاوت معناداری بین بازده سهام شرکت‌های نوآورانه دارای اطمینان بیش از حد مدیریت و دیگر شرکت‌ها وجود نداشته است. نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که وجود اطمینان بیش از حد مدیریت تأثیری منفی و معنادار بر ریسک بازدهی سهام داشته و با وجود اطمینان بیش از حد مدیریت (بر اساس هر دو معیار بررسی شده) ریسک بازده سهام کاهش معنادار یافته است. دیگر نتایج نشان می‌دهد که وضعیت شرکت‌های نوآورانه دارای اطمینان بیش از حد مدیریت نتوانسته است تأثیرگذاری معناداری بر ریسک بازده سهام داشته باشد و تفاوت معناداری بین ریسک بازده سهام شرکت‌های نوآورانه دارای اطمینان بیش از حد مدیریت و دیگر شرکت‌ها وجود ندارد.

**واژه‌های کلیدی:** بیش اطمینانی مدیران، شرکت‌های نوآورانه، ریسک و بازده سهام.

## ۱- مقدمه

هدف اصلی شرکت‌ها از انجام فعالیت‌های اقتصادی، کسب سود و افزایش ثروت سهامداران و جذب سرمایه-گذاران و اعتباردهندگان جدید می‌باشد. مهمترین ویژگی شرکت‌های بزرگ، تفکیک مالکیت از مدیریت آن‌ها است که این امر منجر به بروز مسائل و مشکلات نمایندگی بین مدیران و مالکان و بروز تضاد منافع بین افراد درون سازمانی و برون سازمانی می‌گردد. بنابراین شرکت‌ها به دلایلی از جمله جدایی مالکیت از مدیریت، ارائه اطلاعات جهت تصمیم‌گیری افراد برون سازمانی، وظیفه پاسخگویی به افراد برون سازمانی را بر عهده دارند که این وظیفه پاسخگویی از طریق گزارشگری مالی، به عنوان مهمترین وسیله انتقال اطلاعات بین افراد درون سازمانی و برون سازمانی، انجام می‌گیرد. از آنجایی که مسئولیت اصلی انتخاب و بکارگیری روش‌ها و برآوردهای اساسی جهت انجام گزارشگری مالی به عهده مدیریت می‌باشد، لذا احتمال تاثیرگذاری ویژگی‌های شخصیتی مدیر بر هر یک از مراحل و عوامل سرمایه‌گذاری، استراتژی‌های سازمان و گزارشگری مالی وجود خواهد داشت که از جمله این ویژگی‌های شخصیتی مدیران می‌توان به اطمینان (اعتماد) بیش از حد اشاره نمود.

مطالعات قبلی وجود اطمینان بیش از حد را در اندیشه مدیران را تأیید کرده و نشان می‌دهد که این تورش رفتاری در مدیران ارشد نسبت به افراد عادی رایج‌تر است. در ادبیات مدیریتی، اطمینان بیش از حد، هم به معنای تخمین بیش از حد مثبت نتایج پروژه‌ها (خوش بینی) و هم به معنای اطمینان زیاد در مورد احتمال نتایج است. مدیران با اطمینان بیش از حد اقدام به پیش‌بینی‌های جانبدارانه با چاشنی خوش‌بینی بالا خواهند کرد چرا که آنها توانایی خود در خصوص تاثیرگذاری بر نتایج مالی را بیش از حد برآورد کرده و بالعکس احتمال وقوع نتایج نامناسب و ناخوشایند را دست کم می‌گیرند. مدیر بیش اطمینان به طور سیستماتیک بازده آتی ناشی از پروژه‌های سرمایه‌گذاری را بیش از حد تخمین زده و برآورد بیشتری از جریان‌های نقدی ورودی از پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود دارند و به همان اندازه نیز نسبت به توانایی خود برای بدست آوردن عملکرد خوب مطمئن هستند. بر همین اساس سرمایه‌گذاری بیشتری در پروژه‌های سرمایه‌گذاری انجام دهند که این مساله شرکت را نیازمند تامین مالی از منابع داخلی و خارجی می‌نماید (آکتاس و همکاران، ۲۰۱۵).

مدیرانی که دارای اطمینان و اعتماد بیش از حد هستند، تمایل دارند تا جریان‌های نقدی مورد انتظار از یک پروژه سرمایه‌گذاری را بیش از واقع برآورد نموده و در این فرصت‌های رشد سرمایه‌گذاری نمایند، در حالی که یک مدیر منطقی با برآوردی منطقی از جریان‌های نقدی آتی آن پروژه، ممکن است آن را رد کنند. در شرکت‌های رشد یافته که دارای فرصت‌های رشد پایینی هستند، مدیران منطقی به جایگزینی دارایی‌ها خواهند پرداخت در حالی که مدیران با اطمینان بیش از حد، با برآورد بیش از حد جریان‌های نقدی مورد انتظار پروژه‌هایی که در واقع خالص ارزش فعلی (NPV) منفی دارند، اقدام به پذیرش آن‌ها می‌نمایند. وجود اطمینان بیش از حد مدیریت در شرکت‌های در حال رشد و شرکت‌های رشد یافته دارای تبعات متفاوتی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد و بالطبع بازده غیرعادی این شرکت‌ها خواهد بود (ایبیر و همکاران، ۲۰۱۵).

نتایج پژوهش‌های گسترده انجام شده، شواهدی قوی در خصوص تاثیرگذاری اطمینان بیش از حد مدیریت بر سیاست‌های کلیدی شرکت‌ها ارائه نموده است. نتایج پژوهش‌های انجام شده نشان می‌دهد که اطمینان بیش از حد مدیریت منجر به تبدیل فرصت‌های رشد به خلق ارزش می‌گردد (هیرشلیفر، ۲۰۱۲). به عبارت دیگر این پژوهش‌های نشان می‌دهد که وجود ویژگی اطمینان بیش از حد در مدیریت، منجر به خلق ارزشی ویژه برای شرکت می‌گردد. با توجه به اهمیت این ویژگی مدیریتی و نتایج احتمالی بکارگیری این رویکرد، در این تحقیق مستقیماً به بررسی وجود و نحوه تاثیرگذاری اطمینان بیش از حد مدیریت، بر خلق ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته خواهد شد. به عبارت دیگر در این تحقیق به بررسی این امر پرداخته می‌شود که وجود اطمینان بیش از حد مدیریت، چگونه ریسک و بازده سهام (به عنوان معیار خلق ارزش) را تحت تاثیر قرار می‌دهد.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

بیش اطمینانی یا اعتماد به نفس بیش از حد، یکی از مهمترین مفاهیم مالی رفتاری مدرن است که هم در تئوری های مالی و هم روان شناسی جایگاه ویژه ای دارد. بیش اطمینانی سبب می شود انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک ها را کمتر از حد تخمین زده، احساس کند روی مسائل و رویدادها کنترل دارد درحالیکه ممکن است در واقع اینگونه نباشد. اطمینان بیش از حد مدیر عامل به صورت مستعد بودن مدیر عامل برای پیش بینی بسیار مثبت نتایج یا تخمین بیش از حد احتمال وقوع نتایج تعریف می شود. یک مدیر با اطمینان بیش از حد، به طور سیستماتیک بازده آتی از پروژه های سرمایه گذاری را بیش از حد تخمین زده، یا می توان گفت احتمال و اثر رویداد های مطلوب بر جریان های نقدی شرکت را بیش از حد و احتمال و اثر رویداد های نامطلوب بر جریان های نقدی شرکت را کمتر از حد تخمین می زند. لذا انتظار می رود مدیران با اطمینان بیش از حد، دارای مخارج سرمایه ای بالاتری بوده و سرمایه گذاری بیش از حد در پروژه های سرمایه گذاری انجام دهند (فروغی و فلاح، ۱۳۹۲).

اطمینان بیش از حد سبب می شود انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک ها را کمتر از حد تخمین زده احساس کند که روی مسایل و رویدادها کنترل دارد در حالی که ممکن است در واقع اینگونه نباشد. اطمینان بیش از حد یک ویژگی شخصی است که می تواند به صورت اریب رفتاری و داشتن اعتقاد غیر واقعی (مثبت) در رابطه با هر یک از جنبه ها ی یک پیشامد در شرایط عدم اطمینان تعریف شود. در این صورت در برآورد میانگین اغراق خواهد شد. اطمینان بیش از حد مدیر عامل به صورت مستعد بودن مدیر عامل برای پیش بینی بسیار مثبت نتایج یا تخمین بیش از حد احتمال وقوع نتایج تعریف می شود مدیران به دلیل خوش بینی بیش از حد ممکن است جریان نقدی حاصل از پروژه ها را بالاتر از ارزش واقعی شان ارزش گذاری کنند. از طرف دیگر آنان اعتقاد دارند که بازار شرکت آنان را کمتر از واقع ارزش گذاری میکند و باعث میشود تامین مالی پرهزینه باشد به همین دلیل در صورتی که شرکت دارای منابع داخلی باشد ممکن است مدیرانی با اعتماد به نفس بیش از حد تمایل بیشتری به سرمایه گذاری از خود نشان دهند اما در صورتیکه تامین مالی پروژه ها

نیازمند منابع خارجی باشد ممکن است کم سرمایه‌گذاری صورت گیرد. (مالمندیر<sup>۳</sup>، ۲۰۰۵). کرامر و لیو<sup>۴</sup> (۲۰۱۲) در پژوهشی با استفاده از معیارهای اندازگیری اعتماد به نفس بیش از حد مل مندر و تیپ<sup>۵</sup> (۲۰۰۸) در رابطه با زمان اختیارات معامله در دست مدیریت به بررسی تاثیر اعتماد به نفس بیش از اندازه مدیران بر دیدگاه تحلیلگران پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد تحلیلگران سودهای شرکتهایی را که مدیران با اعتماد به نفس بالا هستند خوش بینانه تلقی می‌کنند.

