

## بررسی تاثیر بیش اعتمادی مدیر عامل بر رابطه بین نگره داشت وجه نقد و بازده غیرعادی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران

امیر غفوریان شاگردی

استادیار دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه بین المللی امام رضا (ع)، مشهد، ایران، (نویسنده مسئول).  
ghafourian@imamreza.ac.ir

رضا جهانشیری

کارشناسی ارشد حسابداری-حسابرسی، دانشکده مدیریت و حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه بین المللی امام رضا(ع)، مشهد، ایران.  
rezajahanshiri1372@gmail.com

محمد سجاد غفوریان شاگردی

کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی- مدیریت استراتژیک، گروه مدیریت، دانشگاه بین المللی امام رضا (ع)، مشهد، ایران.  
sajjad.ghafourian@imamreza.ac.ir

شماره ۱۷/ زمستان ۱۳۹۸ (جلد دوم) صص ۲۹-۸۹  
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره دوم)

### چکیده

پژوهش حاضر به بررسی تاثیر بیش اعتمادی مدیر عامل بر رابطه بین نگره داشت وجه نقد و بازده غیرعادی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. این پژوهش از نظر هدف، پژوهشی کاربردی و به لحاظ روش انجام پژوهش، توصیفی-همبستگی می‌باشد. جامعه آماری پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران که پس از نمونه‌گیری، بالغ بر ۱۰۹ شرکت و در یک دوره زمانی ۵ ساله از سال ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۶ است، می‌باشد. جهت اندازه‌گیری متغیر نگره داشت وجه نقد از تغییرات وجه نقد نسبت به سال قبل تقسیم بر ارزش بازار شرکت در سال قبل و جهت اندازه‌گیری متغیر بازده غیر عادی از تفاوت بازده شرکت و بازده مورد انتظار شرکت استفاده شده است. روش آزمون فرضیات در مطالعه حاضر استفاده از رگرسیون معمولی چندگانه و با استفاده از نرم‌افزار ایویوز بوده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین نگره داشت وجه نقد و بازده غیرعادی رابطه معناداری وجود ندارد، همچنین بیش اعتمادی مدیر عامل نیز بر رابطه بین نگره داشت وجه نقد و بازده غیرعادی تاثیر معناداری ندارد.

**واژگان کلیدی:** بیش اعتمادی مدیر عامل، نگره داشت وجه نقد، بازده غیرعادی، بورس اوراق بهادار تهران.

### مقدمه

هدف اصلی سرمایه‌گذاران از خرید سهام شرکتها افزایش ثروت است که این امر از طریق کسب بازده سهام محقق می‌گردد. مدیران برای حداکثر کردن ارزش سهام شرکت و مدیریت صحیح منابع، سعی دارند با انتخاب ترکیب مناسبی از داراییها و بدهی‌ها، درباره نگهداشت وجه نقد شرکت تصمیم‌گیری کنند. کلیه شرکتها در نگهداری وجه نقد دارای دو انگیزه احتیاطی و معاملاتی هستند. انگیزه معاملاتی این است که شرکتها وجه نقد را به شکلی ساده برای معاملات روزانه خود نگهداری کنند. درمورد انگیزه احتیاطی، در دوره‌هایی که تأمین مالی خارجی گران است شرکت‌ها وجه نقد را برای ادامه سرمایه‌گذاری در طرحهایی با ارزش فعلی خالص مثبت نگهداری می‌کنند. این مسئله زمانی که شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری با

