

بررسی تاثیر بیش اطمینانی مدیران بر تمایلات سرمایه گذاران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهدیه احمدپری^۱، مهران حسین افشاری^۲

^۱ کارشناس ارشد حسابداری، واحد بوشهر، دانشگاه آزاد اسلامی، بوشهر، ایران (نویسنده مسئول)

^۲ استادیار حسابداری، واحد بوشهر، دانشگاه آزاد اسلامی، بوشهر، ایران

چکیده

هدف از انجام پژوهش حاضر، بررسی تاثیر بیش اطمینانی مدیران بر تمایلات سرمایه گذاران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. جامعه آماری شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. نمونه آماری طی سال های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ با استفاده از روش حذف سیستماتیک ۱۴۹ شرکت می باشد. پژوهش حاضر از لحاظ هدف کاربردی و از نظر ماهیت و روش تحقیق توصیفی - همبستگی می باشد و از نظر زمانی پس رویدادی می باشد. از آنجایی که داده های این تحقیق در مقاطع و سری های زمانی بطور همزمان بررسی می شود، داده های پژوهش ترکیبی هستند. برای اندازه گیری تمایلات سرمایه گذاران از روش تحلیل عاملی و برای اندازه گیری بیش اطمینانی مدیران از بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری استفاده شده است. یافته های حاصل از آزمون فرضیه پژوهش نشان داد که بیش اطمینانی مدیران تاثیر مثبت و معناداری بر تمایلات سرمایه گذاران دارد.

واژه های کلیدی: بیش اطمینانی مدیران، تمایلات سرمایه گذاران، بورس اوراق بهادار تهران

بیش‌اطمینانی یکی از مهمترین یافته‌های علم روانشناسی در حوزه قضاوت و تصمیم‌گیری است. پژوهشگران دریافته‌اند افراد درباره توانایی‌های خود از جمله قدرت پیش‌بینی، ادراک اطلاعاتی و دانش خود اغراق می‌کنند؛ به بیان دیگر، به توانایی‌ها و دانش خود اعتماد بیش از حد دارند؛ البته آنان ممکن است این احساس درونی را اظهار نکنند یا حتی خود نیز از آن غافل باشند (مشایخ و بهزادپور، ۱۳۹۴). بیش‌اطمینانی یا اعتماد بیش از حد به خود در بیان کلی، به عنوان اعتقاد بی اساس درباره توانایی‌های شناختی، قضاوت‌ها و استدلال شهودی فرد خلاصه می‌شود. مفهوم بیش‌اطمینانی، در مجموعه وسیعی از بررسی‌ها و آزمایش‌های روانشناسانه از نوع شناختی بررسی شده است و نشان می‌دهد افراد هم درباره توانایی‌های خود در پیش‌بینی و هم درباره دقت توانایی‌های خود در پیش‌بینی و هم درباره دقت اطلاعاتی که در اختیار آنان قرار می‌گیرد، برآورد بیش از اندازه‌ای دارند. از طرفی در برآورد احتمال‌ها، عملکرد ضعیفی دارند و رویدادهایی را حتمی می‌دانند که اغلب احتمال وقوع بسیار کمتر از صد درصد دارد (پمپیان^۱، ۲۰۰۶). وجود ویژگی بیش‌اطمینانی در مدیران در نحوه شناسایی سود و زیان و مبلغ دفتری دارایی‌ها و بدهی‌ها تاثیر می‌گذارد. مدیران بیش‌اطمینان، بازده‌های آتی ناشی از پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت را بیش برآورد می‌کنند؛ بنابراین ممکن است شناسایی زیان را به تاخیر بیندازند و برآوردهای خوش‌بینانه در تعیین ارزش دارایی‌های جاری یا بلندمدت داشته باشند و بر اثر انتخاب پروژه نامناسب و ناکارایی، منابع موجود در زمینه اشتباه مصرف کنند و آن را هدر دهند که در این صورت، شرکت به سمت سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی یا سرمایه‌گذاری کمتر از حد (بر اثر از دست دادن منابع به دلیل سرمایه‌گذاری در پروژه‌های نامناسب و ناکارا و از دست دادن فرصت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های مناسب با ارزش فعلی خالص مثبت) سوق داده می‌شود (چن و لین^۲، ۲۰۱۲).