بیش اطمینانی می‌تواند منجر به اتخاذ تصمیم آینده نادرست شده و با تحریف از سیاست های مناسب سرمایه‌گذاری تامین مالی یا حسابداری هزینه های گزافی بر شرکت تحمیل کند اما بیش اطمینانی مدیریت می‌تواند در برخی شرایط منفی داشته باشد برای مثال انگیزش مدیران بیش اطمینانی برای پذیرش ریسک کم هزینه تر از سایر مدیران است. مدیران بیش اطمینان بازدهی های آینده ناشی از پروژه های سرمایه گذاری شرکت را بیش برآورد می‌کنند. لذا ممکن است شناسایی زیان را به تاخیر انداخته و برآورد خوش بینانه در تعیین ارزش دارایی های جاری یا بلندمدت داشته باشد. بنابراین بیش اطمینانی مدیریت می‌تواند منجر به سطوح پایین تر محافظه کاری شرطی و غیر شرطی شود. بیش اطمینانی مدیریت یکی از مهمترین یافته های علم روانشناسی در حوزه قضاوت و تصمیم گیری است. پژوهش گران دریافتند که افراد قابلیت هایشان را خوب انجام دادن وظایفشان بیش از اندازه برآورد کرده و این تخمین بیش از اندازه با اهمیتی که آن وظایف برای شخص دارد افزایش می‌یابد. همچنین روان شناسان به این نتیجه رسیدند که افراد در هنگام تصمیم گیری و قضاوت به اطلاعات برجسته وزن بیشتری می‌دهند. افراد در مورد اجباری که به نظرشان درست می‌آید بدون توجه به موثق بودن منبع اطمینان کرده و بر اساس آن به نتیجه گیری های با اهمیتی اقدام می‌کنند. آن‌ها به اطلاع آینده که با باورهای موجودشان سازگار است وزن بیشتری می‌دهند و به اطلاع آینده می‌بالند که باورهایشان را حمایت می‌کند و اطلاع آینده ای را که با باورهایشان هم خوانی ندارد از بین می‌برند (کلارا چن و گورسن ناسیف<sup>۶</sup>، ۲۰۱۳). با توجه به موارد مطرح شده که نشان دهنده اهمیت موضوع بیش اطمینانی مدیریت است، انجام پژوهشی که به بررسی تاثیر بیش اطمینانی مدیران بر ارزش آفرینی و ریسک بازده سهام بپردازد لازم و ضروری می‌نماید.

تیم ادام و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان اعتماد به نفس مدیریتی و مدیریت ریسک شرکت را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج آنها حاکی از این است که اعتماد به نفس کاذب مدیریتی برای نفوذ در تعدادی از تصمیمات شرکت یافت شده است که بر تصمیم گیری مدیریت ریسک شرکت های بزرگ تاثیر می‌گذارد. کیم، وانگ و ژانگ<sup>۸</sup> (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان اطمینان بیش از حد مدیریتی و ریسک سقوط قیمت سهام نشان دادند پس از کنترل مدیریت سود بر گرفته از مسائل نمایندگی، ویژگی اطمینان بیش از حد در مدیریت، احتمال سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد. احمد ودویلیمان<sup>۹</sup> (۲۰۱۳) آثار بیش اطمینانی مدیریت بر محافظه کاری حسابداری را مورد مطالعه قرار دادند نتایج پژوهش آنها نشان داد بیش اطمینانی اثر منفی بر محافظه کاری حسابداری داشته و نظارت خارجی این آثار منفی را کاهش نخواهد داد. لیبی و رنکمپ<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۲) در پژوهشی دریافتند که مدیران بیش از حد مطمئن نسبت به عملکرد آتی شرکت ها خوش بین بوده و این امر تمایل آنها

به انتشار سود پیش بینی شده را افزایش می دهد نتایج آنها نشان داد که اطمینان بیش از حد باعث می شود تا مقادیر سودهای پیش بینی شده توسط مدیریت انحراف زیادی از سود واقعی داشته باشد.

یوسفی (۱۳۹۵) در پایان نامه کارشناسی ارشد خود به بررسی تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ساختار زمانی بدهی ها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. به طور کلی نتایج تحقیق حاضر بیانگر این نتیجه بوده است که با وجود اطمینان بیش از حد مدیریت، از میزان استفاده از بدهی های بلندمدت در ساختار تامین مالی شرکت ها کاسته شده است. دیگر نتایج بدست آمده در خصوص تاثیر اندازه شرکت بر تاثیرگذاری اطمینان بیش از حد مدیریت بر ساختار زمانی بدهی ها نشان می دهد که در شرکت های بزرگتر، مدیران دارای اطمینان بیش از حد، از بدهی های بلندمدت بیشتری استفاده می نمایند و ساختار زمانی بدهی ها در این شرکت ها طولانی تر می باشد، هر چند که این تاثیرگذاری از لحاظ آماری معنادار نیست. نتایج بدست آمده در شرکت های کوچک بیانگر آن است که با وجود اطمینان بیش از حد مدیریت استفاده از بدهی های بلندمدت کاهش یافته و ساختار زمانی بدهی ها کاهش می یابد. در مجموع این نتایج نشان می دهد که مدیران دارای اطمینان بیش از حد در شرکت های کوچک از بدهی های بلندمدت به شکل معناداری کمتر استفاده می کنند و در شرکت های بزرگ، مدیران دارای اطمینان بیش از حد از بدهی های بلندمدت بیشتری استفاده می نمایند. فروغی و قاسم زاد (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک سقوط اتی قیمت سهام به این نتیجه رسیدند که نتایج حاصل از برآورد مدل های پژوهش گویای آن است که اطمینان بیش از حد مدیریتی بر هر سه معیار ریسک سقوط قیمت سهام تاثیر مثبت و معنادار دارد. به عبارتی وجود اطمینان بیش از حد در مدیران ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش می دهد. مشایخ و بهزاد پور (۱۳۹۳) به بررسی تاثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد بین بیش اطمینانی مدیران و تقسیم سود شرکت ارتباط منفی و معناداری وجود دارد به گونه ای که مدیران بیش اطمینان تقسیم سود کمتری دارند. همچنین بررسی ها نشان داد با افزایش جریانهای نقدی عملیاتی، مدیر بیش اطمینان جریان های نقدی عملیاتی آنی بیشتری را برآورد می کند و سود تقسیمی بیشتری را می پردازد. حیدری (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تاثیر علت رفتاری اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر افزایش چسبندگی هزینه های توزیع، فروش و اداری پرداخت. نتایج این پژوهش رابطه مثبت و معناداری بین اعتماد به نفس زیاد مدیریت با چسبندگی هزینه های توزیع، فروش و اداری، نشان داد. به بیان دیگر، عامل رفتاری اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت، موجب افزایش چسبندگی هزینه ها می شود.

### ۳- فرضیه تحقیق

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

**فرضیه اصلی اول:** اطمینان بیش از حد مدیریت بر بازده سهام شرکت ها تاثیرگذار است.

**فرضیه فرعی ۱-۱:** تفاوت معناداری بین بازده سهام شرکت های دارای اطمینان بیش از حد مدیریت و شرکت های فاقد اطمینان بیش از حد مدیریت وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱-۲: تفاوت معناداری بین بازده سهام شرکت‌های نوآورانه دارای اطمینان بیش از حد مدیریت و شرکت‌های نوآورانه فاقد اطمینان بیش از حد مدیریت وجود دارد.

فرضیه اصلی دوم: اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک بازده سهام شرکت‌ها تاثیرگذار است.  
فرضیه فرعی ۱-۲: تفاوت معناداری بین ریسک بازدهی سهام شرکت‌های دارای اطمینان بیش از حد مدیریت و شرکت‌های فاقد اطمینان بیش از حد مدیریت وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲-۲: تفاوت معناداری بین ریسک بازده سهام شرکت‌های نوآورانه دارای اطمینان بیش از حد مدیریت و شرکت‌های نوآورانه فاقد اطمینان بیش از حد مدیریت، وجود دارد.