ارزش فعلی خالص مثبت قادر به ایجاد وجه نقد داخلی کافی برای تأمین مالی این سرمایه گذاری ها نیستند پرننگ تر می شود. بنابراین، نگهداری وجه نقد برای شرکتهایی که با محدودیت مالی روبرو هستند ایجاد ارزش مثبت می کند (عظیمی و صباغ، ۱۳۹۳). طبق نظریه ی نمایندگی، مدیران قدرتمند ممکن است در راستای منافع شخصی، وجه نقد را هدر دهند. در نتیجه، در شرکت هایی که با مشکلات نمایندگی مواجهه هستند، دارایی های نقدی از ارزش کمتری برخوردار است (دیتمر و مارت اسمیت<sup>۱</sup>، ۲۰۰۷). در همین راستا یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم گیری در بورس، بازده سهام می باشد. بازده سهام خود به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیشتر سرمایه گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش بینی ها از آن استفاده می نمایند (قائمی و طوسی، ۱۳۸۵). انجام سرمایه گذاری مستلزم تأمین مالی است. دو گروه عمده ای که تأمین مالی سرمایه گذاری را بر عهده دارند اعتباردهندگان و سرمایه گذاران می باشند. از دید گروه اول قدرت و وضعیت مالی شرکت های اعتبار گیرنده در پرداخت به موقع بدهی ها، از اهمیت بسزایی برخوردار است و این از قدرت سودآوری شرکت آشکار می گردد. اما از دیدگاه سرمایه گذاران مسئله به مراتب عمیق تر است، زیرا در این فرآیند آن ها دارای ریسک افزون تر بوده و نهایتاً به دنبال بازده بالاتر خواهند بود. در بازار سرمایه، سرمایه گذاران سعی دارند پس اندازهای خود را در سرمایه گذاری هایی صرف کنند که بیشترین بازده ها را داشته باشد اما در این راستا به ریسک مربوط به سرمایه گذاری نیز توجه دارند و در صورتی تحمل ریسک را پذیرا می شوند که از بابت آن بازده بیشتری عایدشان شود (جهانشیری، ۱۳۹۷). از سویی دیگر مدیران سازمان به عنوان تصمیم سازان حیاتی آن، در معرض تورشهای شناختی و رفتارهای غیرعقلایی قرار دارند. یکی از تورشهای مهم شناختی بیش اعتمادی می باشد. در واقع بیش اطمینانی یکی از ویژگی های رفتاری مدیران، از مهم ترین یافته ها در حوزه قضاوت و تصمیم گیری محسوب می شود. در همین راستا طبق پژوهش مالمندیر و تیت<sup>۲</sup> (۲۰۰۵) به مطالعه ای پیرامون رابطه ی بین بیش اعتمادی مدیریتی و نقدینگی شرکت پرداخته و دریافته اند که نقدینگی سرمایه گذاری برای مدیران بیش اعتماد از حساسیت بیشتری برخوردار است و در صورتی که سرمایه ی داخلی شرکت به اندازه ی کافی باشد، این مدیران میزان سرمایه گذاری بیش از حد را افزایش می دهند. بیش اعتمادی مدیران نقش مؤثری در توسعه سرمایه گذاری و کارایی آن ایفا می نماید. لذا با عنایت به توضیحات گفته شده و با توجه به این که تاکنون پژوهش تجربی که به بررسی تاثیر بیش اعتمادی مدیر عامل بر رابطه بین نگره داشت وجه نقد و بازده غیرعادی پرداخته شده باشد، انجام نشده است لذا پژوهش حاضر از این جنبه دارای نوآوری میباشد، در نهایت در این پژوهش به دنبال پاسخگویی به این سوال می باشیم که آیا بین نگره داشت وجه نقد و بازده غیرعادی رابطه معناداری وجود دارد؟ و همچنین آیا بیش اعتمادی مدیر عامل بر رابطه بین نگره داشت وجه نقد و بازده غیرعادی تاثیر معناداری دارد؟

## پیشینه پژوهش

### نگره داشت وجه نقد

نگهداری وجه نقد از احتمال بحران مالی می کاهد و به عنوان ذخیره ای امن برای مواجهه با زیان های غیرمنتظره به شمار می رود و همچنین پیگیری سیاست های سرمایه گذاری بهینه را در زمانی که شرکت با محدودیت های مالی مواجه است، ممکن می سازد و نهایتاً به کم کردن هزینه های جمع آوری منابع مالی یا نقد کردن دارایی های موجود کمک می کند (رسانیان و

<sup>1</sup> Ditmar and Mart smith

<sup>2</sup> Malmandir and Tith

همکاران، ۱۳۸۹). جریان‌های نقدی در یک واحد تجاری از اساسی‌ترین رویدادهایی است که اندازه‌گیری حسابداری بر اساس آن‌ها انجام می‌شود و به نظر می‌آید که بستانکاران و سرمایه‌گذاران نیز بر مبنای جریان‌های نقدی تصمیم می‌گیرند. وجوه نقد چون نشان‌دهنده قدرت خرید عمومی است، در مبادلات اقتصادی به راحتی می‌تواند به سازمان‌ها و یا اشخاص مختلف جهت رفع نیازهای خاص خودشان و در تحصیل کالا و خدمات کمک کند. بیشتر اندازه‌گیری‌های حسابداری بر اساس جریان‌های نقدی گذشته، حال و یا مورد انتظار آتی انجام می‌گیرد، درآمدها معمولاً برحسب خالص وجوه نقد مورد انتظار حاصل از فروش کالاها یا خدمات و هزینه‌ها نیز برحسب وجوه نقد پرداختی و یا وجوه نقد مورد انتظار پرداختنی برای کالاها و خدمات مورد استفاده اندازه‌گیری می‌شود (عرب مازار یزدی، ۱۳۸۴).