یک مدیر با اطمینان بیش از حد، بازده آتی از پروژه‌های سرمایه‌گذاری را بیش از حد تخمین زده، یا می‌توان گفت احتمال و اثر رویدادهای مطلوب بر جریان‌های نقدی شرکت را بیش از حد و احتمال و اثر رویدادهای نامطلوب بر جریان‌های نقدی شرکت را کمتر از حد تخمین می‌زند. لذا انتظار می‌رود مدیران با اطمینان بیش از حد، دارای مخارج سرمایه‌ای بالاتری بوده و سرمایه‌گذاری بیش از حد در پروژه‌های سرمایه‌گذاری انجام دهند (فروغی و فلاح، ۱۳۹۳). در نتیجه مدیران به دلیل خوش‌بینی بیش از حد ممکن است جریان نقدی حاصل از پروژه‌ها را بالاتر از ارزش واقعی شان ارزش‌گذاری کنند. از طرف دیگر آنان اعتقاد دارند که بازار شرکت آنان را کمتر از واقع ارزش‌گذاری می‌کند و باعث می‌شود که تامین مالی پرهزینه باشد، به همین دلیل در صورتی که شرکت دارای منابع مالی داخلی باشد ممکن است مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد، تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری از خود نشان دهند اما در صورتی که تامین مالی پروژه‌ها نیازمند منابع خارجی باشد ممکن است سرمایه‌گذاری کمتری صورت گیرد و در نتیجه باعث کاهش بازده سرمایه‌گذاری می‌شود (مالمندیر و تیت^۳، ۲۰۰۵).

لذا مطابق موارد بیان شده در بیان مسئله به دنبال پاسخ سوال زیر هستیم که: آیا بین بیش‌اطمینانی مدیران و تمایلات سرمایه‌گذاران رابطه‌ی معناداری وجود دارد؟

^۱-Pompian^۲-Chen and Lin^۳-Malmendier and Tate

مبانی نظری

تمایلات سرمایه گذاران

تمایلات سرمایه گذاران را به عنوان واکنش های افراطی یا واکنش های کم به اخبار خوب یا بد تعریف می کنند. همچنین تمایلات سرمایه گذاران را به عنوان باورهای ذهنی نگه داشته توسط سرمایه گذاران می دانند که بر ارزش سهام تاثیر می گذارد. در این پژوهش با توجه به محیط اقتصادی ایران، از یک شاخص ترکیبی که متشکل از پنج معیار پیشنهاد شده به وسیله باکر و ورگلر (۲۰۰۶) شامل: میزان گردش مالی در اولین روز عرضه عمومی اولیه سهام، حجم معاملات، تعداد معاملات، مازاد سود تقسیمی و معیاری برای اندازه گیری کل فعالیت های مالی و دو معیار کلان اقتصادی شامل نرخ بهره سپرده های بانکی یک ساله و شاخص قیمت مصرف کنندگان، برای این که بتوان تاثیرات کلان اقتصادی را نیز کاهش داد، استفاده شده است.

تمایلات سرمایه گذاران غالباً از باورهای ذهنی نگه داشته شده یا اطلاعات غیرمرتبط با ارزش سهام سرچشمه می گیرد و می تواند باعث ایجاد واکنش های افراطی یا واکنش های کم به اخبار خوب یا بد، یا انتظارات متعصبانه مانند تمایل به سفته بازی یا خوش بینی و بدبینی سرمایه گذاران به ارزش واقعی سهام شود (بارون و کلیف، ۲۰۰۴؛ باریز و همکاران، ۱۹۹۸). معمول ترین تعریف از تمایلات سرمایه گذاران که در ادبیات مالی رفتاری بیشتر به آن توجه می شود، تعریف باکر و ورگلر (۲۰۰۶) از تمایلات سرمایه گذاران است. باکر و ورگلر (۲۰۰۶) تمایلات سرمایه گذاران را به عنوان تمایل به سفته بازی تعریف نمودند که منتج به ایجاد تقاضای نسبی برای سرمایه گذاری های سفته بازانه می شود و اثرات مقطعی بر قیمت سهام در پی خواهد داشت.

