



## The Effect of the Manager's Excessive Self-Confidence on Stock Returns and Unsystematic Stock Risk Given the Dual Role of Managing Director: Evidence from Tehran Stock Exchange

**Rahman Saedi**

\*Corresponding author, Assistant Prof, Department of Accounting, Dolatabad Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran. E-mail: r.saedi@iauda.ac.ir

**Vahid Rezaeian**

MSc, Department of Accounting, Najafabad Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran. E-mail: rezaeian1363@yahoo.com

### Abstract

**Objective:** The purpose of this paper is to investigate the effect of excessive CEO's self-confidence on the returns and unsystematic risk given the dual role of managing director in Tehran Stock Exchange.

**Methods:** The statistical population of this research includes all the companies accepted in Tehran Stock Exchange and its statistical sample includes the data of 142 companies for the period of 8 years from 2009 to 2016. Systematic method of elimination was used for sampling. The method used to estimate the pattern was multi-variable regression model based on the combination method.

**Results:** Results showed that, overconfident managers can lead to increasing stock return and unsystematic risk of companies. Other results showed that if the manager is overconfident and also is a member of Board of Directors, it has a significantly positive effect on the returns, yet a significantly negative impact on the company's unsystematic risk.

**Conclusion:** Most self-assured managers are beginning to invest more, they are also thinking of more development and innovation, which brings more values to their company, so the company's returns are rising. Also, a moderately self-confident manager is bold enough to always make cash and securities available for sale as low as possible and maximize the level of short-term loans. So, these factors may increase the risk of the company. In the event that the over-confident CEO is also a member of the board, his understanding of the market and the demands of the shareholders and the financial reporting process will be enhanced and will enjoy higher power and control, and thus the company's returns will increase and the company will face less risk.

**Keywords:** Overconfident, Duality of Duty, Stock Return, Unsystematic Risk, Managing Director.

**Citation:** Saedi, R., Rezaeian, V. (2019). The Effect of the Manager's Excessive Self-Confidence on Stock Returns and Unsystematic Stock Risk Given the Dual Role of Managing Director: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 21(1), 79-100. (in Persian)

Financial Research Journal, 2019, Vol. 21, No.1, pp. 79-100

DOI: 10.22059/frj.2019.271595.1006782

Received: August 15, 2018; Accepted: December 24, 2018

© Faculty of Management, University of Tehran

## بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل بر بازده و ریسک غیرسیستماتیک سهام

### با توجه به نقش دوگانگی وظیفه مدیر عامل: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران

رحمان ساعدی

\* نویسنده مسئول، استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد دولت آباد، اصفهان، ایران. رایانامه: r.saedi@iauda.ac.ir

وحید رضاییان

کارشناس ارشد، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد نجف آباد، اصفهان، ایران. رایانامه: rezaeian1363@yahoo.com

### چکیده

**هدف:** هدف این مقاله بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل بر بازده و ریسک غیرسیستماتیک سهام با توجه به نقش دوگانگی وظیفه مدیر عامل در بورس اوراق بهادار تهران است.

**روش:** جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آماری آن شامل داده‌های ۱۴۲ شرکت طی دوره هشت‌ساله ۱۳۸۸-۱۳۹۵ است. روش نمونه‌گیری، حذف سیستماتیک بوده و روش مورد استفاده برای برآورد الگو، روش رگرسیون چندمتغیره به روش داده‌های ترکیبی است.

**یافته‌ها:** نتایج نشان داد مدیران بیش اعتماد هم باعث افزایش بازده سهام می‌شوند و هم ریسک بیشتری تقبل می‌کنند. نتایج دیگر نشان داد اگر مدیر عامل هم بیش اعتماد بوده و هم عضو هیئت مدیره باشد، تأثیر معنادار مثبتی بر بازده و تأثیر معنادار منفی بر ریسک غیرسیستماتیک شرکت دارد.

**نتیجه‌گیری:** اغلب مدیران دارای اعتماد به نفس شروع به سرمایه‌گذاری بیشتری می‌کنند. همچنین به فکر توسعه و گسترش و نوآوری‌های بیشتر هستند که این عوامل موجب می‌شود شرکت آنها ارزش بیشتری کسب کند، بنابراین بازده شرکت افزایش می‌یابد. همچنین مدیری که اعتماد به نفس بیش از حدی دارد و جسورانه عمل می‌کند، همواره می‌کوشد تا وجوه نقد و اوراق بهادار قابل فروش را به حداقل ممکن رسانده و سطح وام‌های کوتاه‌مدت را به حداکثر برساند، بنابراین این عوامل موجب افزایش ریسک شرکت خواهد شد. در شرایطی که مدیر عامل بیش اطمینان، عضو هیئت مدیره نیز باشد، درک وی از بازار و خواسته‌های سهام‌داران و فرایند گزارشگری مالی افزایش یافته و از قدرت و نظارت و نظرهای بالاتری برخوردار خواهد بود، در نتیجه بازده شرکت افزایش می‌یابد و شرکت ریسک کمتری را متحمل خواهد شد.

**کلیدواژه‌ها:** اعتماد به نفس بیش از حد، دوگانگی وظیفه، بازده سهام، ریسک غیرسیستماتیک، مدیر عامل.

**استناد:** ساعدی، رحمان؛ رضاییان، وحید (۱۳۹۸). بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل بر بازده و ریسک غیرسیستماتیک سهام با توجه به نقش دوگانگی وظیفه مدیر عامل: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۱(۱)، ۷۹-۱۰۰.

تحقیقات مالی، ۱۳۹۸، دوره ۲۱، شماره ۱، صص. ۷۹-۱۰۰

DOI: 10.22059/frj.2019.271595.1006782

دریافت: ۱۳۹۷/۰۵/۲۴، پذیرش: ۱۳۹۷/۱۰/۰۳

© دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

## مقدمه

بیش اطمینانی یا اعتماد به نفس بیش از حد، یکی از مهم‌ترین مفاهیم مالی مدرن است که هم در تئوری‌های مالی و هم در روان‌شناسی جایگاه ویژه‌ای دارد. بیش اطمینانی سبب می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک‌ها را کمتر از حد تخمین زده و احساس کند روی مسائل و رویدادها کنترل دارد، در حالی که ممکن است در واقع، این‌گونه نباشد (فلاح شمس لیالستانی، قالیباف اصل و نوبخت، ۱۳۸۹). بررسی آثار بیش اطمینانی مدیران بر رویه‌های شرکت، شامل رویه‌های حسابداری مهم است. بیش اطمینانی می‌تواند به اتخاذ تصمیم آینده نادرست منجر شده و با تحریف از سیاست‌های مناسب سرمایه‌گذاری، تأمین مالی یا حسابداری، هزینه‌های گزافی بر شرکت تحمیل کند. اما بیش اطمینانی مدیریت می‌تواند در برخی شرایط منفی داشته باشد. برای مثال انگیزش مدیران بیش اطمینان برای پذیرش ریسک، کم‌هزینه‌تر از سایر مدیران است. اعتماد به نفس کاذب مدیر عامل شرکت می‌تواند بر سیاست‌های کلیدی و اصلی شرکت اثرگذار باشد. مدیران دارای اعتماد به نفس کاذب دارای حساسیت بالاتر سرمایه‌گذاری - جریانات نقدی بوده، سود سهام پایین‌تری پرداخت کرده، از تأمین مالی خارجی کمتر استفاده می‌کنند، در سرمایه و نوآوری سرمایه‌گذاری‌های بزرگ‌تری می‌کنند و تمایل بیشتری برای ادغام‌هایی با ارزش مخرب دارند (باهاراتی و دلمن<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶). از این رو با توجه به اهمیت موضوع در این مقاله تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل روی بازده و ریسک غیرسیستماتیک سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی شده است. یکی از جنبه‌های متفاوت این پژوهش در مقایسه با پژوهش‌های دیگر نیز این است که به بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل روی بازده و ریسک غیرسیستماتیک سهام در شرایطی که مدیر عامل هم‌زمان عضو هیئت مدیره نیز باشد، پرداخته شده است.

## پیشینه نظری پژوهش

یکی از تورش‌های رفتاری که افراد به آن مبتلا هستند، بیش اعتمادی است. بیش اعتمادی باعث می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک را کمتر از حد تخمین بزند. این تورش رفتاری همچنین باعث می‌شود احساس کنیم روی مسائل کنترل داریم، در حالی که ممکن است در واقع این‌گونه نباشد. نکته شایان توجه این است که هرچه دانش و مهارت فرد در حوزه‌ای بیشتر باشد، اعتماد فرد به دانش خود نیز بیشتر خواهد شد. از این رو تحلیل‌های اقتصادی برخی از اقتصاددانان در مقایسه با تحلیل‌های برخی مردم عادی از واقعیت بسیار دورتر است. آنها با اطمینان سخن می‌گویند و شکی در گفته‌های خود ندارند که از خصوصیات مهم افراد بیش اطمینان است (فالنبراج<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹).

مدیران بیش اعتماد نیز تمایل دارند بازده سرمایه‌گذاری‌ها را بیش از اندازه و احتمال و دامنه تغییرات شوک‌های منفی را کمتر از اندازه برآورد کنند. برای مثال اسپراند و زچمن<sup>۳</sup> (۲۰۱۲) دریافتند حتی اگر تعصب خوش‌بینانه اولیه در سود عمدی نباشد، می‌تواند به ارائه نادرست سود دوره آتی توسط مدیران بیش اعتماد منجر شود.