#### ۴- روش‌شناسی پژوهش

در این تحقیق به منظور تدوین مبانی نظری، روش کتابخانه‌ای مورد استفاده قرار گرفته است، و به منظور جمع‌آوری داده‌های مالی روش میدانی مورد استفاده قرار گرفته است و از منابع مختلفی از جمله لوح‌های فشرده سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزارهای تدبیر پرداز، ره آورد نوین، سایت اطلاع رسانی شرکت بورس و سازمان بورس استفاده شده است. برای دسته بندی، تلخیص و ایجاد پایگاه داده‌ها از نرم افزار Excel و به منظور آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزارهای SPSS نسخه ۱۹ و نرم افزار Eviews نسخه ۹ استفاده شده است. جامعه آماری در این تحقیق، شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. دسترسی آسان به اطلاعات، همچنین استاندارد بودن و همگن بودن اطلاعات آنها دلیل انتخاب این شرکت‌ها به عنوان جامعه آماری تحقیق است. نمونه انتخابی این تحقیق به شرح جدول زیر انتخاب شده‌اند و درحقیقت شرکت‌های مورد بررسی در این تحقیق به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده‌اند.

پس از اعمال محدودیت‌ها تعداد ۱۲۸ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ شرایط فوق را دارا بوده و با توجه به این امر نمونه‌گیری انجام نگردیده و تمامی شرکت‌ها جهت بررسی انتخاب شده‌اند. لازم به ذکر است که با توجه به نحوه محاسبه برخی از متغیرهای تحقیق، از اطلاعات سال‌های ۱۳۸۴ و ۱۳۸۵ نیز استفاده شده است. در این تحقیق سعی می‌شود تا با استفاده از مدل‌های رگرسیونی زیر به بررسی هر یک از فرضیات تحقیق پرداخته خواهد شد (باراتی و همکاران، ۲۰۱۶).

#### مدل فرضیه نخست:

$$\text{retPerform}_{i,t} = \beta_1 \text{PreOverconf}_{i,t-1} + \beta_2 \text{PostOverconf}_{i,t-1} + \beta_i \sum \text{Controls}_{i,t-1} + \sum \beta_k \text{Industry}_i + \sum \beta_n \text{Year}_t + \varepsilon_{i,t}$$

#### مدل فرضیه دوم:

$$\text{retVOLAT}_{i,t} = \beta_1 \text{PreOverconf}_{i,t-1} + \beta_2 \text{PostOverconf}_{i,t-1} + \beta_i \sum \text{Controls}_{i,t-1} + \sum \beta_k \text{Industry}_i + \sum \beta_n \text{Year}_t + \varepsilon_{i,t}$$

**مدل فرضیه سوم:**

$$\text{retPerform}_{i,t} = \beta_1 \text{PreOverconf}_{i,t-1} + \beta_2 \text{PostOverconf}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Innov}_{i,t-1} + \beta_4 \text{PreOverconf}_{i,t-1} \times \text{Innov}_{i,t-1} \\ + \beta_5 \text{PostOverconf}_{i,t-1} \times \text{Innov}_{i,t-1} + \beta_i \sum \text{Controls}_{i,t-1} + \sum \beta_k \text{Industry}_i \\ + \sum \beta_n \text{Year}_t + \varepsilon_{i,t}$$

**مدل فرضیه چهارم:**

$$\text{retPerform}_{i,t} = \beta_1 \text{PreOverconf}_{i,t-1} + \beta_2 \text{PostOverconf}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Innov}_{i,t-1} + \beta_4 \text{PreOverconf}_{i,t-1} \times \text{Innov}_{i,t-1} \\ + \beta_5 \text{PostOverconf}_{i,t-1} \times \text{Innov}_{i,t-1} + \beta_i \sum \text{Controls}_{i,t-1} + \sum \beta_k \text{Industry}_i + \sum \beta_n \text{Year}_t \\ + \varepsilon_{i,t}$$

در هر یک از مدل‌های فوق:

$\text{retPerform}_{i,t}$ : معیار سنجش ارزش آفرینی شرکت می‌باشد و به ترتیب بر اساس هر یک از معیارهای بازده نگهداشت سالانه سهام، بازده خاص شرکت و بازده غیرعادی سهام مورد اندازه‌گیری قرار می‌گیرد. هر یک از این معیارها به صورت جداگانه به عنوان متغیر وابسته مورد استفاده قرار خواهد گرفت.

$\text{retVOLAT}_{i,t}$ : ریسک بازده سهام که با استفاده از انحراف معیار بازدهی روزانه مورد سنجش قرار می‌گیرد.

$\text{PreOverconf}_{i,t-1}$ : چنانچه در سال  $t-1$ ، اطمینان بیش از حد وجود داشته باشد به این متغیر مقدار ۱ و در غیر این صورت مقدار صفر اختصاص داده می‌شود.

$\text{PostOverconf}_{i,t-1}$ : چنانچه در سال بعد از سال  $t-1$ ، اطمینان بیش از حد وجود داشته باشد به این متغیر مقدار ۱ و در غیر این صورت مقدار صفر اختصاص داده می‌شود.

لازم به ذکر است که با توجه به وجود دو معیار مختلف برای شناسایی اطمینان بیش از حد مدیریت، مدل تحقیق به ازای هر یک از این متغیرها به صورت جداگانه مورد بررسی قرار می‌گیرد.

$\text{Innov}_{i,t-1}$ : چنانچه هزینه‌های تحقیق و توسعه شرکت بزرگتر از میانه هزینه‌های تحقیق و توسعه سال مورد نظر باشد، شرکت مورد نظر به عنوان یک شرکت نوآورانه شناسایی و به این متغیر مقدار ۱ اختصاص داده می‌شود و در غیر این صورت مقدار صفر.

تعداد	شرح
۵۰۲	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
	کسر می‌شود شرکت‌ها به دلیل محدودیت‌های زیر:
(۴۵)	شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه و بانک‌ها
(۶۰)	شرکت‌های پذیرفته شده بعد از سال ۱۳۸۵
(۱۶۵)	شرکت‌های فاقد معاملات سهام (ارزش بازار) در تمام سال‌های دوره تحقیق (سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴)
(۱۰۴)	شرکت‌های فاقد اطلاعات مورد نیاز (اطلاعات ناقص) و یا دارای تغییر در سال مالی
۱۲۸	شرکت‌های نمونه نهایی

## ۵- متغیرهای تحقیق

## ۵-۱- متغیر مستقل تحقیق

متغیر مستقل تحقیق عبارتست از اطمینان بیش از حد مدیریت<sup>۱۰</sup> (اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت). برای سنجش اطمینان بیش از حد مدیریت از روش‌های مبتنی بر میزان سرمایه‌گذاری انجام شده و وضعیت پیش‌بینی‌های جانبدارانه مدیریت استفاده خواهد شد. روش‌های سنجش اطمینان بیش از حد مدیریت به شرح زیر می‌باشد (باراتی و همکاران، ۲۰۱۶).

## • اطمینان بیش از حد مدیریت بر اساس سرمایه‌گذاری بیشتر از رشد فروش

در این روش، برای شناسایی اطمینان بیش از حد مدیریت از میزان سرمایه‌گذاری بیش از حد انجام شده استفاده خواهد شد. روش شناسایی سرمایه‌گذاری بیش از حد به شرح زیر می‌باشد (شراند، ۲۰۱۱).

$$\text{Investment}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sale\_Growth}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

$\text{Investment}_{i,t}$ : مخارج سرمایه‌ای (وجوه نقد پرداختی) جهت تحصیل یا ساخت دارایی‌های ثابت، نامشهود و سایر دارایی‌هاست.

$\text{Sale\_Growth}_{i,t-1}$ : رشد فروش دوره گذشته شرکت نسبت به سال ماقبل آن

چنانچه سرمایه‌گذاری آتی بیشتر از رشد فروش باشد (مقدار باقیمانده‌های مدل فوق  $\varepsilon_{i,t}$  مثبت باشد)، بدان معناست که سرمایه‌گذاری بیش از حد انجام شده و چنانچه منفی باشد بیانگر سرمایه‌گذاری کمتر از حد است. بنابراین چنانچه مقدار باقیمانده هر شرکت، بزرگتر از میانه باقیمانده‌ها در آن سال باشد، نشان دهنده وجود اطمینان بیش از حد در مدیریت می‌باشد و به این متغیر مقدار ۱ اختصاص داده خواهد شد و در غیر این صورت مقدار صفر اختصاص داده می‌شود.

## • اطمینان بیش از حد مدیریت بر اساس پیش‌بینی جانبدارانه

دومین معیار سنجش اطمینان بیش از حد مدیریت مربوط به وضعیت پیش‌بینی‌های مدیریت و وجود پیش-بینی جانبدارانه توسط مدیریت می‌باشد. جهت سنجش این متغیر ابتدا با استفاده از نسبت زیر اقدام به محاسبه میزان انحراف پیش‌بینی سود توسط مدیریت می‌نماییم (ایشیکاوا و همکاران، ۲۰۱۰).

سود هر سهم واقعی - سود هر سهم پیش‌بینی شده

میانگین قیمت سهام شش ماهه دوم

علامت مثبت یا منفی بیانگر جانب‌داری خوش‌بینانه یا بدبینانه مدیریت می‌باشد. چنانچه مقادیر بدست آمده مثبت و بزرگتر از میانه این مقادیر باشد، بیانگر وجود جانب‌داری خوش‌بینانه مدیریت و نشان دهنده وجود اطمینان بیش از حد مدیریت می‌باشد.