### بازده غیر عادی

بازده سهام برابر است با مجموع تفاوت قیمت سهام، سود نقدی هر سهم، حق تقدم و سهام جایزه در یک دوره مالی تقسیم بر قیمت اول دوره مالی (نمازی و ابراهیمی، ۱۳۹۱). به اعتقاد فاما بازده سهام و یا پیش‌بینی بازار سهام یکی از موضوع‌های مهم مالی است که از دیرباز تاکنون مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است. این موضوع مبنی بر این فرض است که اطلاعات گذشته در دسترس عموم قرار می‌گیرد تا بتوان با استفاده از آنها بازده سهام را در آینده پیش‌بینی کرد (فاما و فرنچ<sup>۳</sup>، ۱۹۸۸). متغیرهای اقتصادی مانند نرخ‌های بهره و نرخ‌های تسعیر ارز، اطلاعات خاص صنعت مانند نرخ‌های رشد تولیدات صنعتی و قیمت مصرف‌کننده، اطلاعات خاص شرکت مانند صورت سود و زیان، بازده و سود تقسیمی نمونه‌هایی از این اطلاعات هستند. با این وجود، تلاش برای پیش‌بینی بازده سهام، برخلاف درک عموم از کارایی بازار است. فرضیه بازار کارا بیان می‌کند که همه اطلاعات موجود قبل از این که افراد بتوانند بر اساس آن معامله کنند، در بازار کارا منعکس شده است. بنابراین، پیش‌بینی قیمت سهام برای پیش‌بینی بازده سهام غیرممکن است. زیرا بازارها تمام اطلاعات شناخته شده موجود در رابطه با سهام را به طور کامل منعکس می‌کنند. بازار کارا بلافاصله قیمت سهام را بر اساس خبری که می‌رسد، در بازار به طور تصادفی تنظیم می‌کند. با این حال، هنوز بحث‌های فراوانی مبنی بر عدم کارایی بازار وجود دارد و با تکیه بر این استدلال می‌توان قیمت سهام را برای پیش‌بینی بازده سهام در آینده به کاربرد (آستین و همکاران<sup>۴</sup>، ۱۹۹۷).

### بیش اعتمادی

بیش اعتمادی یکی از مهمترین یافته‌های علم روانشناسی در حوزه قضاوت و تصمیم‌گیری است. پژوهشگران دریافته‌اند که افراد درباره توانایی‌های خود، از جمله قدرت پیش‌بینی، ادراک اطلاعاتی و دانش خود، اغراق می‌کنند. به بیان دیگر به توانایی‌ها و دانش خود بیش از حد اعتماد دارند، البته ممکن است این احساس درونی را اظهار نکنند یا حتی خود نیز از آن غافل باشند. یکی از ریشه‌های وقوع بیش اعتمادی و اصلاح نشدن آن در نتیجه یادگیری این است که افراد مسئولیت موفقیت‌های خود را به عهده می‌گیرند و مسئولیت شکست را به دیگران نسبت می‌دهند (مشایخ و بهزادپور، ۱۳۹۳). بیش اعتمادی یا اعتماد بیش از حد به خود در بیان کلی می‌تواند به عنوان یک اعتقاد بی‌اساس در مورد توانایی‌های شناختی، قضاوت‌ها و استدلال شهودی فرد خلاصه شود. مفهوم بیش اعتمادی در مجموعه وسیعی از بررسی‌ها و آزمایش‌های روانشناسانه از نوع شناختی

<sup>3</sup> Fama and French

<sup>4</sup> Austin et al

بررسی شده است که نشان می‌دهد افراد هم در مورد توانایی‌های خود در پیش‌بینی و هم در مورد دقت اطلاعاتی که در اختیار آنان قرار می‌گیرد، برآوردی بیش از اندازه دارند (جهانشیری، ۱۳۹۷).

### پیشینه تجربی پژوهش

جهانشیری (۱۳۹۷) به پژوهشی تحت عنوان، بررسی تاثیر بیش اعتمادی مدیر عامل بر بازده غیرعادی شرکت با در نظر گرفتن محدودیت مالی و فرصت رشد شرکت، پرداخت و به این نتیجه رسید که بین نگره داشت وجه نقد و بازده غیرعادی رابطه معناداری وجود ندارد، همچنین بیش اعتمادی مدیر عامل رابطه بین نگره داشت وجه نقد و بازده غیرعادی را تعدیل نمی‌کند. رحیمیان و همکاران (۱۳۹۳) به پژوهشی تحت عنوان، بررسی رابطه بین نگهداشت مازاد وجه نقد و ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پرداختند. نتایج تجزیه و تحلیل‌های آماری بیانگر این بود که نگهداری مازاد وجه نقد توسط شرکت‌ها به صورت مداوم و مقطعی، تاثیری بر ارزش حقوق صاحبان سهام ندارد. فخاری و روحی (۱۳۹۲) به پژوهشی تحت عنوان، بررسی تاثیر وجه نقد نگهداری شده و مدیریت سرمایه در گردش بر مازاد بازده سهام شرکت‌ها، پرداختند. نتایج نشان داد که بین وجه نقد نگهداری شده و سرمایه در گردش با مازاد بازده سهام، با در نظر گرفتن اثرات متقابل وجه نقد و سرمایه در گردش سال جاری با سال قبل و همچنین، اثرات اهرم بر آنها، رابطه معناداری وجود دارد. این یافته‌ها، بیانگر اهمیت تاثیر تصمیمات کوتاه مدت بر مازاد بازده سهام می‌باشد. همتی و یوسفی راد (۱۳۹۲) به پژوهشی تحت عنوان، ارتباط راهبرد تنوع بخشی و ارزش سطح نگهداشت وجه نقد با بازده غیر عادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که میان راهبرد تنوع و بازده غیر عادی شرکت‌ها ارتباط منفی و معنادار وجود دارد در حالیکه میان سطح وجه نقد نگهداری شده شرکت و بازده غیر عادی آنها ارتباط معناداری مشاهده نشد. افزون بر این نتایج نشان داد که راهبرد تنوع بر ارتباط میان ارزش وجه نقد نگهداری شده و بازده غیر عادی شرکت‌ها تاثیر مثبت و معناداری دارد. دشموک و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۸) در پژوهشی تحت عنوان، تاثیر بیش اعتمادی مدیریتی را بر میزان دارایی‌های نقدی مورد بررسی قرار دادند. در این مطالعه نشان دادند که نقدینگی مازاد برای مدیران عامل بیش اعتماد ارزشمند است، زیرا این امکان را به آن‌ها می‌دهد که با وجود مشکلات سرمایه‌گذاری کمتر از حد، از تمامی فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود استفاده کنند. دیتمار و اسمیت (۲۰۰۷) و هارفورد و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۰۸) در تحقیقات مشابهی به بررسی تاثیر نگهداشت وجه نقد مازاد با سودآوری آتی شرکت‌ها پرداختند. نتایج تحقیق آنان نشان داد که عملکرد آتی شرکت‌ها با طور معناداری برای شرکت‌هایی که وجه نقد مازاد نگهداری می‌نمایند، کمتر است. میکلسون و پارچ<sup>۷</sup> (۲۰۰۳) در تحقیق خود نشان دادند که شرکت‌هایی که سطح بیشتری از وجه نقد را نگهداری می‌نمایند، عملکرد بهتری نیز از خود نشان می‌دهند. آنان بر این باورند که سطح بهینه وجه نقد برای شرکت‌ها وجود ندارد و عملکرد شرکت‌ها با افزایش در سطح نگهداشت وجه نقد، افزایش می‌یابد.