روش های اندازه گیری شاخص تمایلات سرمایه گذاران

در ادبیات مالی رفتاری برای اندازه گیری شاخص تمایلات سرمایه گذاران از روش های مختلفی استفاده شده است و هیچ شاخص قطعی و غیرمناقشه برانگیزی برای اندازه گیری تمایلات سرمایه گذاران وجود ندارد؛ اما به طور کلی می توان آنها را به دو گروه تقسیم کرد. مطالعاتی که از شاخص های ضمنی برای اندازه گیری تمایلات سرمایه گذاران استفاده کرده اند که در این میان می توان به تحقیق باکر و استین (۲۰۰۴) و اسکم لینگ (۲۰۰۹) اشاره کرد که از شاخص هایی مانند: شاخص های نقدینگی بازار و شاخص اعتماد مصرف کنندگان استفاده کرده اند. در مقابل، برخی مطالعات تمایلات سرمایه گذاران را بر اساس برخی شاخص های صریح و آشکار اندازه گیری کرده اند که می توان به تحقیق بارون و کلیف (۲۰۰۴) که از سودالات پرسشنامه ای و باکر و ورگلر (۲۰۰۶) که از شاخصی ترکیبی استفاده کرده اند اشاره کرد.

احساسات و تصمیم گیری سرمایه گذار

از آنجا که تصمیم گیری سرمایه گذاران در بردارنده ریسک و عدم اطمینان می باشد، تاثیر احساسات بر تصمیم گیری سرمایه گذاران منطقی می باشد. پژوهش هایی که توسط لو و رپین (۲۰۰۱) انجام شده، شواهد مستقیمی برای این فرضیه ایجاد می کند. لو و رپین (۲۰۰۱) نقش احساسات در تصمیم گیری سرمایه گذاران را بررسی نمودند. آنها دریافتند که معامله گران، نسبت به رویدادهای مهم اقتصادی مثل نوسان قیمت رو به رشد، دارای هیجانات بسیار فراوانی بودند، آنها معتقدند که توانایی تصمیمات سریع با توجه به حالت احساسی آنها برای تصمیم گیری صریح افراد موفق ضروری است.

بیش اطمینانی

یکی از مهمترین یافته های علم روانشناسی در حوزه قضاوت و تصمیم گیری است. پژوهشگران دریافته اند که افراد درباره توانایی های خود، از جمله قدرت پیش بینی، ادراک اطلاعاتی و دانش خود، اغراق می کنند. به بیان دیگر به توانایی ها 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 ریشه های وقوع بیش اطمینانی و اصلاح نشدن آن در نتیجه یادگیری این است که افراد مسئولیت موفقیت های خود را برعهده می گیرند و مسئولیت شکست را به دیگران نسبت می دهند (مشایخ و بهزادپور، ۱۳۹۳).

بیش اطمینانی یا اعتماد بیش از حد به خود در بیان کلی می تواند به عنوان یک اعتقاد بی اساس در مورد توانایی های شناختی، قضاوت ها و استدلال شهودی فرد خلاصه شود. مفهوم بیش اطمینانی در مجموعه وسیعی از بررسی ها و آزمایش های روانشناسانه از نوع شناختی بررسی شده است که نشان می دهد افراد هم در مورد توانایی های خود در پیش بینی و هم در مورد دقت اطلاعاتی که در اختیار آنان قرار می گیرد، برآوردی بیش از اندازه دارند (پمپیان، ۲۰۰۶).