### ۵-۲- متغیر وابسته تحقیق

متغیرهای وابسته تحقیق عبارتند از ارزش آفرینی شرکت (مبتنی بر معیار بازده سهام) و ریسک بازدهی شرکت. نحوه سنجش هر یک از متغیرهای وابسته به شرح زیر می باشد (باراتی و همکاران، ۲۰۱۶).

نام متغیر	نحوه سنجش متغیر
بازده نگهداشت	بازده حاصل از تفاوت قیمت سهام در انتها و ابتدای سال
بازده خاص سهام	<p>بازده خاص سهام شرکت، عبارتست از ضریب عرض از مبدأ مدل چهار عاملی فاما و فرنچ که بر اساس بازده ۱۲ ماهه شرکتها در هر سال مورد اندازه گیری قرار می گیرد.</p> $R_{p,t} - R_{ft} = \alpha_{p,t} + \beta_{1,pt}MRKT_t + \beta_{2,pt}SMB_t + \beta_{3,pt}HML_t + \beta_{4,pt}UMD_t + \varepsilon_{p,t}$ <p><math>R_{p,t} - R_{ft}</math>: تفاوت بازده پرتفوی p در ماه t، نسبت به بازده بدون ریسک در آن ماه.  <math>MRKT_t</math>: صرف ریسک بازار سرمایه که عبارتست از تفاوت بازده بازار در دوره مورد بررسی و بازده بدون ریسک برای مدت مشابه آن (در این تحقیق منظور از بازده بدون ریسک، نرخ بازده اوراق مشارکت بانک مرکزی می باشد).  <math>SMB_{p,t}</math>: اختلاف بین بازده پرتفوی های متشکل از سهام شرکت های بزرگ و پرتفوی های متشکل از سهام شرکت های کوچک (عامل اندازه). این متغیر در واقع جهت تعیین و کنترل عامل اندازه شرکت بر بازده اضافی آن در مدل فاما و فرنچ مطرح شده و با استفاده از رابطه زیر اندازه گیری می شود:</p> $SMB = \frac{(S/L + S/M + S/H)}{3} - \frac{(B/L + B/M + B/H)}{3}$ <p><math>HML_{p,t}</math>: اختلاف بین بازده پرتفوی های متشکل از سهام شرکت های سرمایه پذیر بالا و سرمایه پذیر پایین (عامل نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار). این متغیر در واقع تفاوت میانگین بازده شرکت های با نسبت ارزش بالا و پایین می باشد و با استفاده از رابطه زیر محاسبه می گردد:</p> $HML = \frac{(S/H + B/H)}{2} - \frac{(S/L + B/L)}{2}$ <p><math>UMD_t</math>: تفاوت بازده بین پرتفوی های متشکل از شرکت های با بازدهی بالا (۳۰٪ بالا) و شرکت های با بازدهی پایین (۳۰٪ پایین) می باشد</p>
بازده غیرعادی	بازده حاصل از نگهداشت سهام، اصلاح شده بر اساس عامل اندازه و ریسک. این متغیر بر اساس تفاوت بازده حاصل از نگهداشت سهام و بازده پرتفوی های ۱۰×۱۰ فاما و فرنچ، بر اساس عوامل اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حاصل می شود.
ریسک بازدهی	انحراف معیار بازده روزانه شرکت در سال مالی مورد نظر.

### ۵-۳- متغیرهای کنترل

با توجه به آنکه در مدل های تحقیق جهت سنجش اطمینان بیش از حد مدیریت از دو معیار استفاده خواهد شد، هر یک از این مدل ها، دو بار و به تفکیک هر یک از معیارهای سنجش این متغیر مورد بررسی قرار خواهد گرفت. در مدل های اول و دوم تحقیق جهت اظهار نظر در خصوص فرضیات تحقیق از علامت و سطح معناداری

بدست آمده برای اطمینان بیش از حد مدیریت ( $\beta_2$ ) استفاده خواهد شد. همچنین در مدل‌های سوم و چهارم با استفاده از ضریب  $\beta_5$  در خصوص تایید یا رد فرضیات مربوطه اظهار نظر می‌نماییم.

نام متغیر	نماد متغیر	نحوه سنجش
اندازه	Sale	لگاریتم طبیعی خالص فروش شرکت
دارایی‌های ثابت	PPE	نسبت دارایی‌های ثابت سرانه. عبارتست از نسبت خالص دارایی‌های ثابت به تعداد کارکنان شرکت
بازده سهام	Return	بازده خاص شرکت که عبارتست از ضریب عرض از مبدأ مدل $R_{p,t} - R_{ft} = \alpha_{p,t} + \beta_{1,p,t}MRKT_t + \beta_{2,p,t}SMB_t + \beta_{3,p,t}HML_t + \beta_{4,p,t}UMD_t + \varepsilon_{p,t}$
فرصت‌های رشد	Tobin'sQ	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت
رشد فروش	Growth	رشد فروش شرکت که عبارتست از لگاریتم نسبت فروش سال جاری به فروش سال قبل
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	نسبت سود عملیاتی به جمع دارایی‌های شرکت
اهرم مالی	Leverage	عبارتست از نسبت بدهی‌های بلندمدت و تسهیلات کوتاه مدت به جمع دارایی‌ها
وجوه نقد	Cash	نسبت وجوه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت به جمع دارایی‌ها

## ۶- نتایج پژوهش

### ۶-۱- آمار توصیفی

آمار توصیفی تحقیق حاضر به شرح جدول شماره ۱ می‌باشد.

همانطور که در جدول فوق می‌توان مشاهده نمود؛ میانگین بازده نگهداشت سهام (RetPerform\_Hold)، که عبارتست از تفاوت حاصل از قیمت سهام در پایان سال نسبت به ابتدای سال، به عنوان یکی از متغیرهای وابسته تحقیق، برابر با ۰/۳۰۶ می‌باشد. این نتیجه نشان می‌دهد میانگین خالص تغییرات قیمت سهام نزدیک به ۳۱ درصد بوده است. لازم به ذکر است که بخش عمده میانگین بدست آمده مربوط به قیمت‌های سال ۱۳۹۲ می‌باشد و بدون در نظر گرفتن اعداد این سال، میانگین بازده نگهداشت سهام نزدیک به ۱۷ درصد بوده است. مقادیر ضریب چولگی (۲/۳۱۹) و ضریب کشیدگی (۵/۶۸۵) این متغیر، بیانگر نرمال بودن احتمالی توزیع این متغیر است. نتایج بدست آمده همچنین نشان می‌دهد که میانگین بازده خاص شرکت (RetPerform\_Spec) و بازده غیرعادی شرکت (RetPerform\_Abn) به عنوان دیگر معیارهای بازده سهام و متغیرهای وابسته، به ترتیب برابر با ۰/۰۳۱- و ۰/۰۴۱- بوده است. مقادیر بدست آمده از ضریب چولگی و کشیدگی این متغیرها بیانگر نرمال بودن احتمالی توزیع این متغیرهاست. دیگر نتایج بدست آمده در خصوص آمار توصیفی متغیرهای وابسته تحقیق نشان می‌دهد که میانگین نوسان بازده سهام (RetVolat) برابر با ۰/۱۷۲ بوده است. مقادیر بدست آمده از ضرایب چولگی و کشیدگی این متغیر نیز نشان دهنده نرمال نبودن احتمالی توزیع این متغیر می‌باشد. دیگر نتایج بدست آمده نشان دهنده آن است که میانگین متغیر مجازی وجود اطمینان بیش از حد مدیریت در سال

t-1 (PreOverconf1) و وجود اطمینان بیش از حد در سال بعد از سال t-1 (PostOverconf1) بر اساس معیار سرمایه‌گذاری بیشتر از رشد فروش، به ترتیب برابر با ۰/۷۸۳ و ۰/۷۷۲ بوده است. نتایج بدست آمده بر اساس وجود اطمینان بیشتر از حد مدیریت بر اساس معیار پیش‌بینی جانبدارانه در سال t-1 (PreOverconf2) و در سال بعد از سال t-1 (PostOverconf2) به ترتیب برابر با ۰/۴۷۴ و ۰/۵۰۰ بوده است. این نتایج نشان می‌دهد که میزان اطمینان بیش از حد مدیریت بر اساس معیار نخست نزدیک به ۷۷ درصد و معیار دوم نزدیک به ۵۰ درصد بوده است. دیگر نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که میانگین متغیر مجازی بزرگتر بودن هزینه‌های تحقیق و توسعه از میانه آن برابر با ۰/۴۸۶ بوده است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرهای تحقیق	تعداد نمونه	میانگین Mean	میانه Median	انحراف معیار Std. Deviation	ضریب چولگی Skewness	ضریب کشیدگی Kurtosis	کمینه Minimum	بیشینه Maximum
RetPerform_Hold	1280	0.306	-0.026	1.033	2.319	5.685	-0.718	4.480
RetPerform_Spec	1280	-0.031	-0.023	0.149	0.006	1.806	-0.454	0.446
RetPerform_Abn	1280	-0.041	-0.074	0.800	0.930	1.324	-1.940	2.837
RetVolat	1280	0.172	0.104	0.204	2.608	6.854	0.006	1.030
PreOverconf1	1280	0.783	1.000	0.412	-1.373	-0.114	0.000	1.000
PostOverconf1	1280	0.772	1.000	0.420	-1.297	-0.317	0.000	1.000
PreOverconf2	1280	0.474	0.000	0.500	0.103	-1.992	0.000	1.000
PostOverconf2	1280	0.500	0.500	0.500	0.000	-2.003	0.000	1.000
Innov	1280	0.486	0.000	0.500	0.056	-2.000	0.000	1.000
Sale	1280	5.770	5.733	0.616	0.575	1.271	3.865	8.224
PPE	1280	0.269	0.225	0.187	0.974	0.581	0.004	1.029
TobinsQ	1280	1.473	1.287	0.614	1.677	3.038	0.677	3.836
Growth	1280	1.010	1.011	0.024	0.297	6.107	0.847	1.160
ROA	1280	0.143	0.125	0.125	0.555	1.997	-0.515	0.676
Leverage	1280	0.309	0.289	0.178	0.945	2.829	0.000	1.551
Cash	1280	0.056	0.039	0.060	2.534	7.779	0.001	0.342