### فرضیه‌های پژوهش

در نهایت و با توجه به مبانی نظری و پژوهش‌هایی که در فوق به آن اشاره شده است، بنابراین فرضیه پژوهش به شرح ذیل می‌باشد:

<sup>5</sup> Deshmok et al

<sup>6</sup> Harford et al

<sup>7</sup> Mickelson and Parch

فرضیه اول: بین ننگه داشت وجه نقد و بازده غیرعادی رابطه معناداری وجود دارد.  
فرضیه دوم: بیش اعتمادی مدیر عامل بر رابطه بین ننگه داشت وجه نقد و بازده غیرعادی تاثیر معناداری دارد.

### روش شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف پژوهشی کاربردی و از لحاظ نوع روش پژوهش، پژوهشی توصیفی - پیمایشی می باشد. به منظور جمع آوری داده ها و اطلاعات، از روش کتابخانه ای استفاده شده است. قسمت مبانی نظری از کتب، مجلات و سایت های تخصصی فارسی و لاتین، و داده های مالی مورد نیاز با استفاده از نرم افزار ره آورد نوین و سایت کدال، گردآوری شده اند. جامعه آماری مورد هدف در این تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و از همه صنایع طی سال های ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۶ می باشد. نمونه آماری به روش نمونه گیری حذفی (سیستماتیک) که در آن شرکت های انتخاب شده با توجه به محدودیت های ذکر شده در ذیل از بین مجموعه ای از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که دارای شرایط ذیل باشند:

- جزء شرکتهای مالی، بیمه، بانک ها و سرمایه گذاری ها که از لحاظ ماهیت، متفاوت با شرکت های تولیدی هستند، نباشند.

- از ابتدای سال ۱۳۹۲ تا سال ۱۳۹۶ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

- اطلاعات مربوط به متغیرهای پژوهش در بانک های اطلاعاتی مانند ره آورد نوین در دسترس باشند.

- پایان سال مالی ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد.

با در نظر گرفتن شرایط فوق تعداد ۱۰۹ شرکت باقی ماند که در حقیقت نشان دهنده جامعه آماری واقعی مورد رسیدگی می باشد. بنابراین با استفاده از روش آماری رگرسیون چند گانه معمولی، فرضیات پژوهش که در قسمت قبل بیان گردید، مورد بررسی قرار گرفته است. همچنین آزمون فرضیه پژوهش به کمک نرم افزار Eviews، و به شرح طرح آزمون آماری فرضیه ها که در بخش های بعد ارائه می شود، صورت پذیرفته است.

در این پژوهش برای آزمون فرضیه پژوهش و به پیروی از مدل نیهات و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۱۸) از مدل های رگرسیونی ذیل استفاده شده است:

مدل پژوهش:

$$R_{it} - R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta C/M_{it-1} + \beta_2 OVC_{it} + \beta_3 OVC_{it} * \Delta C/M_{it-1} + \beta_4 \Delta E_{it} / M_{it-1} + \beta_5 \Delta NA_{it} / M_{it-1} + \beta_6 \Delta R\&D_{it} / M_{it-1} + \beta_7 \Delta I_{it} / M_{it-1} + \beta_8 \Delta D_{it} / M_{it-1} + \beta_9 NF_{it} / M_{it-1} + \beta_{10} C_{it-1} / M_{it-1} + \varepsilon$$

### متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری آن

بر اساس مبانی ارائه شده در این پژوهش متغیرها در چهار گروه مستقل، وابسته، تعدیل گر و کنترلی بیان شده اند، که در ادامه ارائه می شوند.