1. Bharati, Doellman & Fu  
2. Fahlenbrach  
3. Schrand and Zechman

بیش اطمینانی یکی از مهم‌ترین یافته‌های علم روان‌شناسی در حوزه قضاوت و تصمیم‌گیری است. روان‌شناسان به این نتیجه رسیدند که افراد هنگام تصمیم‌گیری و قضاوت به اطلاعات برجسته وزن بیشتری می‌دهند و درباره اخباری که به نظرشان درست می‌آید، بدون توجه به موثق بودن منبع، اطمینان کرده و بر اساس آن نتیجه‌گیری‌های مطمئنی می‌کنند. آنها به اطلاع آینده که با باورهای موجودشان سازگار است وزن بیشتری می‌دهند و افتخار می‌کنند که باورشان را حمایت می‌کند و اطلاع آینده‌ای را که با باورهای‌شان همخوانی ندارد از بین می‌برند (جهانخانی، نوفرستی و قره‌گوزلو، ۱۳۸۸). در ادبیات مالی، مدیر بیش اطمینان، مدیری است که بازده آتی پروژه‌های شرکت را بیشتر و ریسک آتی پروژه‌های شرکت را کمتر برآورد می‌کند (مالمندیر و تیت<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱). در ادامه به بررسی مبانی نظری و ارتباط نظری بین متغیرهای این پژوهش پرداخته شده است.

### اعتماد بیش از حد مدیران عامل و بازده سهام

گیول و تاکور<sup>۲</sup> (۲۰۰۸) از مدل‌های نظری استفاده کرده و پیش‌بینی کرده‌اند که اعتماد به نفس کاذب مدیران عامل شرکت‌ها می‌تواند ارزش شرکت‌ها را افزایش دهد و باعث کاهش مشکل کمبود سرمایه‌گذاری شود. مدیرانی که اعتماد به نفس بیشتری دارند، با استفاده از سازوکار تخمین بیش از واقعیت توانایی و مهارت خود در مقایسه با دیگران، ارزیابی بیش از حد واقعی از بازگشت تقاضای فروش به سطح قبلی دارند. در نتیجه، احتمال سطح فروش آتی را بیش از واقعیت برآورد می‌کنند. همچنین، مدیران دارای اعتماد به نفس بیشتر، با استفاده از سازوکار تخمین بیش از واقع توانایی و مهارت خود بدون مقایسه با دیگران، بر دقیق بودن ارزیابی خود از تقاضای فروش آتی بیشتر تأکید دارند. در مجموع، هر دو سازوکار رفتاری بیان شده موجب می‌شود مدیران دارای اعتماد به نفس بالا، احتمال افزایش فروش در آینده را بیش از واقعیت تخمین بزنند و به دنبال آن، احتمالاً منابع بیشتری برای هزینه‌های فروش و اداری در سطح فروش کاهش‌یافته فعلی نگهداری کنند و همچنین در پی کسب بازده مورد انتظار خود باشند (حیدری، ۱۳۹۳).

مدیران بیش اعتماد بهتر می‌توانند فرصت‌های رشد را به ارزش شرکت تبدیل کنند. این نتایج تضمینی برای پیش‌بینی‌های تئوری است که بیان کرده بودند بیش اعتمادی مدیران باعث ایجاد ارزش اضافه برای شرکت می‌شود (جروایس، هیستون و آدن<sup>۳</sup>، ۲۰۱۱ و گوئل و تاکور<sup>۴</sup>، ۲۰۰۸). اغلب مدیران دارای اعتماد به نفس فکر می‌کنند احتمال موفقیت شرکت آنها از سایر شرکت‌ها بیشتر است و برای تداوم فعالیت‌های شرکت خود دوره طولانی‌تری اختصاص می‌دهند، سایر شرکت‌ها و این‌گونه مدیران در رابطه با هزینه‌های سرمایه‌گذاری خوش‌بین هستند و به فروش سهام فکر نمی‌کنند. بنابراین شروع به سرمایه‌گذاری بیشتری می‌کنند و از تأمین‌های مالی داخلی بیشتری استفاده می‌کنند. آنها همچنین به فکر توسعه و گسترش و نوآوری‌های بیشتر هستند که این عوامل موجب می‌شود شرکت آنها ارزش بیشتری کسب کند و بازده آن شرکت افزایش یابد (بهاراتی و همکاران، ۲۰۱۶).

1. Malmendier, Tate & Yan  
 2. Goel and Thakor  
 3. Gervais, Heaton & Odean  
 4. Goel & Thakor

### اعتماد بیش از حد مدیران عامل و ریسک غیرسیستماتیک

به طور کلی می توان گفت اطمینان بیش از حد رفتار ریسک پذیری را تحت تأثیر قرار می دهد، زیرا مدیران منطقی سعی می کنند با پذیرش حداقل میزان ریسک، حداکثر بازدهی را کسب کنند، در حالی که مدیران دارای فرااطمینانی منطقی عمل نکرده و سطح ریسک پذیرفته شده خود را نادرست تعبیر و تفسیر می کنند. همچنین آنها را به بیش سرمایه گذاری ترغیب می کند و باعث می شود بازده آتی پروژه های فعلی شرکت را دست بالا تخمین زده و ارزش حقوق صاحبان سهام شرکت را بیش از ارزش ذاتی آن در نظر بگیرد. به علاوه چنین مدیری به بیش نمایی ارزش دارایی ها و کم نمایی ارزش بدهی ها تمایل دارد. این مسائل ساختار سرمایه شرکت را تحت تأثیر قرار می دهد. ساختار سرمایه شرکت و افزایش یا کاهش توانایی های شرکت در مدیریت ریسک می تواند بر رابطه بین بازده سهام یک شرکت و بازده بازار و در نتیجه بر مقدار بتای شرکت ها اثر بگذارد (اسکات، ۱۳۹۰).

افزایش ریسک غیرسیستماتیک تا اندازه ای می تواند از طریق پراکندگی فزاینده سودآوری و نوسانات بازدهی در میان شرکت ها توضیح داده شود. از آنجا که مدیران فرااطمینانی نوسانات بازدهی بیشتری دارند، پیش بینی می شود ریسک غیرسیستماتیک بیشتری برای اوراق بهادار شرکت شان ایجاد کنند (هیرشلیفر، لاو و توه، ۲۰۱۲). همچنین شرکت هایی که سود نقدی کمتری پرداخت می کنند (از ویژگی های مدیران فرااطمینانی)، نوسان پذیری بازده بسیار بیشتری دارند. ریسک غیرسیستماتیک می تواند ناشی از گرایش مدیران به رشد شرکت و به بیش سرمایه گذاری نیز باشد که هر دو به شدت از اطمینان بیش از حد مدیر تأثیر می پذیرند، بنابراین می توان پیش بینی کرد اطمینان بیش از حد مدیر ارتباط معناداری با ریسک غیرسیستماتیک اوراق بهادار شرکت ها داشته باشد (سلیمانی امیری و گروه ای، ۱۳۹۶).

مدیری که اعتماد به نفس بیش از حدی دارد و جسورانه عمل می کند، همواره می کوشد تا وجوه نقد و اوراق بهادار قابل فروش را به حداقل ممکن برساند و درصد بر می آید تا وجوهی را که در موجودی کالا سرمایه گذاری می شود به حداقل برساند، در این وضعیت شرکت باید ریسک عدم پرداخت به موقع بدهی های سررسید شده را بپذیرد. چنین شرکتی شاید نتواند پاسخ گوی سفارش های مشتریان باشد و از این لحاظ نیز متحمل ضرر خواهد شد (زیرا نمی تواند فروش کند). از طرف دیگر مدیر جسور می کوشد تا سطح وام های کوتاه مدت را به حداکثر برساند و دارایی های جاری خود را از محل این وام ها تأمین کند که در این وضعیت خطر و احتمال اینکه شرکت نتواند به موقع آنها را بازپرداخت کند، افزایش خواهد یافت، ضمن اینکه وقتی بازار با کمبود پول و اعتبار مواجه است، گرفتن وام های کوتاه مدت به آسانی میسر نمی شود و هزینه آنها بالا خواهد رفت (بهاراتی و همکاران، ۲۰۱۶).

### اعتماد بیش از حد مدیران عامل، بازده و ریسک غیرسیستماتیک با توجه به نقش دوگانگی وظیفه مدیر عامل

گسترش روز افزون فعالیت های اقتصادی و مالی در دهه های اخیر موجب شده اداره و هدایت شرکت های تجاری پیچیده تر از قبل شود. به طور کلی، شرکت های سهامی با سه منشأ اصلی بروز مشکل و ناهماهنگی روبه رو هستند که

عبارت‌اند از تعارض میان مدیران و سهام‌داران، تعارض منافع سهام‌داران اصلی و سهام‌داران جزء و تعارض منافع سهام‌داران قدیمی و جدید. راه حل تمام این تعارض‌ها مشارکت و همکاری تمام عوامل تأثیرگذار بر عملکرد شرکت یا همان راهبری شرکتی است. بازارهای پرتلاطم و رو به رشد اوراق بهادار در دنیا نیز بر سیستم‌های پیچیده حمایت‌کننده‌ای متکی هستند که نظام راهبری را در شرکت‌های سهامی عام بهبود می‌بخشند. ویژگی‌های اصلی این نظام راهبری عبارت‌اند از: ۱. به سهام‌داران اقلیت این اطمینان را می‌دهند که اطلاعاتی قابل اتکا در رابطه با ارزش شرکت دریافت کرده و مدیران شرکت و سهام‌داران بزرگ، دیگر نتوانند به آنها خیانت کرده و از آنها سوءاستفاده کنند و ۲. مدیران را این گونه تشویق می‌کنند که به جای پرداختن به اهداف شخصی خود، به دنبال بیشتر کردن ارزش و منافع شرکت باشند (مشایخی، ۱۳۸۷). وجود راهبری شرکتی برای به حداقل رساندن زیان‌های ناشی از نبود کنترل‌های داخلی کارآمد و کنترل ریسک، امری حیاتی است. ریچنر و دالتون<sup>۱</sup> (۱۹۹۱) نشان دادند شرکت‌هایی که اعضای هیئت مدیره آنها نقش‌های دوگانه دارند، در مقایسه با شرکت‌هایی که در آنها نقش‌ها و مسئولیت‌ها تفکیک شده است، عملکرد بهتری داشته‌اند.