## ۲-۶- تجزیه و تحلیل مدل‌های تحقیق

با توجه به وجود دو معیار مختلف جهت سنجش اطمینان بیش از حد مدیریت و چند معیار برای بازده سهام، مدل‌های تحقیق به تفکیک هریک از این معیارها مورد بررسی قرار گرفته است.

۱-۲-۶- بررسی تاثیرگذاری اطمینان بیش از حد بر بازده سهام - آزمون فرضیه اصلی نخست به منظور بررسی فرضیه اصلی تحقیق از دو فرضیه فرعی به شرح بخش‌های زیر استفاده شده و با توجه به نتایج بدست آمده از این فرضیات فرعی در خصوص تایید یا رد فرضیه اصلی اظهار نظر گردیده است که نتایج آن به شرح بخش‌های زیر است:

۱-۱-۲-۶- آزمون تاثیرگذاری اطمینان بیش از حد مدیریت بر بازده سهام - آزمون فرضیه فرعی ۱-۱ در این بخش تحقیق به بررسی تاثیر وجود تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر بازده سهام (بر اساس معیارهای مختلف) به عنوان فرضیه فرعی نخست تحقیق پرداخته شده است.

مطابق نتایج بخش نخست جدول زیر (معیار بازده نگهداشت سهام) مقدار آماره  $t$  متغیر وجود اطمینان بیش از حد مدیریت در سال  $t-1$  (PreOverconf)، برابر با  $-0/236$  و فاقد معناداری در سطح اطمینان  $95\%$  است، با توجه به اینکه سطح معناداری بدست آمده بزرگتر از  $5\%$  بوده است. و این به معنای آن است که تاثیر متغیر وجود اطمینان بیش از حد مدیریت در سال گذشته بر متغیر وابسته (بازده نگهداشت سهام)، معنادار نبوده است. نتایج بدست آمده در خصوص تاثیرگذاری این متغیر بر دیگر معیارهای بازده سهام یعنی بازده خاص و بازده غیرعادی نشان می‌دهد که مقدار آماره  $t$  در این مدل‌ها به ترتیب برابر با  $1/297$  و  $-0/810$  می‌باشد که هیچ یک از آنها از لحاظ آماری معنادار نیستند. نتایج بدست آمده بر اساس دیگر معیار سنجش اطمینان بیش از حد مدیریت به شرح بخش دوم جدول فوق (معیار وجود پیش‌بینی جانبدارانه) نشان دهنده نتایج مشابهی است.

جدول ۲- نتایج بدست آمده از ضرایب متغیرهای مدل نخست تحقیق

متغیرهای تحقیق	اطمینان بیش از حد بر اساس معیار سرمایه‌گذاری بیشتر از فروش			اطمینان بیش از حد بر اساس معیار پیش‌بینی جانبدارانه		
	بازده غیر عادی	بازده خاص	بازده نگهداشت	بازده غیر عادی	بازده خاص	بازده نگهداشت
C	0.069 1.049	0.029 0.152	-2.985 -4.463***	0.148 2.246**	0.033 0.169	-2.024 -2.896***
PreOverconf	-0.001 -0.236	0.013 1.297	-0.031 -0.810	0.000 -0.070	-0.001 -0.060	0.001 0.021
PreOverconf	-0.001 -0.199	0.005 0.524	0.004 0.098	-0.014 -4.521***	-0.001 -0.134	-0.138 -3.950***
Sale	-0.069 -10.340***	-0.001 -0.075	0.106 4.495***	-0.064 -9.826***	-0.001 -0.138	0.115 4.851***
PPE	-0.014 -1.066	-0.005 -0.197	-0.128 -1.504	-0.010 -0.763	0.001 0.053	-0.156 -1.861*
Return	0.038 34.253***	-0.019 -5.914***	0.199 16.380***	0.037 33.337***	-0.020 -6.009***	0.192 15.420***
Tobins Q	0.019 5.142***	0.001 0.072	0.047 1.487	0.018 5.054***	0.001 0.141	0.068 2.103**
Growth	0.282 4.642***	-0.068 -0.368	2.186 3.307***	0.180 2.893***	-0.057 -0.297	1.233 1.793*

متغیرهای تحقیق	اطمینان بیش از حد بر اساس معیار سرمایه گذاری بیشتر از فروش			اطمینان بیش از حد بر اساس معیار پیش بینی جانبدارانه		
	بازده غیر عادی	بازده خاص	بازده نگهداشت	بازده غیر عادی	بازده خاص	بازده نگهداشت
ROA	0.051 2.773***	0.032 0.756	-0.049 -0.311	0.038 2.050**	0.032 0.727	-0.208 -1.266
Leverage	0.004 0.325	-0.004 -0.159	0.130 1.317	0.008 0.635	-0.004 -0.133	0.157 1.599
Cash	0.017 0.625	0.114 1.549	-0.638 -2.238**	0.011 0.385	0.115 1.541	-0.784 -2.672***
F	15.002***	4.846***	41.221***	15.124***	4.634***	42.020***
R SQUIRE	۰,۶۴۳	0.037	0.245	0.645	0.035	0.249
Burbin_watson	۲,۰۷۰	2.047	1.949	2.079	2.050	1.936
آزمون F لیمر	1.502***	1.273**	0.888	1.392***	1.294**	0.892
آزمون هاسمن	111.371***	15.809	---	104.498***	15.839	---

معنادار در سطح اطمینان ۹۰ درصد\* - معنادار در سطح اطمینان ۹۵ درصد\*\* - معنادار در سطح اطمینان ۹۹ درصد\*\*\*

مطابق نتایج بخش نخست جدول فوق (معیار بازده نگهداشت سهام)، مقدار آماره  $t$  متغیر وجود اطمینان بیش از حد مدیریت در سال بعد از سال  $t-1$  یا همان سال جاری (PostOverconf)، برابر با  $0/199-$  و فاقد معناداری در سطح اطمینان ۹۵٪ است (با توجه به اینکه سطح معناداری بدست آمده بزرگتر از ۵٪ بوده است). نتایج بدست آمده در خصوص تاثیرگذاری این متغیر بر دیگر معیارهای بازده سهام یعنی بازده خاص و بازده غیرعادی نشان می‌دهد که مقدار آماره  $t$  در این مدل‌ها به ترتیب برابر با  $0/524$  و  $0/098$  می‌باشد که هیچ یک از لحاظ آماری معنادار نیستند. نتایج بدست آمده بر اساس دیگر معیار سنجش اطمینان بیش از حد مدیریت به شرح بخش دوم جدول فوق (معیار وجود پیش‌بینی جانبدارانه) نشان دهنده نتایج مشابهی است. مجموع نتایج بدست آمده در خصوص وجود اطمینان بیش از حد مدیریت در سال گذشته و سال جاری و بر اساس معیارهای مختلف سنجش اطمینان بیش از حد مدیریت و بازده سهام بیانگر آن است که وجود اطمینان بیش از حد مدیریت تاثیر معناداری بر معیارهای مختلف بازده سهام یعنی بازده نگهداشت سهام، بازده خاص و بازده غیرعادی نداشته است. عدم تاثیرگذاری معنادار وجود اطمینان بیش از حد مدیریت بر بازده سهام بدان معناست که تفاوت معناداری بین بازده سهام شرکت‌های دارای اطمینان بیش از حد مدیریت و شرکت‌های فاقد اطمینان بیش از حد مدیریت وجود نداشته است. این نتیجه نشان می‌دهد که فرضیه فرعی ۱-۱ مبنی بر اینکه تفاوت معناداری بین بازده سهام شرکت‌های دارای اطمینان بیش از حد مدیریت و شرکت‌های فاقد اطمینان بیش از حد مدیریت وجود دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