<sup>8</sup> Nihat et al

### متغیر مستقل

نگه داشت وجه نقد  $(\Delta C/M_{it-1})$ : متغیر مستقل این پژوهش، نگه داشت وجه نقد می باشد که برابر است با تغییرات وجه نقد نسبت به سال قبل تقسیم بر ارزش بازار شرکت در سال قبل (نیهای و همکاران، ۲۰۱۸).

### متغیر وابسته

بازده غیر عادی سهام  $(R_{it} - r_{it})$ : در این پژوهش بازده غیر عادی سهام، متغیر وابسته است که برابر است با تفاوت بازده شرکت و بازده مورد انتظار شرکت.

بازده سهام  $(R)$ : عبارت است از مجموعه عایداتی که در طول یک دوره مالی از تغییر قیمت، سود نقدی هر سهم، مزایای ناشی از حق تقدم خرید سهام و مزایای ناشی از سود سهام یا سهام جایزه به دارنده سهم تعلق می گیرد (ودیدی و حسینی، ۱۳۹۱).

$$100 * \frac{\text{حق تقدم سهام} + \text{سود تقسیمی} + \text{پایه قیمت} - \text{روز قیمت}}{\text{پایه قیمت}} = \text{بازده هر سهم}$$

بازده مورد انتظار سهام شرکت در سال مالی  $(R)$ : بازده مورد انتظار بازدهی است که سرمایه گذران انتظار دستیابی به آن را برای این که احساس کنند به اندازه کافی پاداش دریافت نموده اند، دارند (نظری و دارایی، ۱۳۹۶).

$$R = r_f + B_i (r_m - r_f)$$

که در آن:

$r_f$  = بازده بدون ریسک یک دارایی

$B_i$  = ریسک نسبی اوراق بهادار شاخص: ریسک سیستماتیک برابر است با حساسیت بازده سهم نسبت به بازار

$$B = \frac{\text{COV}(r_i, r_m)}{\partial r_m^2}$$

$r_m$  = نرخ بازده پرتفوی بازار: از مجموع تغییرات قیمت و سود نقدی تقسیمی با در نظر گرفتن مبلغی که به عنوان

سرمایه پرداخت می شود، بدست می آید.

### متغیر تعدیل گر

به پیروی از شراند و زچمن (۲۰۱۱) این شاخص میزان سرمایه گذارهای مازاد در داراییها را نشان می دهد که از باقیمانده رگرسیون رشد دارایی کل بر رشد فروش برآورد شده، به دست می آید. استفاده از این شاخص بر این مبنا است که در شرکتهایی که داراییها با نرخ بالاتری نسبت به فروش رشد می کنند مدیران نسبت به همتای خود بیشتر در شرکت سرمایه گذاری می کنند.

بیش اعتمادی عبارتست از مفهوم مازاد سرمایه گذاری که از رگرسیون رشد دارایی به رشد فروش به شرح رابطه ذیل در هر صنعت به دست می آید و در صورتی که باقیمانده رابطه زیر برای شرکتی مثبت باشد به این معنی است که در آن سرمایه گذاری بیش از حد انجام شده است و آن را به عنوان شاخص بیش اعتمادی در نظر گرفته شد (بشکوه و کشاورز، ۱۳۹۷).

$$\text{Asset.Gr}_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \times \text{Sale.Gr}_{j,t} + \epsilon_j$$

که در آن:

$$\frac{\text{assets}}{\text{assets}_{it-1}}: (\text{رشد دارایی ها}) \text{Asset.Gr}_{j,t}$$

$$\text{Sale.Gr}_{j,t} : (\text{رشد فروش}) = \frac{\text{sales}}{\text{sales}_{it-1}}$$

ز: باقی مانده مدل

### متغیرهای کنترلی

$$\frac{\Delta E}{M_{it-1}} : \text{تغییر درآمد (همگن شده با ارزش بازار) نسبت به سال قبل (نیپهات و همکاران، ۲۰۱۸).}$$

$$\frac{\Delta NA}{M_{it-1}} : \text{تغییر در خالص دارایی ها (کل دارایی ها منهای نقدینگی همگن شده با ارزش بازار) نسبت به سال قبل (نیپهات و همکاران، ۲۰۱۸).}$$

$$\frac{\Delta I}{M_{it-1}} : \text{تغییر هزینه بهره (همگن شده با ارزش بازار) نسبت به سال قبل (نیپهات و همکاران، ۲۰۱۸).}$$

$$\frac{\Delta D}{M_{it-1}} : \text{تغییر سود تقسیمی (همگن شده با ارزش بازار) نسبت به سال قبل (نیپهات و همکاران، ۲۰۱۸).}$$

$$\frac{CT-1}{M_{it-1}} : \text{مجموع نقدینگی سال قبل شرکت (همگن شده با ارزش بازار) (نیپهات و همکاران، ۲۰۱۸).}$$

$$\frac{\Delta R\&D}{M_{it-1}} : \text{تغییر هزینه های تحقیق و توسعه (همگن شده با ارزش بازار) نسبت به سال قبل (نیپهات و همکاران، ۲۰۱۸).}$$

$$NF = \frac{\Delta debt + \Delta Equity}{M_{it-1}} \text{ خالص تامین مالی برابر است با جمع تغییرات حقوق صاحبان سهام و تغییرات بدهی ها (نیپهات و همکاران، ۲۰۱۸).}$$

### یافته‌های پژوهش

در این بخش به آمار توصیفی و استنباطی در ارتباط با تحلیل داده های پژوهش پرداخته می شود.