پیشینه تحقیق

صفی پور افشار و رئیس (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی بیش اطمینانی مدیریت، تامین مالی داخلی و بهره وری سرمایه گذاری پرداختند. نمونه آماری پژوهش شامل ۱۸۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ می باشد. یافته های پژوهش نشان داد که بیش اطمینانی مدیریت بر میزان تامین داخلی تاثیر می گذارد و تامین مالی داخلی نیز با بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری مدیران در ارتباط است. همچنین، مدیران بیش اطمینان با افزایش تامین مالی داخلی، کارایی سرمایه گذاری را کاهش می دهند.

محمدامین زاده و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران، تامین داخلی و کارایی سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه آماری پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ می باشد. یافته های پژوهش نشان داد که ۱. بین بیش اطمینانی مدیران با تامین مالی داخلی رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. ۲. بین تامین مالی داخلی با سرمایه گذاری بیش از حد رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. ۳. بین تامین مالی داخلی با سرمایه گذاری کمتر از حد رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. ۴. مدیران دارای بیش اطمینانی، از طریق افزایش تامین مالی داخلی بر حجم سرمایه گذاری می افزایند.

حاجی ابراهیمی و اسکندر (۱۳۹۸) در پژوهش خود به بررسی تاثیر بیش اطمینانی مدیریت بر ریسک پذیری و عملکرد شرکت پرداختند. نمونه آماری پژوهش شامل ۱۵۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ می باشد. برای سنجش بیش اطمینانی از معیارهای مخارج سرمایه ای و مازاد سرمایه گذاری، و برای سنجش ریسک شرکت از انحراف معیار بازده سهام و انحراف معیار جریان وجوه نقد عملیاتی استفاده شده است. همچنین برای اندازه گیری عملکرد شرکت از نسبت بازده دارایی ها، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت کیوتوبین استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان داد که بیش اطمینانی مدیریت بر ریسک پذیری و عملکرد شرکت تاثیر معناداری ندارد.

فرضیه تحقیق

بین بیش اطمینانی مدیران و تمایلات سرمایه گذاران رابطه معناداری وجود دارد.

قلمرو تحقیق**۱. قلمرو موضوعی**

بررسی تاثیر بیش اطمینانی مدیران بر تمایلات سرمایه گذاران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۲. قلمرو مکانی

قلمرو مکانی این پژوهش سازمان بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

۳. قلمرو زمانی

قلمرو زمانی این پژوهش از ابتدای سال ۱۳۹۶ تا انتهای سال ۱۴۰۰ (در مجموع ۵ سال) در نظر گرفته شده است.

جامعه آماری

جامعه آماری پژوهش حاضر شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. دلیل این انتخاب قابلیت دسترسی به اطلاعات مالی این شرکت ها و همگن تر بودن آن ها بخاطر وجود مقررات و استانداردهای سازمان بورس اوراق بهادار تهران می باشد. دوره زمانی این پژوهش به سال های ۱۳۹۶-۱۴۰۰ محدود می شود. با توجه به بررسی های انجام شده و محدودیت های لحاظ شده، تعداد ۱۴۹ شرکت در بازه زمانی ۵ سال (۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰) حائز شرایط بالا بوده و مورد بررسی قرار گرفته اند.

جدول ۱: انتخاب نمونه بر اساس محدودیت های پژوهش

تعداد	شرح
۶۷۲	تعداد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
۲۲۹	تعداد شرکت هایی که سال مالی را از پایان اسفندماه تغییر داده اند
۱۶۴	تعداد شرکت های سرمایه گذار و لیزینگ، هلدینگ و بانک ها و موسسات مالی
۱۳۰	تعداد شرکت هایی که اطلاعات آنها طی دوره پژوهش کامل نبوده است
۱۴۹	تعداد شرکت های باقی مانده در نمونه آماری پژوهش

ابزار و شیوه گردآوری داده ها

در این پژوهش برای تدوین ادبیات نظری از روش مطالعه و کتابخانه ای استفاده نمودیم. داده های مالی از طریق نرم افزار ره آورد نوین، سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار و از صورت های مالی شرکت های نمونه جمع آوری شد.

متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری آن ها

پژوهش حاضر شامل متغیرهای وابسته، مستقل، تعدیلی و کنترلی می باشد که به صورت خلاصه در جدول (۲-۳) مشخص شده است. در ادامه به معرفی دقیق تر هر یک از متغیرها خواهیم پرداخت.