## ۲-۱-۲-۶- بررسی تأثیر نوآوری شرکت‌ها بر تأثیر اطمینان بیش از حد بر بازده سهام - آزمون فرضیه فرعی ۱-۲

در این بخش به بررسی فرضیه فرعی ۱-۲ تحقیق مبنی بر اینکه تفاوت معناداری بین بازده سهام شرکت‌های نوآورانه دارای اطمینان بیش از حد مدیریت و شرکت‌های نوآورانه فاقد اطمینان بیش از حد مدیریت وجود دارد، پرداخته شده است:

- مطابق نتایج بدست آمده از بخش نخست جدول زیر و معیار بازده نگهداشت سهام، مقدار آماره  $t$  متغیر مجازی نوآورانه بودن شرکت (Innov)، برابر با  $1/078$  و فاقد معناداری در سطح اطمینان  $95\%$  می‌باشد و این به معنای آن است که تأثیر نوآورانه بودن شرکت بر متغیر وابسته (بازده نگهداشت سهام)، معنادار نیست. مثبت بودن مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری این متغیر، به ترتیب نشان دهنده تأثیر مثبت اما بی‌معنای نوآورانه بودن شرکت بر بازده نگهداشت سهام شرکتهاست. نتایج بدست آمده در خصوص تأثیرگذاری این متغیر بر دیگر معیارهای بازده سهام یعنی بازده خاص و بازده غیرعادی نیز نشان دهنده نتایج مشابهی است و با وجود نوآورانه بودن شرکت شاهد افزایش بازده خاص و بازده غیرعادی بوده‌ایم هر چند که هیچ یک از لحاظ آماری معنادار نبوده‌اند. نتایج بدست آمده بر اساس دیگر معیار سنجش اطمینان بیش از حد مدیریت به شرح بخش دوم جدول فوق (معیار وجود پیش‌بینی جانبدارانه) نشان دهنده نتایج مشابهی است. نتایج بدست آمده در خصوص متغیرهای تعاملی  $PreOverconf*Innov$  و  $PostOverconf*Innov$  که به ترتیب نشان دهنده تأثیرگذاری حالت شرکت‌های نوآورانه دارای اطمینان بیش از حد مدیریت در سال گذشته و سال جاری می‌باشد نشان می‌دهد که این متغیرها در غالب موارد تأثیری منفی و بی‌معنا بر معیارهای مختلف بازده سهام داشته است. این نتایج نشان می‌دهد که وضعیت شرکت‌های نوآورانه دارای اطمینان بیش از حد مدیریت نتوانسته است تأثیرگذاری معناداری بر معیارهای مختلف بازده سهام داشته باشد. به عبارت دیگر این نتیجه نشان می‌دهد که تفاوت معناداری بین بازده سهام شرکت‌های نوآورانه دارای اطمینان بیش از حد مدیریت و دیگر شرکت‌ها وجود ندارد. این نتایج نشان می‌دهد که فرضیه فرعی ۱-۲ تحقیق مبنی بر اینکه تفاوت معناداری بین بازده سهام شرکت‌های نوآورانه دارای اطمینان بیش از حد مدیریت و شرکت‌های نوآورانه فاقد اطمینان بیش از حد مدیریت وجود دارد، در سطح اطمینان  $95\%$  رد می‌شود.

مجموع نتایج در خصوص تأثیرگذاری اطمینان بیش از حد مدیریت در سال‌های مختلف و بر اساس معیارهای مختلف بر معیارهای متفاوت بازده سهام بیانگر آن است که تفاوت معناداری بین بازده سهام شرکت‌های دارای اطمینان بیش از حد مدیریت و شرکت‌های فاقد اطمینان بیش از حد مدیریت وجود نداشته است (رد فرضیه فرعی ۱-۲). از طرفی دیگر نتایج نشان می‌دهد که تفاوت معناداری بین بازده سهام شرکت‌های نوآورانه دارای اطمینان بیش از حد مدیریت و دیگر شرکت‌ها وجود ندارد (رد فرضیه فرعی ۱-۲). با توجه به رد دو فرضیه فرعی زیر مجموعه فرضیه اصلی نخست تحقیق، این فرضیه مبنی بر اینکه اطمینان بیش از حد مدیریت بر بازده سهام شرکت‌ها تأثیرگذار است، در سطح اطمینان  $95\%$  رد می‌شود.

جدول ۳- نتایج بدست آمده از ضرایب متغیرهای مدل دوم تحقیق

متغیرهای تحقیق	اطمینان بیش از حد بر اساس معیار سرمایه گذاری بیشتر از فروش			اطمینان بیش از حد بر اساس معیار پیش بینی جانبدارانه		
	بازده غیر عادی	بازده خاص	بازده نگهداشت	بازده غیر عادی	بازده خاص	بازده نگهداشت
C	۰.۰۷۲ ۱.۰۸۲	0.025 0.130	-3.042 -4.539***	0.146 2.202**	0.029 0.148	-2.075 -2.957***
PreOverconf	۰.۰۰۰ ۰.۰۲۳	0.019 1.356	0.018 0.372	0.003 0.822	0.003 0.255	0.014 0.332
PreOverconf	۰.۰۰۰ -0.038	0.010 0.756	-0.013 -0.270	-0.014 -3.077***	-0.002 -0.138	-0.105 -2.399**
Innov	0.009 1.078	0.019 0.835	0.058 0.697	0.010 1.797*	0.005 0.388	0.057 1.074
PreOverconf*Innov	-0.001 -0.209	-0.012 -0.576	-0.123 -1.578	-0.007 -1.204	-0.008 -0.447	-0.037 -0.574
PostOverconf*Innov	-0.002 -0.290	-0.011 -0.545	0.047 0.624	-0.001 -0.153	0.001 0.039	-0.079 -1.235
sale	-0.069 -10.249***	-0.001 -0.068	0.106 4.504***	-0.064 -9.876***	-0.001 -0.123	0.113 4.712***
PPE	-0.014 -1.053	-0.004 -0.157	-0.123 -1.441	-0.010 -0.743	0.001 0.060	-0.160 -1.912*
Return	0.038 34.119***	-0.019 -5.897***	0.200 16.460***	0.037 33.404***	-0.020 -6.001***	0.191 15.367***
Tobins Q	0.018 4.832***	0.000 0.036	0.050 1.544	0.018 4.890***	0.001 0.137	0.070 2.153**
Growth	0.273 4.436***	-0.072 -0.391	2.209 3.326***	0.178 2.841***	-0.056 -0.291	1.277 1.845*
ROA	0.054 2.885***	-0.033 -0.781	-0.064 -0.401	0.040 2.130**	0.033 0.740	-0.221 -1.329
Leverage	0.008 0.581	-0.004 -0.149	0.132 1.326	0.011 0.812	-0.003 -0.096	0.158 1.584
Cash	0.019 0.706	0.117 1.585	-0.603 -2.098	0.013 0.477	0.114 1.527	-0.796 -2.716***
F	14.502***	3.781***	32.067***	14.825***	3.581***	32.569***
R SQUIRE	0.641	0.037	0.248	0.645	0.035	0.251
Burbin_watson	2.066	2.049	1.943	2.073	2.052	1.933
آزمون F لیمر	1.504***	1.288**	0.901	1.418***	1.311**	0.903
آزمون هاسمن	113.341***	17.089	-----	107.486***	18.454	-----

معنادار در سطح اطمینان ۹۰ درصد\* معنادار در سطح اطمینان ۹۵ درصد\*\* معنادار در سطح اطمینان ۹۹ درصد\*\*\*

۲-۲-۶- آزمون تاثیر بیش اطمینانی مدیران بر ریسک بازده سهام- آزمون فرضیه اصلی دوم تحقیق در این بخش به بررسی فرضیه اصلی تحقیق مبنی بر اینکه اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک بازده سهام شرکت‌ها تاثیرگذار است، پرداخته شده که نتایج بدست آمده به شرح جدول زیر می‌باشد.