### آمار توصیفی

در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی هم‌چون میانگین و شاخص‌های پراکندگی هم‌چون انحراف معیار، و همچنین حداقل و حداکثر انجام پذیرفته است. آمار توصیفی پژوهش نیز به شرح جدول (۱) می باشد:

جدول (۱). آماره های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
بازده غیر عادی	۰/۱۸	-۰/۰۸	۷/۶۲	-۳/۳۵	۱/۱۴
بیش اعتمادی مدیر عامل	۰/۰۰۰۰۱	-۰/۰۹	۱۰/۳۱	-۰/۹۱	۰/۶۶
وجه نقد	۰/۰۱	۰/۰۰۰۴	۱/۶۳	-۰/۹۵	۰/۱۴
تغییر درآمد	۰/۳۰	-۰/۱۰	۷/۲۳	-۵/۴۷	۰/۸۳
تغییر در خالص دارایی ها	۰/۳۳	-۰/۱۳	۱۸/۹۵	-۲/۷۹	۱/۲۰
تغییر هزینه بهره	۰/۰۱	۰/۰۰۱	۰/۸۰	-۱/۶۲	۰/۱۱
تغییر سود تقسیمی	۰/۰۳	۰/۰۰۰	۱۲/۴۵	-۲/۰۵	۰/۵۶
مجموع نقدینگی	۰/۱۰	-۰/۰۵	۱/۸۹	۰/۰۰۰۴	۰/۱۷
تغییر هزینه های تحقیق و توسعه	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰	۰/۱۴	-۰/۰۵	۰/۰۱
خالص تامین مالی	۰/۳۴	-۰/۱۳	۱۸/۹۴	-۲/۵۵	۱/۲۰

اصلی ترین شاخص مرکزی میانگین است که بیانگر نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است و همچنین انحراف معیار یکی از مهمترین پارامترهای پراکندگی و معیاری برای میزان پراکندگی مشاهدات از میانگین است. حال با توجه به نتایج جدول (۱) میانگین متغیر بازده غیر عادی معادل  $0/18$  می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته اند، و انحراف معیار آن معادل  $1/14$  است. به عبارت دیگر، مقدار انحراف معیار نشان می‌دهد، متوسط میزان پراکندگی مقادیر بازده غیر عادی حول میانگین برابر  $1/14$  است.

## آمار استنباطی

### آزمون چاو (F لیمر)

نتایج حاصل از آزمون چاو جهت انتخاب الگوی مناسب تخمین مدل پژوهش در جدول (۲) آمده است.  
جدول (۲): آزمون F لیمر برای تعیین روش پانل یا پولینگ

آماره f	مقدار احتمال	نتیجه آزمون
۱/۲۲	۰/۰۷	مدل پولینگ پذیرش فرض صفر

همانطور که در جدول (۲) مشاهده می‌شود و با توجه به نتایج آزمون چاو و P-Value آن ( $0/07$ ) برای مدل فرضیه های پژوهش، فرضیه آزمون در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نشده و بیان گر این است که می‌توان از روش داده‌های پولینگ استفاده نمود لذا نیازی به آزمون هاسمن برای انتخاب بهترین روش تخمین از میان روش‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی نمی‌باشد.

### نتایج تخمین مدل پژوهش

نتایج حاصل از تخمین مدل پژوهش در جدول (۳) ارائه شده است. با توجه به نتایج جدول (۳) مشاهده می‌شود که آماره F دارای مقدار  $25/86$  و معناداری آن نیز کمتر از  $0/05$  است. در نتیجه کلیت مدل رگرسیون پذیرفته می‌شود؛ به این معنی که بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته رابطه معناداری وجود دارد و حداقل یک متغیر مستقل با متغیر وابسته رابطه معنی داری دارد. خلاصه نتایج مدل رگرسیونی پژوهش در جدول (۳)، ارائه شده است:



### جدول (۳): نتایج تخمین مدل پژوهش

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال
عرض از مبدا	-۱/۰۶	۰/۲۱	-۴/۹۶	۰/۰۰۰
نگه داشت وجه نقد	-۲/۲۵	۵۴۹/۲۳	۰/۰۰۴	۰/۹۹
بیش اعتمادی مدیر عامل	-۱/۰۲	۰/۲۳	-۴/۳۴	۰/۰۰۰
بیش اعتمادی مدیر عامل *نگه داشت وجه نقد	۰/۸۹	۱/۲۴	۰/۷۱	۰/۴۷
تغییر درآمد	۰/۱۹	۰/۰۸	۲/۳۲	۰/۰۲
تغییر در خالص دارایی	۳/۴۵	۵۴۸/۸۶	۰/۰۰۶	۰/۹۹
تغییر هزینه بهره	-۱/۰۸	۰/۵۷	-۱/۸۶	۰/۰۶
تغییر سود تقسیمی	۰/۰۱	۰/۰۷	۰/۱۴	۰/۸۸
مجموع نقدینگی	۱/۵۶	۰/۴۹	۳/۱۷	۰/۰۰۱
تغییر هزینه های تحقیق و توسعه	۳/۹۴	۲/۳۸	۱/۶۵	۰/۰۹
خالص تامین مالی	-۲/۹۱	۵۴۸/۸۶	-۰/۰۰۵	۰/۹۹
ضریب تعیین		۰/۴۰		
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۹		
F آماره		۲۵/۸۶		
سطح احتمال		۰/۰۰۰		
آماره دوربین واتسون		۲/۰۹		

با توجه به نتایج بدست آمده در جدول شماره (۳) از برآورد الگوی تحقیق، و با عنایت به آماره F (۲۵/۸۶) و سطح احتمال بدست آمده برای آن که برابر با (۰/۰۰۰) و کمتر از ۰/۰۵ می باشد، در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵ درصد می توان بیان کرد که در کل الگوی تحقیق به خوبی برازش شده و از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای مدل که برابر ۰/۳۹ می باشد، می توان بیان کرد که متغیرهای مستقل بیش از ۳۹ درصد از میزان بازده غیرعادی شرکت ها را توضیح می دهند. همچنین با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون بدست آمده، که برابر ۲/۰۹ است و چون در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد می توان بیان کرد که خود همبستگی سریالی میان جملات باقیمانده های الگوی تحقیق وجود ندارد. در ادامه به بررسی نتایج بدست آمده برای فرضیه های تحقیق پرداخته شده است.

### بحث و نتیجه گیری

فرضیه اول پژوهش بیان می کرد بین نگاه داشت وجه نقد و بازده غیر عادی سهام رابطه معنی داری وجود دارد. همانطور که در تحلیل های رگرسیونی مشاهده شد سطح معنا داری متغیر نگاه داشت وجه نقد در مدل پژوهش بیشتر از ۵ درصد است، بنابراین ضریب متغیر نگاه داشت وجه نقد معنادار نمی باشد، بدین معنی که بین متغیر نگاه داشت وجه نقد و بازده غیر عادی سهام رابطه معناداری وجود ندارد و در نتیجه فرضیه اول پژوهش رد می شود. در تبیین نتایج حاصل از این فرضیه می توان به

این مسئله اشاره نمود که بازار به نگهداشت وجوه نقد هیچ واکنشی نشان نداده است. مشکلات نمایندگی بین مدیران و ذی‌نفعان نیز از دیگر جنبه‌ها می‌باشد. نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج پژوهش جهانشیری (۱۳۹۷)، همتی و یوسفی راد (۱۳۹۲) در یک راستا و با نتایج پژوهش فخاری و روحی (۱۳۹۲) مطابقت ندارد.

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کرد، بیش اعتمادی مدیر عامل بر رابطه بین نگه داشت وجه نقد و بازده غیر عادی سهام رابطه تاثیر معنی داری دارد. همانطور که در تحلیل‌های رگرسیونی مشاهده شد سطح معنا داری اثر تعاملی در مدل پژوهش بیشتر از ۵ درصد است، بنابراین ضریب متغیر اثر تعاملی معنادار نمی‌باشد، بدین معنی که بیش اعتمادی مدیر عامل بر رابطه بین نگه داشت وجه نقد و بازده غیر عادی سهام تاثیر معناداری ندارد و در نتیجه فرضیه دوم پژوهش نیز رد می‌شود. در تبیین نتایج حاصل از این فرضیه می‌توان به این مسئله اشاره نمود که خوشبینی سبب می‌شود، انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک‌ها را کمتر از حد تخمین زده و احساس کند مسائل و رویدادها کنترل می‌شود، درحالی‌که ممکن است درواقع اینگونه نباشد. سطح مطلوبی از اعتماد به نفس نزد مدیریت لازم است وجود داشته باشد، درعین حال فراتر از این حد مطلوب اعتماد به نفس منجر به سرمایه‌گذاری ناکارآمد می‌شود و موجب کاهش بازده سهام می‌گردد. از سوی دیگر در ادبیات مالی، یک مدیر فرا اعتمادی مدیری است که به طور سیستماتیک بازده آینده‌ی شرکت و یا احتمال و تأثیر وقایع مطلوب بر جریان نقد شرکت را بالاتر از واقعیت و احتمال و تأثیر وقایع منفی و نامطلوب بر جریان نقدی شرکت را پایینتر از واقعیت تخمین می‌زند. خوش بینی مدیر نیز می‌تواند عاملی برای افزایش اطمینان بیش از حد باشد؛ زیرا باعث می‌شود مدیر قابلیت‌های خود و یا شرکت را برای رسیدن به اهداف، بیش از واقعیت در نظر بگیرد و احتمالاً منجر به افزایش بازده شود. دوگانگی مذکور احتمالاً منجر به عدم تایید فرضیه شد. نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج پژوهش جهانشیری (۱۳۹۷)، رحیمیان و همکاران (۱۳۹۳) در یک راستا و با نتایج پژوهش دشموک و همکاران (۲۰۱۸) مطابقت ندارد.