جدول ۲: متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه گیری

متغیر	نماد	نوع متغیر	نحوه اندازه گیری
تمایلات سرمایه گذاران	SEN	وابسته	یک شاخص ترکیبی که متشکل از پنج معیار پیشنهاد شده به وسیله باکر و ورگلر (۲۰۰۶)
بیش اطمینانی مدیران	OC	مستقل	بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری
اندازه شرکت	SIZE	کنترلی	لگاریتم طبیعی مجموع دارایی ها
اهرم مالی	LEV	کنترلی	نسبت مجموع بدهی ها به مجموع دارایی ها
نسبت کیوتوبین	QTOBIN	کنترلی	(مجموع بدهی ها + ارزش بازار حقوق صاحبان سهام) / ارزش دفتری مجموع دارایی ها
نسبت بازده دارایی ها	ROA	کنترلی	نسبت سود خالص به مجموع دارایی ها

متغیر وابسته^۴تمایلات سرمایه گذاران^۵

در ادبیات مالی رفتاری برای اندازه گیری شاخص تمایلات سرمایه گذاران از معیارهای مختلفی استفاده شده است و هنوز هیچ شاخص قطعی و غیرمناقشه برانگیزی وجود ندارد؛ لذا در این پژوهش با توجه به محیط اقتصادی ایران، از یک شاخص ترکیبی که متشکل از پنج معیار پیشنهاد شده به وسیله باکر و ورگلر (۲۰۰۶) شامل میانگین نرخ بازده سهام در اولین روز عرضه عمومی اولیه سهام، حجم معاملات، تعداد معاملات، مازاد سود تقسیمی، نسبت مالکانه سهام و دو معیار کلان اقتصادی شامل نرخ بهره بدون ریسک و شاخص قیمت مصرف کنندگان استفاده شده است تا بتوان تاثیر اقتصاد کلان را نیز کاهش داد. برای اندازه گیری این شاخص از روش تحلیل عاملی استفاده شده است تا بتوان تا عنصر غیرمنطقی این معیارها را با استفاده از روش تجزیه مؤلفه های اصلی استخراج نمود. نحوه اندازه گیری هریک از معیارهای تمایلات سرمایه گذاران در جدول (۳-۳) ارائه شده است.

جدول ۳: معیارهای تمایلات سرمایه گذاران

معیارهای پیشنهادی باکر و ورگلر	
RIPO	نرخ بازده سهام در اولین روزی که عرضه عمومی اولیه سهام صورت گرفته است.
TURN	حجم معاملات (نرخ گردش بازار) انجام شده است که از طریق تقسیم تعداد سهام معامله شده در سال t به کل سهام شرکت مورد نظر تعریف می شود.
NOT	تعداد معاملات انجام شده است که شامل تعداد معاملات یک سهم در بازه سالانه شرکت مورد نظر است.
PDND	مازاد سود تقسیمی است که از لگاریتم ما به التفاوت سودهای تقسیم شده و تقسیم نشده محاسبه می شود.
S	نسبت مالکانه سهام است که معیاری برای اندازه گیری کل فعالیت های مالی است و از تقسیم حقوق صاحبان سهام بر مجموع حقوق صاحبان سهام و بدهی های بلندمدت محاسبه می شود.

^۴Dependent Variable^۵Investors Sentiment

معیارهای کلان اقتصادی	
R _f	نرخ بهره بدون ریسک است که از طریق نرخ سود سپرده های بانکی یک ساله محاسبه می شود.
CPI	شاخص قیمت مصرف کنندگان، که از آن به عنوان معیاری برای اندازه گیری تورم استفاده می شود.