در شرایطی که مدیر عامل، عضو هیئت مدیره نیز باشد، به طور بالقوه اختیار بیشتری دارد. بنابراین اعتماد به نفس بیش از حد برای مدیر عامل و عضویت او در هیئت مدیره، می‌تواند باعث افزایش ارزش شرکت شود. از طرفی، ساختار دوگانه به مدیر عامل اجازه می‌دهد اطلاعات در دسترس اعضای دیگر هیئت مدیره را به طور مؤثری کنترل کند و در راستای افزایش بازده شرکت و کاهش ریسک به کار بگردد. بنابراین با توجه به یکسان بودن منافع مدیر عامل با منافع سهام‌داران، نظرها و پیشنهادهای سهام‌داران به صورت مؤثرتری در راستای افزایش بازده و کاهش ریسک شرکت به کار بسته خواهد شد و بر حسب ضرورت، عملکرد شرکت را افزایش داده و بازده آن را بالا می‌برد. همچنین در شرایطی که مدیر عامل، عضو هیئت مدیره نیز باشد، درک او از بازار و خواسته‌های سهام‌داران و فرایند گزارشگری مالی افزایش یافته و در نتیجه بازده شرکت افزایش و ریسک کاهش می‌یابد (بهاراتی و همکاران، ۲۰۱۶).

با توجه به موارد بیان شده، این مقاله به دنبال پاسخ به این پرسش‌ها است که آیا اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل بر بازده سهام و ریسک غیرسیستماتیک تأثیر دارد؟ و آیا اگر مدیر عامل عضو هیئت مدیره نیز باشد، اعتماد بیش از حد مدیران بر بازده سهام و ریسک غیرسیستماتیک تأثیر دارد؟

### پیشینه پژوهش

بشکوه و کشاورز (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی رابطه فرااطمینانی مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام در صنایع منتخب بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای این منظور از داده‌های مربوط به ۷۱ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۴ با به کارگیری رگرسیون لجستیک و با داده‌های تابلویی استفاده شد. نتایج پژوهش نشان داد بیش‌اطمینانی مدیران با معیار پیش‌بینی سود و رشد غیرعادی دارایی‌ها بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر مستقیم و معنادار دارد.

ابراهیمی و سربازی آزاد (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان «تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی»، به بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت در مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی در ۹۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ پرداخته‌اند. در این پژوهش برای اندازه‌گیری بیش اطمینانی مدیریت از دو معیار مبتنی بر سرمایه‌گذاری و اهرم مالی استفاده شده است. تجزیه و تحلیل نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش، نشان‌دهنده وجود ارتباط مثبت و معنادار بین بیش اطمینانی مدیریت بر اساس هر دو شاخص بیش اطمینانی مدیریت مبتنی بر سرمایه‌گذاری و اهرم مالی بر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی است.

نیکبخت، شعبان‌زاده و کلهر (۱۳۹۵) در پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر حق‌الزحمه حسابرسی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» بیان می‌کنند، بیش اطمینانی یا اعتماد بیش از حد به خود می‌تواند اعتقاد بی‌اساس درباره توانایی‌های شناختی، قضاوت‌ها و استدلال شهودی فرد تعریف شود. نمونه پژوهش شامل ۱۴۷ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۸ لغایت ۱۳۹۳ است. نتایج نشان می‌دهد بیش اعتمادی مدیران بر دستمزد حسابرسی تأثیری مثبت دارد. پیامد و اثر ریسک گزارشگری مالی که به دلیل بیش اطمینانی مدیران پدید می‌آید، سبب ایجاد ارتباط مثبت بین بیش اطمینانی مدیریت و دستمزد حسابرسی می‌شود.

قاسمی، نیکبخت و ایمانی برندق (۱۳۹۴) به پژوهشی با عنوان «تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر نوسان بازده غیرمعارف سهام» پرداختند که مشتمل بر ۸۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده که با استفاده از نمونه‌گیری معقول و سیستماتیک، برای دوره ده‌ساله ۱۳۸۴-۱۳۹۳ انتخاب شده و آزمون‌های آماری لازم روی آنها انجام شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از رگرسیون خطی چندمتغیره، استفاده از داده‌های تابلویی و روش اثرهای ثابت، در سطح اطمینان ۹۵ درصد حاکی از تأیید آنها بوده و بیانگر تأثیر مثبت و معنادار اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر نوسان بازده غیرمعارف سهام است.

فروغی و قاسمزاد (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان «تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام» بیان می‌کنند، یکی از عواملی که به سقوط قیمت سهام منجر می‌شود اقدام‌های مدیران در راستای نگاه‌داشت اخبار بد و عملکرد منفی در داخل شرکت است. به‌منظور دستیابی به هدف پژوهش ۱۱۷ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۳ الی ۱۳۹۲ به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. نتایج حاصل از برآورد مدل‌های پژوهش گویای آن است که اطمینان بیش از حد مدیریتی بر هر سه معیار ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت و معنادار دارد. به‌عبارتی وجود اطمینان بیش از حد در مدیران، ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد.

عربصالحی، امیری و کاظمی نوری (۱۳۹۱) طی مقاله‌ای با عنوان بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی بیان داشتند، میزان جریان‌های نقدی تأثیر زیادی بر میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت دارد، زیرا ارزان‌تر از منابع تأمین مالی خارجی بوده و مدیران کنترل بیشتری بر آن دارند. این پژوهش با استفاده از رگرسیون لجستیک به بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت

سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی پرداخته است. بدین منظور، نمونه‌ای شامل ۱۰۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ مطالعه شده است. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد طی دوره زمانی مورد بررسی، اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد باعث افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی شده است.

بری استولز، ایستمن و ژو<sup>۱</sup> (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان «بیش‌اطمینانی مدیران و مدیریت سود»، به بررسی رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و شیوه‌های ذخیره زیان در صنعت بیمه اموال و بدهی‌ها در ایالات متحده پرداخته‌اند. این پژوهش در بازه زمانی ۱۹۹۱-۲۰۱۴ در ۳۱۷ شرکت در ایالات متحده آمریکا انجام گرفته و تحلیل‌ها با استفاده از روش رگرسیون چندگانه انجام شده است. شواهد قوی وجود دارد که نشان می‌دهد بیش‌اطمینانی مدیران اجرایی به‌طور قابل توجهی با ذخیره نسبتاً کم هزینه‌ها ارتباط دارد و به درآمدهای گزارش‌شده نسبتاً بالا منجر می‌شود. این یافته با پیش‌بینی‌های نظری مطابقت دارد که نشان می‌دهد مدیران با اطمینان بیش از حد، بازده پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود را بیش از حد ارزیابی کرده و زیان‌ها را دست کم گرفته‌اند.

بهاراتی و همکاران (۲۰۱۶) در مطالعه‌ای با عنوان «اعتماد به نفس مدیران عامل و بازده سهام»، به بررسی این موضوع پرداخته‌اند. آنها بیان کرده‌اند طبق پیش‌بینی‌های نظری گیول و تاکور (۲۰۰۸)، در این مطالعه مشاهده می‌شود مدیران ارشد اجرایی دارای اعتماد به نفس بیش از حد در مقایسه با مدیران ارشد اجرایی فاقد اعتماد به نفس بیش از حد، از طریق عملکرد بالاتر برای بازده سهام و ریسک‌پذیری بیشتر، می‌توانند سود بیشتری را برای شرکت خود به‌همراه داشته باشند. همچنین در این مطالعه بین صنایع نوآورانه و غیرنوآورانه تمایز قائل شده است و مشاهده شده که برای هر نمونه‌ای که مدیران اجرایی آنها دارای اعتماد به نفس بیش از حد بوده‌اند، ارزش شرکتی بیشتری ایجاد شده است. در این مطالعه مشاهده شده این نتایج حتی زمانی که مدیران اجرایی تحت کنترل باشند یا همانند مدیران ارشد اجرایی دارای اعتماد به نفس بیش از حد عمل کنند، می‌توانند به ارزش شرکت اضافه کنند. در نهایت، سازگار با پیش‌بینی‌های گیول و تاکور (۲۰۰۸)، مشاهده می‌شود مدیران ارشد اجرایی دارای اعتماد به نفس بیش از حد، کمتر در معرض ریسک قرار می‌گیرند. پورهانودین و زاکاریا<sup>۲</sup> (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان «اطمینان بیش از حد مدیریت و ساختار سررسید بدهی‌ها» به بررسی رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیریت و ساختار سررسید بدهی‌ها در شرکت‌های مالزی پرداختند. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار کشور مالزی و نمونه پژوهش شامل ۵۷ شرکت ساخت و ساز پذیرفته‌شده در کشور مالزی طی سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۰ است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد زمانی که اطمینان مدیریت افزایش یابد تمایل به کسب بدهی‌های بلندمدت کاهش پیدا می‌کند. مدیران با اطمینان بیش از حد در تلاش هستند تا به‌منظور اهداف پرداختی خود ساختار دارایی‌ها و ساختار سررسید بدهی را با هم ترکیب کنند. از این رو زمانی که شرکت‌ها قادرند سودآوری خود را افزایش دهند، مدیریت دوره سررسید ساختار بدهی‌ها را کاهش می‌دهد. همچنین بر

1. Berry-Stölzle, Eastman & Xu  
2. Purhanudin & Zakaria



اساس یافته‌ها، دوره تصدی مدیریت با نسبت بدهی رابطه مثبتی دارد و می‌تواند تأثیر معناداری بر ساختار سررسیده‌ها داشته باشد.