### پیشنهادها

با توجه به نتایج مبتنی بر فرضیه‌های پژوهش پیشنهاد کاربردی بدین صورت ارائه می‌گردد: با توجه به عدم وجود رابطه بین سطح نگه داشت وجه نقد و بازده غیر عادی سهام، به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان پیشنهاد می‌گردد در شرایط تورمی در اقتصاد با نگاه هوشمندانه به سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های بورس بپردازند. همچنین به پژوهشگران جهت پژوهش‌های آتی نیز توصیه می‌گردد که به بررسی نقش بیش اعتمادی مدیران در بازده آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بپردازند.

### منابع

- ✓ جهانشیری، رضا، (۱۳۹۷)، بررسی تاثیر بیش اعتمادی مدیر عامل بر بازده غیر عادی شرکت با در نظر گرفتن محدودیت مالی و فرصت رشد شرکت، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه بین‌المللی امام رضا (ع)، دانشکده مدیریت و حسابداری.
- ✓ رحیمیان، نظام‌الدین، قربانی، محمود، شعبانی، کیوان، (۱۳۹۳)، بررسی رابطه بین نگهداشت مازاد وجه نقد و ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران، دانش سرمایه‌گذاری، سال سوم، شماره ۱۲، صص ۵۵-۷۴.

- ✓ رسائیان، امیر، اکبری، میرعسکری، احمدی، مینا، سلطانتویه، محدثه، (۱۳۹۲)، تأثیر مدیریت اجزای سرمایه در گردش بر سودآوری و ارزشگذاری شرکتها در بازار (مورد مطالعه شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران)، پژوهش های پولی و بانکی، سال ۶، شماره ۱۷، صص ۱۳۳-۱۴۶.
- ✓ عرب مازار یزدی، محمد، (۱۳۸۴)، محتوای افزاینده اطلاعاتی جریان های نقدی و تعهدی، رساله دکتری به راهنمایی دکتر علی ثقفی، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- ✓ عظیمی، مجید، صباغ، منیره، (۱۳۹۳)، ارتباط ارزشی نگهداشت وجه نقد در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مالی، سال ششم، شماره ۱، صص ۱۲۹-۱۵۲.
- ✓ فخاری، حسین، روحی، قاسم، (۱۳۹۲)، بررسی تاثیر وجه نقد نگهداری شده و مدیریت سرمایه در گردش بر بازده سهام، دانش حسابداری، سال چهارم، شماره ۱۴، صص ۲۷-۴۹.
- ✓ قائمی، محمد حسین، طوسی، سعید، (۱۳۸۵)، بررسی عوامل مؤثر بر بازده سهام عادی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیام مدیریت، شماره (۱۷ و ۱۸)، صص ۱۵۹-۱۷۵.
- ✓ مشایخ، شهناز، بهزادپور، سمیرا، (۱۳۹۳)، تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۴، صص ۴۸۵-۵۰۴.
- ✓ نمازی، محمد، ابراهیمی، شهلا، (۱۳۹۱)، بررسی ارتباط بین ساختار رقابتی محصول و بازده سهام، پژوهش های تجربی حسابداری مالی، دوره ۲، شماره ۲۷، صص ۹-۲۷.
- ✓ همتی، حسن، یوسفی راد، زهره، (۱۳۹۲)، ارتباط راهبرد تنوع بخشی و ارزش سطح نگهداشت وجه نقد با بازده غیر عادی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۹، شماره ۳۳، صص ۱۲۷-۱۴۸.
- ✓ Austin, C; Looney, J; Zhuo;. (1997). Security market timing using neural network models. New Rev. Appl. Expert Systems, Vol. 3, 3-14.
- ✓ Deshmukh, Sanjay; Goel, Anand M; Howe, Keith M;. (2018). Do CEO Beliefs Affect Corporate Cash Holdings?, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2566808](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2566808).
- ✓ Dittmar, A; Mahrt-Smith, J;. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. Journal of Financial Economics, Vol. 83 No. 3, 599-634.
- ✓ Fama, K. R; French;. (1988). Dividend yields and expected stock returns J. Financial Econ, Vol. 22, 3-25.
- ✓ Malmendier, U; Tate, G; Yan, J.O.N;. (2011). Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies. Journal of Finance, 66(5), 1687-1733.
- ✓ Nihat, Aktas; Christodoulos, Louca; Dimitris, Petmezas;. (2018). CEO Overconfidence and the Value of Corporate Cash Holdings. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2692324> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2692324>.