برای اندازه گیری شاخص تمایلات سرمایه گذاران در این پژوهش از روش تحلیل عاملی استفاده می شود. مهمترین مرحله در روش تحلیل عاملی اطمینان از مناسب بودن متغیرها است که بدین منظور از آزمون های KMO و آزمون کرویت بارتلت استفاده نموده ایم (مومنی و قیومی، ۱۳۸۷). پس از بررسی مناسب بودن متغیرها برای انجام تحلیل عاملی، گام دوم در تحلیل عاملی روش استخراج عامل ها و معیار تعیین آنها است. اساسی ترین روش برای استخراج عامل ها روش تجزیه مؤلفه های اصلی است (مومنی و قیومی، ۱۳۸۷).

اگر مقدار آماره آزمون KMO از ۰.۵٪ بیشتر باشد داده ها برای انجام تحلیل عاملی مناسب هستند. همچنین اگر سطح معناداری آزمون کرویت بارتلت کمتر از ۰.۵٪ باشد حاکی از آن است که بین متغیرها همبستگی معناداری وجود دارد. به طور کلی با توجه به نتایج این دو آزمون نشان می دهد نمونه مورد بررسی از کفایت لازم برخوردار هست یا خیر؟ و متغیرهای مناسبی برای انجام تحلیل عاملی انتخاب شده است یا خیر؟ همچنین نتایج حاصل از اجرای تحلیل عاملی به روش مؤلفه اصلی برای عامل اول باید از مقدار ویژه یک بزرگتر باشد.

در ادامه ضرایب هریک از هفت عامل فوق را به صورت رگرسیون خطی بدست می آوریم و مدل رگرسیونی را در برنامه ایپوز ران می کنیم و یک مقدار واحدی برای تمایلات سرمایه گذاران تحت عنوان مقدار باقیمانده حاصل می شود که آن مقدار معرف تمایلات سرمایه گذاران می باشد.

متغیر مستقل^۶

بیش اطمینانی مدیران^۷

متغیر مستقل این پژوهش، اطمینان بیش از حد مدیریت است. نتایج برخی پژوهش ها حاکی از آن است که تصمیم های سرمایه گذاری شرکت ها و بیش اعتمادی مدیریت به یکدیگر مربوط هستند (مالمندیر و تاته، ۲۰۰۵ و ۲۰۰۸؛ و بن دیوید و همکاران، ۲۰۱۰). به بیان دیگر این تصمیم ها شامل اطلاعاتی پیرامون اطمینان بیش از حد مدیریت هستند (کمپل و همکاران، ۲۰۱۱) و می توان از سرمایه گذاری بیش از حد به عنوان شاخصی از بیش اعتمادی مدیریت استفاده نمود. در این پژوهش برای اندازه گیری بیش اطمینانی مدیریت همچون پژوهش های شراند و زچمن (۲۰۱۲)، احمد و دوئل من (۲۰۱۳)، فروغی و نخبه فلاح (۱۳۹۳) و عرب صالحی و هاشمی (۱۳۹۴) از شاخص سرمایه گذاری بیش از حد در دارایی ها استفاده شده است. سرمایه گذاری بیش از حد در دارایی ها از باقیمانده ی مدل رگرسیونی رشد دارایی ها بر رشد فروش بر مبنای سال-صنعت محاسبه می شود. سریع تر بودن رشد دارایی ها نسبت به رشد فروش نشانگر این است که مدیر نسبت به شرکت ها مشابه (متوسط صنعت) سرمایه گذاری بیشتری انجام داده است، بنابراین مثبت بودن باقیمانده ی این الگوی رگرسیونی نشانگر سرمایه گذاری بیش از حد دارایی ها و اطمینان بیش از حد مدیریت است (احمد و دوئل من، ۲۰۱۳). در پژوهش جاری برای کمی سازی بیش اطمینانی مدیران از رابطه زیر استفاده می شود:

^۶Independent Variable

^۷Managerial Overconfidence

$$Invest_{it} = \beta_0 + \beta_1 SaleGrowth_{it} + \varepsilon_{it}$$

$Invest_{it}$ = کل سرمایه گذاری (خالص افزایش در دارایی های مشهود و نامشهود که با کل دارایی های سال قبل مقیاس زدایی شده است) شرکت i در سال t ؛

$SaleGrowth_{it}$ = عبارت است از نرخ تغییرات فروش (تفاضل فروش سال قبل و دو سال قبل که با فروش دو سال قبل مقیاس زدایی شده است) شرکت i در سال t ؛

ε_{it} نشان داده می شود، باقیمانده مثبت نشان دهنده بیش سرمایه گذاری و باقیمانده منفی نشان دهنده کم سرمایه گذاری است.