بومن<sup>۱</sup> (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان «خوش بینی مدیریت و هموارسازی سود»، به بررسی بی‌اطمینانی مدیریت و هموارسازی سود پرداخته است. این پژوهش با استفاده از اطلاعات ۴۷۷ شرکت در ایالات متحده آمریکا در بازه زمانی ۱۹۸۴-۱۹۹۴ انجام گرفته و با استفاده از رگرسیون به روش همبستگی هاگمن<sup>۲</sup> انجام شده است. وی از تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیران و اعمال اختیار خرید سهام به‌عنوان معیارهای بیش‌اطمینانی استفاده کرد. یافته‌های پژوهش نشان داد بین بی‌اطمینانی مدیران و هموارسازی سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به بیان دیگر، مدیران بیش‌اطمینان بیشتر از سایر مدیران به هموارسازی سود اقدام می‌کنند. علاوه بر این بر اساس یافته‌های این پژوهش اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، اهرم مالی، عدم تقارن اطلاعاتی و راهبری شرکتی می‌تواند بر هموارسازی سود اثر بگذارد.

لی و هانگ<sup>۳</sup> (۲۰۱۳) در پژوهشی با عنوان «اثر تعدیلی کنترل خانوادگی بر رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و مدیریت سود»، به بررسی ارتباط بین بیش‌اطمینانی مدیران و تأثیر کنترل خانوادگی بر این رابطه در شرکت‌های عمومی کشور تایوان پرداختند. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های لیست‌شده در بورس اوراق بهادار کشور تایوان است و نمونه آماری پژوهش شامل ۶۶۶۱ شرکت است که طی دوره زمانی ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۹ با استفاده از تحلیل رگرسیون بررسی شدند. یافته‌های حاصل از پژوهش نشان می‌دهد مدیران با اطمینان بیش از حد احتمال بیشتری برای درگیر شدن در رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت سود دارند. علاوه بر این کنترل خانوادگی تأثیر منفی بر رابطه مثبت بین بیش‌اطمینانی مدیران و مدیریت سود دارد و این تأثیر تعدیلی منفی کنترل خانوادگی، به‌طور عمده از اعضای خانوادگی مدیران اجرایی ناشی می‌شود.

پژوهش‌های اخیر بیش‌اعتمادی مدیران را با نوسان بازده غیرمتعارف سهام، هموارسازی سود، مدیریت سود، ریسک سقوط قیمت سهام و حساسیت سرمایه‌گذاری مرتبط دانسته‌اند. در این مقاله تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل روی بازده و ریسک غیرسیستماتیک سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی شده است. همچنین یکی از جنبه‌های متفاوت این پژوهش در مقایسه با پژوهش‌های دیگر این است که به بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل روی بازده و ریسک غیرسیستماتیک سهام در شرایطی که مدیر عامل هم‌زمان عضو هیئت مدیره نیز باشد، پرداخته شده است.

### جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری در این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به‌منظور انجام آزمون‌های مد

1. Bouwman.

2. Regression Heckman Correction.

3. Li & Hung

نظر و با توجه به اطلاعات موجود، دوره زمانی پژوهش بین سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ و روش نمونه‌گیری، روش حذف سامان‌مند است. بدین منظور، شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر هستند جزء نمونه آماری لحاظ خواهد شد و آن دسته از شرکت‌هایی که این ضوابط را نداشته‌اند از نمونه آماری حذف خواهند شد. این شرایط به شرح زیر است:

۱. به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، سال مالی شرکت‌ها به پایان اسفند ختم شود.
  ۲. طی دوره زمانی مورد پژوهش حداقل هر سه ماه یک بار سهام آنها مبادله شده باشد.
  ۳. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گر مالی و هلدینگ و موارد مشابه نباشد.
  ۴. طی دوره مورد بررسی، تغییر سال مالی نداشته باشد.
  ۵. شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و تا پایان سال ۱۳۹۵ از بورس خارج نشده باشد.
  ۶. صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی مربوط به آنها به‌طور کامل در دسترس باشد.
- پس از اعمال محدودیت‌های بالا، ۱۴۲ شرکت برای نمونه آماری انتخاب شدند.

### متغیرهای پژوهشی و نحوه محاسبه آنها

متغیرهای این پژوهش شامل متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی است که در ادامه به توصیف آنها پرداخته می‌شود. الگوی استفاده‌شده در این تحقیق برگرفته از مقاله باهاراتی و همکاران (۲۰۱۶) است:

برای آزمون فرضیه نخست که به بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیر عامل بر بازده سهام می‌پردازد، از مدل ۱ استفاده می‌شود.

$$Ret_{it} = \alpha_1 Overconf_{it} + \alpha_2 BL_{it-1} + \alpha_3 Sale_{it-1} + \alpha_4 Log(PPE/Emp)_{it-1} + \alpha_5 Tobin'sq_{it-1} + \alpha_6 SG_{it-1} + \alpha_7 ROA_{it-1} + \alpha_8 Cash_{it-1} + e_i \quad (1)$$

برای آزمون فرضیه دوم که به بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیر عامل بر ریسک غیرسیستماتیک می‌پردازد، از مدل ۲ استفاده می‌شود.

$$Retvol_{it} = \alpha_1 Overconf_{it} + \alpha_2 BL_{it-1} + \alpha_3 Sale_{it-1} + \alpha_4 Log(PPE/Emp)_{it-1} + \alpha_5 Tobin'sq_{it-1} + \alpha_6 SG_{it-1} + \alpha_7 ROA_{it-1} + \alpha_8 Cash_{it-1} + e_i \quad (2)$$

برای آزمون فرضیه سوم که به بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیر عامل بر بازده با توجه به نقش متغیر تعدیل‌گر دوگانگی و وظیفه مدیر عامل می‌پردازد، از مدل ۳ استفاده می‌شود.

$$Ret_{it} = \alpha_1 Overconf_{it} + \alpha_2 FounderCEO_{it} + \alpha_3 Overconf_{it} \times FounderCEO_{it} + \alpha_4 BL_{it-1} + \alpha_5 Sale_{it-1} + \alpha_6 Log(PPE/Emp)_{it-1} + \alpha_7 Tobin'sq_{it-1} + \alpha_8 SG_{it-1} + \alpha_9 ROA_{it-1} + \alpha_{10} Cash_{it-1} + e_i \quad (3)$$

برای آزمون فرضیه چهارم که به بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیر عامل بر ریسک غیرسیستماتیک با توجه به نقش متغیر تعدیل‌گر دوگانگی وظیفه مدیر عامل می‌پردازد، از مدل ۴ استفاده می‌شود.

$$Retvol_{it} = \alpha_1 Overconf_{it} + \alpha_2 FounderCEO_{it} + \alpha_3 Overconf_{it} \times FounderCEO_{it} \quad (4 \text{ مدل}) \\ + \alpha_4 BL_{it-1} + \alpha_5 Sale_{it-1} + \alpha_6 Log(PPE/Emp)_{it-1} + \alpha_7 Tobin'sq_{it-1} \\ + \alpha_8 SG_{it-1} + \alpha_9 ROA_{it-1} + \alpha_{10} Cash_{it-1} + e_i$$

### متغیرهای وابسته

شاخص بازده سهام (Ret): که با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$R_{i,t} = \{(1 + a)p_1 - p_0 + DPS - 1000\beta\} / p_0 \quad (1 \text{ رابطه})$$

در این رابطه،  $p_0$  قیمت سهام در ابتدای دوره؛  $p_1$  قیمت سهام در پایان دوره؛  $DPS$ : سود تقسیمی هر سهم؛  $a$  درصد افزایش سرمایه به صورت سهمی و  $\beta$  درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات است. ریسک غیرسیستماتیک ( $Retvol$ ): برای محاسبه ریسک، از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای استفاده شده است.

$$R_i - R_f = a_i + \beta_i (R_m - R_f) + e_i \quad (2 \text{ رابطه})$$

در این رابطه،  $R_i$  بازده سهام شرکت؛  $R_f$  بازده بدون ریسک و  $R_m$  بازده بازار است. انحراف معیار خطاها به‌عنوان معیار ریسک غیرسیستماتیک در نظر گرفته شده است.