جدول ۴ - نتایج بدست آمده از ضرایب متغیرهای مدل‌های سوم و چهارم تحقیق

متغیرهای تحقیق	مدل سوم		مدل چهارم	
	معیار سرمایه‌گذاری بیشتر از فروش	معیار پیش‌بینی جانبدارانه	معیار سرمایه‌گذاری بیشتر از فروش	معیار پیش‌بینی جانبدارانه
C	-2.935 -7.422***	-2.627 -8.156***	-2.947 -7.443***	-2.671 -8.235***
PreOverconf	-0.027 -2.235**	-0.043 -3.383***	-0.017 -2.593***	-0.058 -3.410***
PreOverconf	-0.065 -3.031***	-0.051 -3.661***	-0.061 -2.198**	-0.051 -2.886***
Innov			0.044 0.867	0.010 0.420
PreOverconf*Innov			-0.021 -0.501	0.027 1.125
PostOverconf*Innov			-0.010 -0.234	0.001 0.041
sale	0.070 3.542***	0.099 3.600***	0.072 3.613***	0.104 3.766***
PPE	0.077 1.300	0.154 2.606***	0.084 1.395	0.161 2.703***
Return	0.203 30.002***	0.188 38.692***	0.203 29.984***	0.187 38.280***
Tobins Q	0.026 1.371	0.039 2.561**	0.025 1.289	0.036 2.332**
Growth	1.427 3.712***	0.836 2.695***	1.406 3.650***	0.847 2.703***
ROA	-0.355 -3.591***	-0.265 -3.472***	-0.346 -3.472***	-0.269 -3.334***
Leverage	0.150 2.382**	0.301 5.101***	0.154 2.443**	0.312 5.222***
Cash	0.054 0.334	0.186 1.644	0.059 0.363	0.176 1.541
F	130.455***	21.514***	100.315***	20.825***
R SQUARE	0.506	0.721	0.507	0.719
Burbin_watson	1.669	2.035	1.673	2.035
آزمون F لیمر	2.857***	2.876***	2.884***	2.901***
آزمون هاسمن	14.581	23.263***	17.881	27.534**

معنادار در سطح اطمینان ۹۰ درصد\* معنادار در سطح اطمینان ۹۵ درصد\*\* معنادار در سطح اطمینان ۹۹ درصد\*\*\*

مطابق نتایج بخش نخست جدول فوق و معیار نخست سنجش اطمینان بیش از حد مدیریت (سرمایه‌گذاری بیشتر از رشد فروش)، مقدار آماره t متغیر وجود اطمینان بیش از حد مدیریت در سال t-1 (PreOverconf)، برابر با ۲/۲۳۵- و دارای معناداری در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌باشد و این به معنای آن است که تأثیر متغیر وجود اطمینان بیش از حد مدیریت در سال گذشته بر متغیر وابسته (ریسک بازده سهام)، معنادار است. منفی بودن مقدار آماره t و سطح معناداری این متغیر، به ترتیب نشان دهنده تأثیر منفی و معنادار وجود اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک بازده سهام شرکتهاست. نتایج بدست آمده در خصوص تأثیرگذاری این متغیر بر دیگر سنجش اطمینان بیش از حد مدیریت (پیش‌بینی جانبدارانه مدیریت) نشان می‌دهد که مقدار آماره t این متغیر



برابر با  $3/383$  - می باشد که در سطح اطمینان  $99\%$  معنادار بوده است. این نتایج نشان می دهد که با وجود اطمینان بیش از حد مدیریت در سال گذشته شاهد کاهش معنادار و قابل توجه ریسک بازده سهام سال جاری بوده ایم.

مطابق دیگر نتایج بدست آمده از بخش نخست جدول فوق و معیار سرمایه گذاری بیشتر از رشد فروش، مقدار آماره  $t$  متغیر وجود اطمینان بیش از حد مدیریت در سال بعد از سال  $t-1$  یا همان سال جاری (PostOverconf)، برابر با  $3/031$  - و دارای معناداری در سطح اطمینان  $99\%$  می باشد و این به معنای آن است که تاثیر متغیر وجود اطمینان بیش از حد مدیریت در سال جاری بر متغیر وابسته (ریسک بازده سهام)، معنادار بوده است. منفی بودن مقدار آماره  $t$  و سطح معناداری این متغیر، نشان دهنده تاثیرگذاری منفی و معنادار وجود اطمینان بیش از حد مدیریت سال جاری بر ریسک بازده سهام سال جاری است. نتایج بدست آمده در خصوص دیگر معیار سنجش اطمینان بیش از حد مدیریت (پیش بینی جانبدارانه مدیریت) نشان می دهد که با وجود اطمینان بیش از حد مدیریت در سال جاری شاهد کاهش معنادار ریسک بازده سهام بوده ایم.

مطابق نتایج بدست آمده از مدل سوم تحقیق (به شرح بخش نخست جدول فوق) وجود اطمینان بیش از حد مدیریت در سال گذشته و سال جاری تاثیری منفی و معنادار بر ریسک بازدهی سهام داشته و با وجود اطمینان بیش از حد مدیریت (بر اساس هر دو معیار استفاده شده) شاهد کاهش معنادار ریسک بازدهی سهام می باشیم. این نتایج بیانگر آن است که فرضیه فرعی  $2-1$  مبنی بر اینکه تفاوت معناداری بین ریسک بازدهی سهام شرکت های دارای اطمینان بیش از حد مدیریت و شرکت های فاقد اطمینان بیش از حد مدیریت وجود دارد، در سطح اطمینان  $95\%$  مورد تایید قرار می گیرد.

مطابق نتایج بدست آمده از بخش دوم جدول فوق (مدل چهارم تحقیق) و معیار سرمایه گذاری بیشتر از رشد فروش، مقدار آماره  $t$  متغیر مجازی نوآورانه بودن شرکت (Innov)، برابر با  $0/867$  و فاقد معناداری در سطح اطمینان  $95\%$  می باشد و این به معنای آن است که تاثیر نوآورانه بودن شرکت بر متغیر وابسته (ریسک بازده سهام)، معنادار نیست. نتایج بدست آمده در خصوص تاثیرگذاری این متغیر بر اساس دیگر معیار اطمینان بیش از حد مدیریت نشان دهنده نتایج مشابهی است و با وجود نوآورانه بودن شرکت شاهد افزایش ریسک بازده سهام بوده ایم هر چند که از لحاظ آماری معنادار نبوده اند. نتایج بدست آمده در خصوص متغیرهای تعاملی  $PostOverconf*Innov$  و  $PreOverconf*Innov$  که به ترتیب نشان دهنده تاثیرگذاری حالت شرکت های نوآورانه دارای اطمینان بیش از حد مدیریت در سال گذشته و سال جاری می باشد، نشان می دهد که تاثیر این متغیرها بر اساس معیار نخست اطمینان بیش از حد مدیریت به صورت مثبت و بی معنا و در دیگر معیار تاثیری منفی و بی معنا بر ریسک بازده سهام داشته است. این نتایج نشان می دهد که وضعیت شرکت های نوآورانه دارای اطمینان بیش از حد مدیریت نتوانسته است تاثیرگذاری معناداری بر ریسک بازده سهام داشته باشد. این نتایج نشان می دهد که فرضیه فرعی  $2-2$  تحقیق مبنی بر اینکه تفاوت معناداری بین ریسک بازده سهام شرکت های نوآورانه دارای اطمینان بیش از حد مدیریت و شرکت های نوآورانه فاقد اطمینان بیش از حد مدیریت، وجود دارد، در سطح اطمینان  $95\%$  رد می شود.

مجموع نتایج در خصوص تاثیرگذاری اطمینان بیش از حد مدیریت در سال‌های مختلف و بر اساس معیارهای مختلف بر ریسک بازدهی سهام بیانگر آن است که وجود اطمینان بیش از حد مدیریت در سال‌های مختلف تاثیر معناداری بر ریسک بازده سهام داشته و تفاوت معناداری بین ریسک بازده سهام شرکت‌های دارای اطمینان بیش از حد مدیریت و شرکت‌های فاقد اطمینان بیش از حد مدیریت وجود داشته است (تایید فرضیه فرعی ۱-۲). از طرفی دیگر نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که تفاوت معناداری بین ریسک بازده سهام شرکت‌های نوآورانه دارای اطمینان بیش از حد مدیریت و دیگر شرکت‌ها وجود ندارد (رد فرضیه فرعی ۲-۲). با توجه به تایید یک فرضیه و رد فرضیه فرعی دیگر، نمی‌توان در خصوص تایید یا رد فرضیه اصلی دوم تحقیق مبنی بر اینکه اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک بازده سهام شرکت‌ها تاثیرگذار است، اظهار نظر نمود.

#### ۷- بحث و نتیجه‌گیری

در این تحقیق سعی شد تا به بررسی تاثیر است تا به بررسی تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریت (بر اساس دو معیار سرمایه‌گذاری بیشتر از رشد فروش و پیش‌بینی جانبدارانه سود) بر ارزش‌آفرینی (بر اساس معیارهای مختلف بازده سهام شامل؛ بازده نگهداشت سهام، بازده خاص و بازده غیرعادی) و ریسک بازدهی سهام پرداخته شود. با توجه به وجود دو معیار مختلف جهت سنجش اطمینان بیش از حد مدیریت و چند معیار برای بازده سهام، مدل‌های تحقیق به تفکیک هر یک از این معیارها مورد بررسی قرار گرفت. مجموع نتایج بدست آمده از تاثیرگذاری اطمینان بیش از حد مدیریت در سال‌های مختلف و بر اساس معیارهای مختلف بر معیارهای مختلف بازده سهام نشان می‌دهد که وجود اطمینان بیش از حد مدیریت تاثیر معناداری بر بازده سهام نداشته و تفاوت معناداری بین بازده سهام شرکت‌های دارای اطمینان بیش از حد مدیریت و شرکت‌های فاقد اطمینان بیش از حد مدیریت وجود نداشته است. نتایج بدست آمده همچنین نشان می‌دهد که وضعیت شرکت‌های نوآورانه دارای اطمینان بیش از حد مدیریت نتوانسته است تاثیرگذاری معناداری بر معیارهای مختلف بازده سهام داشته باشد و تفاوت معناداری بین بازده سهام شرکت‌های نوآورانه دارای اطمینان بیش از حد مدیریت و دیگر شرکت‌ها وجود نداشته است. نتایج بدست آمده در خصوص تاثیرگذاری وجود اطمینان بیش از حد مدیریت در سال گذشته و سال جاری بر ریسک بازدهی سهام نشان می‌دهد که وجود اطمینان بیش از حد مدیریت تاثیری منفی و معنادار بر ریسک بازدهی سهام داشته و با وجود اطمینان بیش از حد مدیریت (بر اساس هر دو معیار بررسی شده) شاهد کاهش معنادار ریسک بازده سهام می‌باشیم. این نتایج نشان دهنده آن است که با ریسک بازده سهام با وجود اطمینان بیش از حد مدیریت، به شکل معناداری کاهش یافته است. لذا به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود، برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های مد نظر در کنار سایر اطلاعات، به ویژگی‌های شخصیتی مدیران، با توجه به مدل‌ها و پرسش‌نامه‌های مناسب، توجه نمایند و در ارزیابی‌های خود در مورد شرکت مورد نظر این مساله مهم را مد نظر قرار دهند. دیگر نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که وضعیت شرکت‌های نوآورانه دارای اطمینان بیش از حد مدیریت نتوانسته است تاثیرگذاری معناداری بر ریسک بازده سهام داشته باشد و تفاوت معناداری بین ریسک بازده سهام شرکت‌های نوآورانه دارای اطمینان بیش از حد مدیریت و دیگر شرکت‌ها وجود ندارد. سایر