مدل اول برای فرضیه تحقیق که تاثیر بیش اطمینانی مدیران بر تمایلات سرمایه گذاران را می سنجد، تدوین و نگارش شده است. که این مدل با بهره گیری، بسط و گسترش و بومی کردن (مطابق روش تحقیق داخلی) مدل تحقیق سید زین العابدین و همکاران (۲۰۲۲) بدست آمده است.

$$SEN_{it} = \beta_0 + \beta_1 OC_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 QTOBIN_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

از آنجایی که این پژوهش در پی یافتن رابطه معناداری بین متغیرها در یک جامعه است، بنابراین این پژوهش در زمره پژوهش های همبستگی قرار می گیرد. همچنین، پژوهش حاضر از نوع پس رویدادی است، یعنی بر پایه ی تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته (صورت های مالی شرکت ها) انجام می گیرد و چون می تواند در فرایند استفاده از اطلاعات کاربرد داشته باشد، بنابراین نوعی تحقیق کاربردی است.

جهت تجزیه و تحلیل آماری داده ها و آزمون فرضیه های پژوهش از آمار توصیفی و آمار استنباطی استفاده می شود. در بخش آمار توصیفی، آماره های میانگین، میانه، کمترین مقدار، بیشترین مقدار، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی هر یک از متغیرها ارائه خواهد شد. آمار استنباطی شامل آزمون F لیمبر و آزمون هاسمن (جهت تعیین و انتخاب نوع مدل) و همچنین آزمون نرمال بودن جزء خطا، آزمون همسانی واریانس، آزمون خود همبستگی، آزمون پایایی و در نهایت تخمین مدل رگرسیونی است. متغیرهای این پژوهش با نرم افزار Excel ورژن ۲۰۱۶ محاسبه و سپس تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه های پژوهش، همراه با نتایج آن با توجه به خروجی های بدست آمده از نرم افزار Eviews ورژن ۱۰، انجام گرفت.

یافته های تحقیق

جدول ۴: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
تمایلات سرمایه گذاران	۴/۲۷۵	۱/۹۶۶	۲۶/۱۱۴	-۱۰/۳۱۳	۶/۲۹۰	۱/۱۸۰	۳/۷۸۳
بیش اطمینانی مدیران	۰/۰۰۰۰۲	-۰/۰۰۶	۵/۶۰۴	-۱/۵۰۳	۰/۳۳۹	۸/۱۰۵	۱۲/۹۶۳

اندازه شرکت	۱۴/۶۱۰	۱۴/۴۵۳	۲۰/۱۸۳	۱۱/۱۹۷	۱/۵۰۸	۰/۹۰۳	۴/۶۴۲
اهرم مالی	۰/۵۳۷	۰/۵۵۱	۰/۹۸۶	۰/۰۱۳	۰/۱۹۳	-۰/۳۳۲	۲/۶۱۴
نسبت کیوتوبین	۲/۴۹۷	۱/۶۷۴	۲۰/۷۵۸	۰/۶۹۱	۲/۳۴۹	۳/۸۰۸	۲۱/۹۲۷
نسبت بازده دارایی ها	۰/۱۲۰	۰/۰۹۶	۰/۶۰۳	-۰/۲۹۷	۰/۱۳۳	۰/۶۰۱	۳/۹۵۵