### متغیرهای مستقل

**اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل (Overconf):** معیار اندازه‌گیری اعتماد به نفس بیش از حد به پیروی از هوانگ، جیانگ، لیو و ژانگ<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) و جیانگ، ژانگ، لو و چن<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) از طریق تفاوت پیش‌بینی سود هر سهم توسط مدیریت و سود واقعی محاسبه می‌شود. در صورتی که مدیر، سود را بیش از واقع گزارش کرده باشد، دارای اعتماد به نفس بیش از حد خواهد بود و عدد یک می‌گیرد و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته خواهد شد.

**دوگانگی وظیفه مدیر عامل (FounderCEOit):** اگر مدیر عامل عضو هیئت مدیره نیز باشد، بر اساس مدل باهاراتی و همکاران (۲۰۱۶) عدد یک و اگر مدیر عامل عضو هیئت مدیره نباشد، عدد صفر می‌گیرد.

**اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عاملی که عضو هیئت مدیره باشد (Overconfit ×)**

**FounderCEOit**: متغیر ضربی اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل عضو هیئت مدیره که بر اساس مدل باهاراتی و همکاران (۲۰۱۶) برای بررسی فرضیه سوم و چهارم برای تعیین تأثیر متغیر تعدیل‌گر دوگانگی وظیفه مدیر عامل بر ارتباط اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل بر بازده و ریسک غیرسیستماتیک استفاده می‌شود.

### متغیرهای کنترلی

**نسبت اهرمی (BL)**: از کل بدهی‌ها به کل دارایی به دست می‌آید.

**Sale**: لگاریتم فروش

**Log (PPE/Emp)**: لگاریتم نسبت اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات به تعداد کارمندان بر حسب هزار نفر

**Tobin's q**: ارزش شرکت که نسبت ارزش بازاری به ارزش دفتری دارایی‌ها است.

**رشد فروش (SG)**: تغییر در فروش تقسیم بر فروش سال قبل

**بازده دارایی (ROA)**: نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها

**Cash**: موجودی نقدی و سرمایه‌گذارای‌های کوتاه‌مدت تقسیم بر کل دارایی‌ها

### روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ ماهیت از نوع توصیفی - 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 کشف یا تعیین می‌کند. از نظر هدف نیز از نوع پژوهش‌های کاربردی محسوب می‌شود. هدف پژوهش‌های کاربردی توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. قلمرو موضوعی پژوهش بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل بر بازده و ریسک غیرسیستماتیک سهام با توجه به نقش دوگانگی وظیفه مدیر عامل است که جزء حوزه پژوهش‌های مدیریت مالی و حسابداری مالی محسوب می‌شود.

### روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

با توجه به اینکه داده‌های پژوهش حاضر از نوع ترکیبی است، برای انتخاب بین داده‌های تابلویی با اثرها و بدون اثرها از آزمون F لیمر استفاده شده است. در صورت انتخاب داده‌های تابلویی با اثرها از آزمون هاسمن استفاده می‌شود تا مشخص شود اثرها تصادفی هستند یا ثابت. همچنین به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش و تحلیل اثر و روابط بین متغیرهای نمونه از آزمون F فیشر، آزمون معناداری t و ضریب تعیین تعدیل‌شده استفاده شده است. برای آزمون خود همبستگی از آماره دوربین - واتسون استفاده می‌شود. در نهایت برای محاسبه متغیرهای پژوهش و انجام آزمون‌های بالا از نرم‌افزار صفحه گسترده Excel و Eviews استفاده شده است.

### فرضیه‌های تحقیق

۱. اعتماد بیش از حد مدیر عامل بر بازده شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد.
۲. اعتماد بیش از حد مدیر عامل بر ریسک غیرسیستماتیک سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد.
۳. اگر مدیر عامل عضو هیئت مدیره نیز باشد، اعتماد بیش از حد مدیران بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد.
۴. اگر مدیر عامل عضو هیئت مدیره نیز باشد، اعتماد بیش از حد مدیران بر ریسک غیرسیستماتیک سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد.

### تجزیه و تحلیل توصیفی داده‌ها

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ ارائه شده است. به منظور شناخت بهتر ماهیت جامعه‌ای که در پژوهش مطالعه شده و آشنایی بیشتر با متغیرهای پژوهش، قبل از تجزیه و تحلیل داده‌های آماری، لازم است این داده‌ها توصیف شود.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
ارزش شرکت	Tobin's q	۱/۵۴۲۳۰۴	۱/۳۷۵۴۴۲	۴/۷۳۹۶۷۲	۰/۵۸۶۳۹۱	۰/۶۰۸۲۳۶
رشد فروش	SG	۰/۱۸۲۸۸۴	۰/۱۴۵۳۸۴	۴/۶۸۹۴۲۱	-۰/۷۸۷۱۲۱	۰/۳۹۲۰۷۷
بازده دارایی	ROA	۰/۱۴۱۸۳۷	۰/۱۲۷۴۵۱	۰/۶۲۳۳۶	-۰/۵۱۵۲۸۶	۰/۱۲۹۱۸۲
نقد	Cash	۰/۰۶۳۱۳۸	۰/۰۳۸۹۲۳	۰/۶۹۴۴۶	۰/۰۰۰۱۵	۰/۰۷۵۳۵۲
لگاریتم نسبت اموال و تجهیزات به کارکنان	Log (PPE/Emp)	۵/۶۸۲۶۷	۵/۶۱۴۰۳	۸/۰۶۵۵۹۳	۴/۰۰۰۹۶۶	۰/۵۵۳۴۵۴
لگاریتم فروش	Sale	۵/۹۴۰۹۹	۵/۸۸۹۶۴۷	۸/۲۲۳۸۹۶	۴/۳۷۷۴۸۸	۰/۶۵۵۴۷۲
بازده سهام	RET	۰/۰۲۹۳۸۶	۰/۰۲۰۴۰۸	۰/۵۵۸۴۷۸	-۰/۲۲۳۸۱۱	۰/۰۵۶۱۰۶
ریسک غیر سیستماتیک	Retvol	۰/۱۴۵۰۹۲	۰/۱۲۱۶۰۸	۴/۲۷۱۶۵۱	۰	۰/۱۶۵۷۳۳
اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل	OVERCONF	۰/۳۹۶۳۷۸	۰	۱	۰	۰/۴۸۹۳۹۱
مدیر عامل عضو هیئت مدیره	FounderCEO	۰/۴۵۷۷۴۶	۰	۱	۰	۰/۴۹۸۴۶۲
نسبت اهرمی	BL	۰/۶۳۳۵۰۷	۰/۶۱۷۹۰۶	۳/۰۶۰۴۰۱	۰/۰۹۶۴۱۵	۰/۲۶۶۳۸

## آمار استنباطی تحقیق

## آزمون عدم خود همبستگی باقی مانده‌ها

در پژوهش حاضر از آزمون دوربین - واتسون برای تشخیص وجود یا عدم وجود خودهمبستگی استفاده شده است. با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون برای مدل های ۱، ۲، ۳ و ۴ مشخص شد این مدل‌ها دارای خود همبستگی نیستند.

جدول ۲. آزمون عدم خود همبستگی باقی مانده‌ها

مدل	حدود عدم خودهمبستگی	آماره دوربین واتسون
۱	$1/5 < DW < 2/5$	۲/۱۸۲۷۰۱
۲	$1/5 < DW < 2/5$	۲/۰۲۸۵۹۹
۳	$1/5 < DW < 2/5$	۲/۲۷۱۴۳۹
۴	$1/5 < DW < 2/5$	۲/۳۱۱۸۸۶

## آزمون عدم ناهمسانی واریانس باقی مانده‌ها

یکی از فرضیه‌های اساسی یک مدل رگرسیونی مناسب، فرض همگونی (همسانی) واریانس باقی مانده‌ها است. برای بررسی این فرض در این پژوهش از آزمون نسبت درست‌نمایی (LR) استفاده می‌شود. فرض صفر در این آزمون همسانی واریانس باقی مانده‌ها است که اگر مقدار سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ باشد، فرض صفر رد می‌شود. با توجه به جدول ۳ و مقدار سطح معناداری به دست آمده برای آزمون LR در تمامی مدل‌ها که برابر ۰/۰۰ است و از سطح معناداری ۰/۰۵ کمتر است، فرض صفر (وجود همسانی واریانس) رد می‌شود که نشان می‌دهد مشکل ناهمسانی واریانس باقی مانده‌ها وجود دارد. در نتیجه برای رفع این مشکل از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است.

جدول ۳. بررسی ناهمسانی واریانس مدل

سطح معناداری	LR chi <sup>۲</sup>	مدل
۰/۰۰	۲۰۱/۲۸	۱
۰/۰۰	۱۹۹/۵۸	۲
۰/۰۰	۲۰۱/۵۵	۳
۰/۰۰	۲۰۶/۱۰	۴

## نتایج آزمون F لیمر

همان‌طور که در جدول ۴ نیز مشاهده می‌شود، نتایج برای همه مدل‌ها حاکی از پذیرش فرضیه صفر است. زیرا احتمال بیشتر از ۰/۰۵ است. در نتیجه روش داده‌های تلفیقی پذیرفته می‌شود. در نهایت با توجه به نتایج آزمون F لیمر، مدل پژوهش با استفاده از الگوی داده‌های تلفیقی برآورد خواهد شد. نتایج برآورد مدل‌ها در جداولی که در ادامه آورده خواهد شد، ارائه شده است. با توجه به اینکه روش داده‌های تلفیقی پذیرفته شد، آزمون هاسمن اجرا نمی‌شود.