نتایج بدست آمده در خصوص متغیرهای کنترلی تاثیرگذار بر بازده سهام و ریسک بازده سهام نشان دهنده آن است که از میان متغیرهای کنترلی، رشد فروش شرکت و سودآوری شرکت تاثیر مثبت و معنادار بر میزان بازده سهام داشته است. دیگر نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که نرخ بازده دارایی‌ها تاثیری منفی و معنادار بر ریسک بازده سهام داشته و با افزایش سودآوری شرکت شاهد کاهش ریسک بازده سهام بوده‌ایم. نتایج بدست آمده همچنین نشان می‌دهد که رشد فروش و اهرم مالی تاثیری مثبت و معنادار در افزایش ریسک بازده سهام داشته است.

با توجه به نتیجه تحقیق حاضر به مجامع شرکت‌ها توصیه می‌گردد که در هنگام انتخاب هیئت مدیره شرکت‌ها بیش اطمینان بودن مدیر را مورد بررسی قرار دهند زیرا براساس نتایج تحقیق انجام شده این ویژگی‌ها تاثیرات مستقیمی بر وضعیت ریسک واحد تجاری و از قبل آن واکنش بازار سرمایه داشته و می‌تواند بازده مورد انتظار و ارزش بازار سهام شرکت را تحت تاثیر قرار دهد. از دیگر سو به منظور افزایش ارزش سهام شرکت‌ها، که سبب خوش بینی سرمایه‌گذاران در مورد سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار می‌گردد، می‌توان سازوکارهایی که ویژگی‌های شخصیتی مدیران شرکت‌ها را برای بازار سرمایه گزارش دهد را توسط مراجع اداره کننده بورس اوراق بهادار در اداره مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ضروری نمود، تا مبنای تصمیم‌گیری مشارکان بازار سرمایه بهبود پیدا نماید و در نتیجه آن اطمینان به بازار سرمایه افزایش یافته و شرکت‌ها برای تامین مالی خود دچار مشکل نگردند.

#### فهرست منابع

- \* بهزادپور، سمیرا. مشایخ، مهناز(۱۳۹۳). تاثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱ شماره ۴. صص ۴۸۵-۵۰۴.
- \* حیدری، مهدی (۱۳۹۳). بررسی تأثیر عامل رفتاری اعتمادبه نفس بیش از حد مدیریت بر چسبندگی هزینه : نقش تعدیلی عوامل اقتصادی و عوامل مبتنی بر نظریه نمایندگی در آن. مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. دوره ۲۱، شماره دو. صص ۱۵۱ - ۱۷۲
- \* عرب صالحی، مهدی. امیری، هادی و کاظمی نوری، سپیده (۱۳۹۳). بررسی تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی. سال ۶، شماره دو، صص ۱۱۵-۱۲۸.
- \* فروغی. داریوش. قاسم زاده. پیمان (۱۳۹۴). تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک سقوط انی قیمت سهام. مجله علمی-پژوهشی دانش حسابداری مالی. دوره دوم (۲). صص ۵۵-۷۱.
- \* فروغی، داریوش و نخبه فلاح، زهرا (۱۳۹۲). تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه کاری شرطی و غیر شرطی مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ششم؛ شماره ۱، صص ۲۷ - ۴۴.

- \* مشایخ، شهناز و بهزادپور، سمیرا (۱۳۹۳). تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. دوره ۲۱، شماره ۴، صص ۴۸۵ - ۵۰.
- \* یوسفی، سمیه. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ساختار زمانی بدهی‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد واحد باراجین.
- \* Ahmed, A. S. & Duellman, S. (2012). Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism. *Journal of Accounting Research*, 51 (1): 1-30.
- \* Aktas, Nihat., Louca, Christodoulos., Petmezas, Dimitris. (2015). Is Cash More Valuable in the Hands of Overconfident CEOs?. SSRN Working Series Paper.
- \* Ben-David, I. Graham, J. & Harvey, C. (2010). Managerial Miscalibration. National Bureau of Economic Research, Working Paper Series No. 16215. Available in: <http://www.nber.org/papers/w16215>
- \* Ben-David, I. Graham, J. & Harvey, C. (2007). managerial overconfidence and corporate policies. Working Paper, Available at: <http://www.nber.org/papers/w13711>.
- \* Bertrand, M. and Schoar, A. (2003). Managing with style: the effect of managers on firm policies. *Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169-1208.
- \* Campbell, T.C., Gallmeyer, M., Johnson, S.A., Rutherford, J. & Stanley, B. W. (2011). CEO optimism and forced turnover. *Journal of Financial Economics*, 101 (3): 695-712.
- \* Corderio, L. (2009). Managerial Overconfidence and Dividend Policy. Working paper, London Business School, Available at: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1343805](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1343805).
- \* Deshmukh, Sanjay, Anand M. Goel, and Keith M. Howe, (2013), CEO overconfidence and dividend policy, *Journal of Financial Intermediation* 22, 440-463.
- \* Ferris, S. Jayaraman, N. & Sabherwal, S. (2011). CEO overconfidence and international merger and acquisition activity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA)*, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1982286>.
- \* Galasso, Alberto, and Timothy Simcoe, (2011), CEO overconfidence and innovation, *Management Science* 57, 1469-1484.
- \* Heaton, J. B., (2002), Managerial optimism and corporate finance, *Financial Management* 31, 33.
- \* Hirshleifer, D. Low, A. & Teoh, S. (2012). Are overconfident CEOs better innovators? *The Journal of Finance*, 67(4): 1457-1498.
- \* Han, Sangyong., Lai, Gene C., Ho, Chia-Ling., (2015). CEO Confidence or Overconfidence? The Impact of CEO overconfidence on Risk Taking and Firm Performance in the U.S. Property-Liability Insurance Companies, SSRN Working Series Paper.
- \* Iyer, Subramanian. R., Sankaran, Harikumar., Nejadmalayeri, Ali. (2015). CEO Overconfidence and Agency Cost of Debt: Evidence from Voluntary Turnovers. Working Series Paper
- \* Li, J. & Tong, W. (2012). Managerial Overconfidence, CEO Selection and Corporate Investment: An Empirical Analysis. Working paper, available at: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- \* Lin, Y.-H., Hu, S.-Y., & Chen, M.-S. (2005). Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan. *Pacific -Basin Finance Journal*, 13 (5): 523-546.
- \* Malmendier, U., and G. Tate. (2005). "CEO Overconfidence and Corporate Investment." *Journal of Finance* 60 (2005): 2661-700.
- \* Malmendier, U. & Tate, G. (2008). Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction. *Journal of Financial Economics*, 89 (1): 20-43.

- \* Purhanudin, Noorfaiz., Zakaria, Zuriawati. (2015). Managerial Overconfidence and Debt Maturity Structure of Malaysian Construction and Material Companies. Review of Contemporary Business Research: June 2015, Vol. 4, No. 1, pp. 32-39.
- \* Schrand, C. M., and S. L. Zehman(2011). "Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Financial Misreporting." Journal of Accounting and Economics 53 (2011): 311–29.
- \* Wu, C., Liu, V. (2010). Payout policy and CEO overconfidence. working Paper. National sun Yat-sen University. Taiwan. Available at: <http://www.ssrn.com>

## یادداشت‌ها

---

- <sup>1</sup> Aktas et al.
- <sup>2</sup> Iyer et al.
- <sup>3</sup> Malmendier
- <sup>4</sup> Kramer Value
- <sup>5</sup> Clara Chen and Gvrsn Nasyf
- <sup>6</sup> Team Adam et al.
- <sup>7</sup> Kim .wang and zhang
- <sup>8</sup> Ahmad and Dvlman
- <sup>9</sup>Libya and color bitmaps