جدول ۴. نتایج آزمون F لیمر

مدل	آماره F	احتمال	نتیجه
۱	۱/۰۱۷۱۰۴	۰/۴۳۵۴	داده‌های تلفیقی
۲	۱/۰۳۳۷۴۷	۰/۳۸۶۱	داده‌های تلفیقی
۳	۱/۲۳۷۹۰۷	۰/۱۴۱۸	داده‌های تلفیقی
۴	۱/۱۶۶۹۲۳	۰/۱۰۵۳	داده‌های تلفیقی

### نتایج آزمون فرضیه نخست

با توجه به مقدار سطح معناداری به دست آمده برای آماره F که برابر با صفر است، تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند. بنابراین به طور همزمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معناداری وجود دارد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر ۰/۲۴ است که نشان می‌دهد ۲۴ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تشریح می‌شود.

با توجه به جدول ۵ و مقدار سطح معناداری آماره t برای متغیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل که برابر ۰/۰۰۰ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، اعتماد بیش از حد مدیر عامل بر متغیر بازده سهام تأثیر معناداری دارد. در نتیجه فرضیه نخست پژوهش پذیرفته می‌شود. همچنین با توجه به ضریب متغیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل که مثبت است، نتیجه گرفته می‌شود اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل بر بازده سهام تأثیر مثبت دارد.

جدول ۵. نتایج برآورد مدل ۱ (متغیر وابسته: بازده سهام)

نام متغیرها	نماد	ضریب	انحراف معیار	آماره t	ضریب معناداری
اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل	Overconf	۰/۰۴۹۸۲	۰/۰۰۳۱۴۷	۱۵/۰۶۹۶۰۲	۰/۰۰۰
نسبت اهرمی	BL	۰/۰۲۷۳۲۲	۰/۰۰۶۸۱۶	۴/۰۰۸۶۱۱	۰/۰۰۰۱
لگاریتم فروش	Sale	-۰/۰۰۵۲	۰/۰۰۲۷۳۸	-۱/۸۹۸۳۳	۰/۰۵۷۹
لگاریتم نسبت اموال و تجهیزات به کارکنان	Log (PPE/Emp)	۰/۰۰۵۶۴۴	۰/۰۰۲۸۱۶	۲/۰۰۴۱۹۸	۰/۰۴۵۳
ارزش شرکت	Tobin's q	-۰/۰۱۵۰۶	۰/۰۰۲۹۹۱	-۵/۰۳۵۹	۰/۰۰۰
بازده دارایی	ROA	۰/۰۵۹۲۹۳	۰/۰۱۵۸۹۵	۳/۷۳۸۷۱۷	۰/۰۰۰۲
نقد	CASH	۰/۰۵۱۵۶۵	۰/۰۲۲۸۵۱	۲/۲۵۶۵۴۱	۰/۰۲۴۳
رشد فروش	SG	۰/۰۰۹۳۲۲	۰/۰۰۴۴۸۹	۲/۰۷۶۷۵۳	۰/۰۳۸۱
ضریب تعیین		۰/۲۴۸۱۲۹	آماره F	۱۵/۸۵۴۶۱۰	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۴۲۷۹۲	سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰	
دوربین واتسن				۲/۱۸۲۷۰۱	

### نتایج آزمون فرضیه دوم

با توجه به مقدار سطح معناداری به دست آمده برای آماره F که برابر با صفر است، تمامی ضرایب رگرسیون به طور

همزمان صفر نیستند. بنابراین به‌طور هم‌زمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معناداری وجود دارد. مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل برابر  $0/36$  است که نشان می‌دهد ۳۶ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تشریح می‌شود.

با توجه به جدول ۶ و مقدار سطح معناداری آماره  $t$  برای متغیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل که برابر  $0/000$  و کمتر از سطح خطای  $0/05$  است، اعتماد بیش از حد مدیر عامل بر متغیر ریسک غیرسیستماتیک تأثیر معناداری دارد. در نتیجه فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می‌شود. همچنین با توجه به ضریب متغیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل که مثبت است، نتیجه گرفته می‌شود اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل بر ریسک غیرسیستماتیک تأثیر مثبت دارد.

جدول ۶. نتایج برآورد مدل ۲ (متغیر وابسته: ریسک غیرسیستماتیک)

نام متغیرها	نماد	ضریب	انحراف معیار	آماره $t$	ضریب معناداری
اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل	Overconf	$0/045082$	$0/010432$	$4/321306$	$0/0000$
نسبت اهرمی	BL	$0/111132$	$0/022402$	$4/960819$	$0/000$
لگاریتم فروش	Sale	$-0/01622$	$0/009$	$-1/80193$	$0/0719$
لگاریتم نسبت اموال و تجهیزات به کارکنان	Log (PPE/Emp)	$0/050523$	$0/009256$	$3/313966$	$0/001$
ارزش شرکت	Tobin's q	$-0/030673$	$0/009829$	$-1/82296$	$0/0686$
بازده دارایی	ROA	$-0/09965$	$0/052126$	$-1/91177$	$0/0562$
نقد	CASH	$0/22388$	$0/075107$	$2/980806$	$0/0029$
رشد فروش	SG	$0/039237$	$0/014753$	$2/659551$	$0/008$
ضریب تعیین		$0/369109$	آماره F		$24/236975$
ضریب تعیین تعدیل‌شده		$0/352351$	سطح معناداری آماره F		$0/000$
دوربین واتسن					$2/028599$

### نتایج آزمون فرضیه سوم

با توجه به مقدار سطح معناداری به‌دست‌آمده برای آماره  $F$  که برابر با صفر است، تمامی ضرایب رگرسیون به‌طور هم‌زمان صفر نیستند. بنابراین به‌طور هم‌زمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معناداری وجود دارد. مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل برابر  $0/26$  است که نشان می‌دهد ۲۶ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تشریح می‌شود.

با توجه به جدول ۷ و مقدار سطح معناداری آماره  $t$  برای متغیر ضریب، اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل که عضو هیئت مدیره نیز هست، برابر  $0/000$  و کمتر از سطح خطای  $0/05$  است. اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل که



عضو هیئت مدیره نیز هست، بر متغیر بازده سهام تأثیر معناداری دارد. در نتیجه فرضیه سوم پژوهش پذیرفته می‌شود. همچنین با توجه به ضریب متغیر که مثبت است، نتیجه گرفته می‌شود اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل عضو هیئت مدیره بر بازده سهام تأثیر مثبت دارد.

جدول ۷. نتایج برآورد مدل ۳ (متغیر وابسته: بازده سهام)

نام متغیرها	نماد	ضریب	انحراف معیار	آماره t	ضریب معناداری
اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل	Overconf	۰/۰۵۲۷۵۴	۰/۰۰۳۲۱۷	۱۶/۴۰۰۵۲	۰/۰۰۰
مدیر عامل عضو هیئت مدیره	Founder CEO	۰/۰۱۱۹۲۳	۰/۰۰۳۷۶	۳/۱۷۱۲۱۹	۰/۰۰۱۶
اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل عضو هیئت مدیره	Overconfit × FounderCEOit	۰/۰۲۰۳۵	۰/۰۰۴۷۱	۴/۳۲۰۵۵	۰/۰۰۰
نسبت اهرمی	BL	۰/۰۲۶۵۵	۰/۰۰۶۷۶۵	۳/۹۲۴۳۱۴	۰/۰۰۰۱
لگاریتم فروش	Sale	-۰/۰۰۵۳۵	۰/۰۰۲۷۱۵	-۱/۹۶۸۹	۰/۰۴۹۲
لگاریتم نسبت اموال و تجهیزات به کارکنان	Log (PPE/Emp)	۰/۰۰۴۹۶۵	۰/۰۰۲۸۱۲	۱/۷۶۵۹۹۲	۰/۰۷۷۷
ارزش شرکت	Tobin's q	-۰/۰۱۳۳	۰/۰۰۲۹۹۲	-۴/۴۴۴۱۲	۰/۰۰۰۰
بازده دارایی	ROA	۰/۰۵۹۴۹۵	۰/۰۱۵۸۴۷	۳/۷۵۴۲۳۵	۰/۰۰۰۲
نقد	CASH	۰/۰۴۹۴۷۶	۰/۰۲۲۷۱۶	۲/۱۷۸۰۰۷	۰/۰۲۹۶
رشد فروش	SG	۰/۰۰۹۸	۰/۰۰۴۴۵۱	۲/۲۰۱۴۸۸	۰/۰۲۷۹
ضریب تعیین	۰/۲۶۲۶۹۸	آماره F	۳۲/۱۴۵۸۲۳		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۵۵۹۵۵	سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰		
دوربین واتسن	۲/۲۷۱۴۳۹				

### نتایج آزمون فرضیه چهارم

با توجه به مقدار سطح معناداری به دست آمده برای آماره F که برابر با صفر است، تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند. بنابراین به طور همزمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معناداری وجود دارد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر ۰/۴۷ است که نشان می‌دهد ۴۷ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تشریح می‌شود.

با توجه به جدول ۸ و مقدار سطح معناداری آماره t برای متغیر ضریب، اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل که عضو هیئت مدیره نیز هست برابر ۰/۰۰۶۴ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل که عضو هیئت مدیره نیز هست بر متغیر ریسک غیرسیستماتیک تأثیر معناداری دارد. در نتیجه فرضیه چهارم پژوهش پذیرفته می‌شود. همچنین با توجه به ضریب متغیر که منفی است، نتیجه گرفته می‌شود اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل عضو هیئت مدیره بر ریسک غیرسیستماتیک تأثیر منفی دارد.

جدول ۸. نتایج برآورد مدل ۴ (متغیر وابسته: ریسک غیرسیستماتیک)

نام متغیرها	نماد	ضریب	انحراف معیار	آماره t	ضریب معناداری
اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل	Overconf	۰/۰۵۱۲۶۲	۰/۰۱۰۶۳۳	۴/۸۲۱۰۸۵	۰/۰۰۰۰
مدیر عامل عضو هیئت مدیره	Founder CEO	۰/۰۲۶۹۱۵	۰/۰۱۲۴۲۹	۲/۱۶۵۵۱۲	۰/۰۳۰۶
اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل عضو هیئت مدیره	Overconfit × FounderCEOit	-۰/۰۴۲۵۶	۰/۰۱۵۵۶۸	-۲/۷۳۳۹۷	۰/۰۰۶۴
نسبت اهرمی	BL	۰/۱۰۹۶۸۵	۰/۰۲۲۳۶۴	۴/۹۰۴۵۴۳	۰/۰۰۰۰
لگاریتم فروش	Sale	-۰/۰۱۶۵۲	۰/۰۰۸۹۷۴	-۱/۸۴۱۳۹	۰/۰۰۵۹
لگاریتم نسبت اموال و تجهیزات به کارکنان	Log (PPE/Emp)	۰/۰۲۹۰۴۷	۰/۰۰۹۲۹۴	۳/۱۲۵۲۸۶	۰/۰۰۱۸
ارزش شرکت	Tobin's q	-۰/۰۱۴۲۲	۰/۰۰۹۸۹	-۱/۴۳۷۲۴	۰/۱۵۱
بازده دارایی	ROA	-۰/۰۰۹۷۹۸	۰/۰۰۵۲۳۸۶	-۱/۸۷۰۳۲	۰/۰۰۶۱۷
نقد	CASH	۰/۲۱۸۴۲۵	۰/۰۰۷۵۰۹۱	۲/۹۰۸۱۷۹۸	۰/۰۰۳۷
رشد فروش	SG	۰/۰۴۰۲۰۲	۰/۰۱۴۷۱۵	۲/۷۳۲۰۶۴	۰/۰۰۶۴
ضریب تعیین	۰/۴۷۶۶۵۱	آماره F		۱۰/۹۴۵۷۴۶	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۶۵۳۲۰	سطح معناداری آماره F		۰/۰۰۰	
دوربین واتسن				۲/۳۱۱۸۸۶	

### بحث و نتیجه گیری

این مقاله به بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل بر بازده و ریسک غیرسیستماتیک سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره هشت ساله ۱۳۸۸-۱۳۹۵ با استفاده از روش رگرسیون چندمتغیره به روش داده‌های ترکیبی پرداخته است. با توجه به نتایج به تحلیل و بحث درباره هر یک از فرضیه پرداخته می‌شود.

طبق نتایج فرضیه نخست اثر متغیر مستقل اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل، بر متغیر وابسته شاخص بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مثبت و معنادار است. به عبارتی هرچه اعتماد به نفس مدیر عامل بیشتر باشد، ارزش شرکت بیشتر شده و سبب بالا رفتن بازده سهام شرکت می‌شود. زیرا مدیران بیش اعتماد بهتر می‌توانند فرصت‌های رشد را به ارزش شرکت تبدیل کنند. این نتایج تضمینی برای پیش‌بینی‌های تئوری است که بیان کرده بودند بیش اعتمادی مدیران باعث ایجاد ارزش اضافه برای شرکت می‌شود (جروایس و همکاران، ۲۰۱۱ و گوئل و تاکور، ۲۰۰۸). اغلب مدیران دارای اعتماد به نفس فکر می‌کنند احتمال موفقیت شرکت خودشان بیشتر از سایر شرکت‌ها است و

برای تداوم فعالیت‌های شرکت خود دوره طولانی‌تری اختصاص می‌دهد، سایر شرکت‌ها و این‌گونه مدیران درباره هزینه‌های سرمایه‌گذاری خوش‌بین هستند و به فروش سهام فکر نمی‌کنند. بنابراین شروع به سرمایه‌گذاری بیشتری کرده و از تأمین‌های مالی داخلی بیشتری استفاده می‌کنند. همچنین به فکر توسعه و گسترش و نوآوری‌های بیشتر هستند که این عوامل موجب می‌شود شرکت آنها ارزش بیشتری کسب کند، بنابراین بازده آن شرکت افزایش یابد. این نتایج منطبق بر نتایج مقاله باهاراتی و همکاران (۲۰۱۶) و گیول و تاکور (۲۰۰۸) است. آنها مشاهده کردند مدیران ارشد اجرایی دارای اعتماد به نفس بیش از حد در مقایسه با مدیران ارشد اجرایی فاقد اعتماد به نفس بیش از حد، از طریق عملکرد بالاتر برای بازده سهام و ریسک‌پذیری بیشتر، می‌توانند سود بیشتری برای شرکت خود به‌همراه داشته باشند.

طبق نتایج فرضیه دوم ریسک سهام تحت تأثیر سیاست‌های ناشی از بیش‌اعتمادی مدیر عامل بر عملکرد شرکت قرار خواهد گرفت. نتایج تحقیق نشان می‌دهد اثر متغیر مستقل اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل بر متغیر وابسته ریسک غیرسیستماتیک سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار مثبت و معنادار است. این نتیجه طبق پیش‌بینی‌های تئوری است، مبنی بر اینکه مدیر عاملانی که دارای اعتماد به نفس بیش از حد هستند، در مقایسه با مدیرانی که بیش‌اعتماد نیستند، ریسک بیشتری تقبل می‌کنند. یعنی هرچه مدیر عامل شرکت دارای اعتماد به نفس بیشتری باشد، ریسک غیرسیستماتیک شرکت نیز بالاتر است. در تبیین این نتیجه می‌توان عنوان کرد مدیری که اعتماد به نفس بیش از حدی دارد و جسورانه عمل می‌کند، همواره می‌کوشد تا وجوه نقد و اوراق بهادار قابل فروش را به حداقل ممکن برساند و درصدد بر می‌آید تا وجوهی را که در موجودی کالا سرمایه‌گذاری می‌شود به حداقل برساند، در این وضعیت شرکت باید ریسک عدم پرداخت به‌موقع بدهی‌های سررسیدشده را بپذیرد. چنین شرکتی شاید نتواند پاسخ‌گوی سفارش‌های مشتریان باشد و از این لحاظ هم متحمل ضرر خواهد شد (زیرا نمی‌تواند فروش کند). از طرف دیگر مدیر جسور می‌کوشد سطح وام‌های کوتاه‌مدت را به حداکثر برساند و دارایی‌های جاری خود را از محل این وام‌ها تأمین کند که در این وضعیت خطر و احتمال اینکه شرکت نتواند به‌موقع آنها را بازپرداخت کند (ریسک ورشکستگی) افزایش خواهد یافت، ضمن اینکه وقتی بازار با کمبود پول و اعتبار مواجه است، گرفتن وام‌های کوتاه‌مدت به‌آسانی میسر نمی‌شود و هزینه آنها بالا خواهد رفت. بر اساس پژوهش‌های مالمیندر و همکاران (۲۰۱۱) بیش‌اعتمادی مدیران باعث می‌شود آنها با اعتماد بیش از حد به توانایی‌های خود بر جریان نقدی آینده پروژه‌های سرمایه‌گذاری‌های خود را که بازده مثبتی ندارند، به امید عملکرد بهتر در آینده، بیش از واقع نشان دهند، بنابراین ریسک شرکت بیشتر خواهد شد. این نتایج بر مقاله باهاراتی و همکاران (۲۰۱۶) نیز منطبق است.

طبق نتایج فرضیه سوم اگر هم اعتماد به نفس مدیر عامل بیش از حد باشد و هم عضو هیئت مدیره باشد، می‌تواند تأثیر مثبتی بر بازده سهام شرکت‌ها داشته باشد. در تبیین این نتیجه می‌توان عنوان کرد در شرایطی که مدیر عامل، عضو هیئت مدیره نیز باشد، به‌طور بالقوه اختیار بیشتری دارد. بنابراین اعتماد به نفس بیش از حد برای مدیر عامل و عضویت او در هیئت مدیره، می‌تواند باعث افزایش ارزش شرکت شود. از طرفی، ساختار دوگانه به مدیر عامل اجازه می‌دهد اطلاعات

در دسترس اعضای دیگر هیئت مدیره را به طور مؤثری کنترل کند و در راستای افزایش بازده شرکت به کار بگیرد. بنابراین با توجه به یکسان بودن منافع مدیر عامل با منافع سهامداران، نظرها و پیشنهادهای سهامداران به صورت مؤثرتری برای افزایش بازده شرکت به کار بسته خواهد شد و بر حسب ضرورت، عملکرد وی را افزایش داده و بازده شرکت را بالا می‌برد. همچنین در شرایطی که مدیر عامل، عضو هیئت مدیره نیز باشد، درک او از بازار و خواسته‌های سهامداران و فرایند گزارشگری مالی افزایش یافته و در نتیجه بازده شرکت افزایش می‌یابد. این نتایج منطبق بر نتایج باهاراتی و همکاران (۲۰۱۶) است.

طبق نتایج فرضیه چهارم اگر هم اعتماد به نفس مدیر عامل بیش از حد باشد و هم عضو هیئت مدیره باشد، می‌تواند تأثیر منفی و معناداری بر ریسک غیرسیستماتیک سهام شرکت داشته باشد. در تبیین این نتیجه می‌توان عنوان کرد در شرایطی که مدیر عامل، عضو هیئت مدیره نیز باشد، در بهبود محتوای اطلاعاتی سود مؤثر خواهد بود. همچنین در این حالت مدیر عامل به طور بالقوه اختیار بیشتری دارد و این ساختار دوگانه به وی اجازه می‌دهد اطلاعات در دسترس اعضای دیگر هیئت مدیره را به طور مؤثری کنترل کند، بنابراین این عوامل می‌تواند ریسک غیرسیستماتیک کمتری برای شرکت در پی داشته باشد. ریچنر و دالتون<sup>۱</sup> (۱۹۹۱) نشان دادند شرکت‌هایی که اعضای هیئت مدیره آنها نقش‌های دوگانه دارند، در مقایسه با شرکت‌هایی که در آنها نقش‌ها و مسئولیت‌ها تفکیک شده است، عملکرد بهتری داشته‌اند. بنابراین در شرایطی که مدیر عامل، عضو هیئت مدیره نیز باشد، از قدرت و نظارت و نظرهای بالاتری برخوردار خواهد بود، در نتیجه شرکت ریسک کمتری در بازار خواهد داشت. این نتایج منطبق بر مقاله باهاراتی و همکاران (۲۰۱۶) است.

## منابع

- ابراهیمی، سید کاظم؛ سربازی آزاد، صادق (۱۳۹۶). تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۵(۳)، ۱۰۵-۱۱۶.
- اسکات، ویلیام (۱۳۹۰). *تئوری حسابداری مالی*، جلد اول. (چاپ سوم). ترجمه علی پارسائیان، تهران: انتشارات ترمه.
- بشکوه، مهدی؛ کشاورز، فاطمه (۱۳۹۷). بررسی رابطه فرااطمینانی مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام در صنایع منتخب بورس اوراق بهادار تهران. *راهبرد مدیریت مالی*، ۶(۲۱)، ۱۸۳-۲۰۸.
- جهانخانی، علی؛ نوفرستی، محمد؛ قراگوزولو، فرهنگ (۱۳۸۸). بررسی اطمینان بیش از اندازه سرمایه‌گذاران و حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه چشم‌انداز مدیریت*، ۸(۳۰)، ۱۰۵-۱۲۳.
- چاوشی، کاظم؛ رستگار، محمد؛ میرزائی، محسن (۱۳۹۴). بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست‌های تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۸(۲۵)، ۴۱-۲۹.
- حیدری، مهدی (۱۳۹۳). بررسی تأثیر عامل رفتاری اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر چسبندگی هزینه: نقش تعدیلی عوامل اقتصادی و عوامل مبتنی بر نظریه نمایندگی در آن. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۱(۲)، ۱۵۱-۱۷۲.

- سلیمانی امیری، غلامرضا؛ گروه‌ای، پگاه (۱۳۹۶). بررسی اثر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک. *مجله پیشرفت‌های حسابداری*، ۹(۱)، ۹۹-۱۲۴.
- عربصالحی، مهدی؛ امیری، هادی؛ کاظمی نوری، سپیده (۱۳۹۳). بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۶(۲)، ۱۱۵-۱۲۸.
- فروغی، داریوش؛ قاسم‌زاد، محمد (۱۳۹۴). تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام. *دانش حسابداری مالی*، ۲(۲)، ۷۱-۵۵.
- فلاح شمس لیالستانی، میرفیض؛ قالیباف اصل، حسن؛ نوبخت، سمیرا (۱۳۸۹). بررسی اثر تجربه بر ریسک‌پذیری، بیش اطمینانی و رفتار توده‌وار. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۳(۱۲)، ۳۸-۲۵.
- قاسمی، علی؛ نیک‌بخت، محمدرضا؛ ایمانی برندق، محمد (۱۳۹۴). تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر نوسان بازده غیرمتعارف سهام. *فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری*، ۱(۱)، ۳۸-۲۵.
- مشایخی، بیتا؛ بزاز، محمد؛ محمدآبادی، مهدی (۱۳۸۷). تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر نوسان بازده غیرمتعارف سهام. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۱(۳)، ۶۳-۴۵.
- نیک‌بخت، محمد رضا؛ شعبان‌زاده، مهدی؛ کلهر، کورش (۱۳۹۵). بررسی تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر حق‌الزحمه حسابرسی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری*، ۲(۱)، ۱۷۱-۱۸۳.

## References

- Berry-Stölzle, T. R., Eastman, E. M. & Xu, J. (2018). CEO Overconfidence and Earnings Management: Evidence from Property-Liability Insurers' Loss Reserves. *North American Actuarial Journal*, 22 (3), 380-404. DOI: 10.1080/10920277.2017.1421977.
- Bharati, R., Doellman, T., Fu, X. (2016). CEO Confidence and Stock Returns. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 12(1). DOI: 10.1016/j.jcae.2016.02.006.
- Bouwman, C. (2014). Managerial optimism and earnings smoothing. *Journal of Banking & Finance*, 41, 283-303.
- Chavoshi, K., Rastegar, M., Mirzaee, M. (2015). Investigating the Relation Between Managers' Confidence and Selection of Financing Policies in Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Financial Knowledge Analysis of Securities*, 8 (25), 29-41. (in Persian)
- Fahlenbrach., R. (2009). Founder-CEOs, Investment Decisions, and Stock Market Performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), 439-466.
- Faizurooj, S., Zafar, N., Arif Khattak, M. (2010). Impact of CEO Succession on Stock Returns. *Strategic Management Journal*, 24(2), 191-198.
- Fallah Shams Lilastani, M., Khalibbaf Asl, H., Nobakht, S. (2010). Effect of experience on riskiness, over-confidence and mass behavior. *Quarterly Journal of the Stock Exchange*, 3 (12), 25-38. (in Persian)

- Foroughi, D., Ghasemzad, M. (2015). The effect of excessive management over the risk of future stock price collapse. *Financial Accounting Knowledge*, 2 (2), 55-71. (in Persian)
- Gervais, S., Heaton, J.B., Odean, T. (2011). Overconfidence, compensation contracts, and capital budgeting. *Journal Finance*. 66(4), 1735-1777.
- Ghasemi, A., Nikbakht, M., Imani Barandag, M. (2015). The effect of over-management confidence on the fluctuation of unconventional stock returns. *Journal of Management Studies and Accounting*, 1 (1), 25-38. (in Persian)
- Goel, A.M., Thakor, A.V. (2008). Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. *Journal Finance*, 63(4), 2737-2784.
- Heydari, M. (2014). Investigating the Effect of Behavioral Agent Behavioral Self-esteem on Management Cost Effectiveness: The Moderation of Economic Factors and the Factors Based on the Representation Theory. *Audit and Audit Reviews*, 21 (2), 151-172. (in Persian)
- Hirshleifer, D., Low, A., & Teoh, S. (2012). Are Overconfident CEOs Better Innovators? *Social Science Research Network Journal*. Retrieved from. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1598021](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1598021).
- Huang, W., Jiang F., Liu, Z., and Zhang M. (2011). Agency cost, top executives' overconfidence, and investment-cash flow sensitivity- Evidence from listed companies in China. *Pacific- Basin Finance Journal*, 119(6), 261-277.
- Jiang, F., Zhang, M., Lu, Z., Chen, C. (2009). Managerial Overconfidence, Firm Expansion and Financial distress. *Economic Research Journal*, 1, 131-143.
- Li, C. and Hung, J. (2013). The Moderating Effects of Family Control on the Relation between Managerial Overconfidence and Earnings Management. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 2 (16), 1-33.
- Malmendier, U., G. Tate, and Yan, J. (2011). Overconfidence and Early. Life experiences: The effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of Finance*, 66 (5), 733-687.
- Mashayekhi, B., Bazaz, M., Mohammad Abadi, M. (2008). The effect of over-management confidence on the fluctuation of unconventional stock returns. *Quarterly Journal of the Stock Exchange*, 1 (3), 45-63. (in Persian)
- Nikbakht, M., Shabanzadeh, M., Kalhor, C. (2016). Investigating the Effect of Managers' More Trust on Audit Fees in Companies Acquired in Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Management and Accounting Studies*, 2 (1), 171-183. (in Persian)
- Purhanudin, N., Zakaria, Z. (2015). Managerial Overconfidence and Debt Maturity Structure of Malaysian Construction and Material Companies. *Review of Contemporary Business Research*, 1 (4), 32-39.

- Rechner, P.L., Dalton, D.R. (1991). CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, 12(2), 32-60.
- Schrand, C.M., Zechman, S.L.C. (2012). Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Financial Misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, 53, 311-329.
- Yeo, E. (2012). Corporate Finance in the Global Economy: Value Creation via Innovations. *Journal of Economics*, 126, 421-432.