* منبع: یافته های پژوهش

تفسیر آمار توصیفی: در جدول فوق برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها شامل میانگین، میانه، حداقل، حداکثر مشاهده ها به عنوان شاخص های مرکزی و انحراف معیار به عنوان شاخص پراکندگی و ضریب کشیدگی، ضریب چولگی به عنوان شاخص های شکل توزیع ارائه شده است. اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که بیانگر نقطه ی تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده ها است. برای مثال مقدار میانگین متغیر تمایلات سرمایه گذاران برابر با ۴/۲۷۵ است که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه متمرکزند. میانه یکی دیگر از شاخص های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می دهد. همانطور که نتایج نشان می دهد میانه ی متغیر تمایلات سرمایه گذاران برابر با ۱/۹۶۶ است که بیانگر این است که نیمی از داده ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. انحراف معیار یکی از مهم ترین پارامترهای پراکندگی است و معیاری برای میزان پراکندگی مشاهدات از میانگین است؛ مقدار این پارامتر برای متغیر تمایلات سرمایه گذاران برابر با ۶/۲۹۰ است. یکی از شاخص های شکل توزیع چولگی می باشد. که در صورتی که میانگین بیشتر از میانه باشد دارای چولگی مثبت و در صورتی که میانگین کمتر از میانه باشد دارای چولگی منفی می باشد. بیشترین چولگی مربوط به متغیر تحمل ریسک با مقدار ۱۶/۹۳۸ و کمترین چولگی مربوط به متغیر اهرم مالی می باشد. اگر ضریب چولگی منفی باشد توزیع دارای چوله به راست است و در صورتی که ضریب چولگی مثبت باشد توزیع دارای چوله به چپ است. اگر توزیع متقارن باشد ضریب چولگی مساوی صفر خواهد بود. بدیهی است هر چه قدر مطلق ضریب چولگی بیشتر باشد تفاوت جامعه از نظر قرینگی با توزیع متقارن بیشتر است. و در خصوص کشیدگی یکی از پارامترهای مناسب استفاده از مقایسه پراکندگی توزیع جامعه با توزیع نرمال است که اگر کشیدگی بزرگتر از عدد ۳ باشد دارای کشیدگی مثبت و کوچکتر از عدد ۳ دارای کشیدگی منفی می باشد. بیشترین مقدار کشیدگی مربوط به نسبت کیوتوبین با مقدار ۲۱/۹۲۷ و کمترین مقدار کشیدگی مربوط به متغیر اهرم مالی می باشد. آن دسته از توزیع که نسبت به توزیع نرمال از پراکندگی بیشتری برخوردارند یعنی منحنی توزیع نسبت به توزیع نرمال کوتاه تر است دارای توزیع کشیدگی منفی و در صورتی که بلندتر باشد دارای کشیدگی مثبت است.

تخمین مدل

جدول ۵: نتایج حاصل از برآورد الگوی (۱) برای آزمون فرضیه ی پژوهش

$SEN_{it} = \beta_0 + \beta_1 OC_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 QTOBIN_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$					
وابسته (تمایلات سرمایه گذاران)	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری	نتایج
C (عرض از مبدأ)	-۶۷/۳۰۵	۱۴/۹۷۱	-۴/۴۹۵	۰/۰۰۰	
بیش اطمینانی مدیران	۰/۰۷۸	۰/۰۲۸	۲/۷۵۰	۰/۰۰۶	تایید فرضیه اول

اندازه شرکت	۴/۵۱۸	۱/۰۴۵	۴/۳۲۰	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۴/۵۱۷	۱/۱۱۵	-۴/۰۵۰	۰/۰۰۰
نسبت کیوتوبین	۲/۹۶۵	۰/۲۸۹	۱۰/۲۵۲	۰/۰۰۰
نسبت بازده دارایی ها	۸/۹۳۸	۲/۲۸۱	۳/۹۱۷	۰/۰۰۰
AR(1)	۰/۱۳۶	۰/۵۹۲	۰/۲۳۰	۰/۸۱۸
آماره F فیشر (سطح معنی داری)	۱۱/۷۵۹ (۰/۰۰۰)	آماره دوربین واتسون DW		۲/۴۹۲
ضریب تعیین	۰/۸۰۴	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۷۳۵

* منبع: یافته های تحقیق

قبل از آزمون فرضیه ی پژوهش بر اساس نتایج به دست آمده، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل نمود. بدین منظور برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده گردید. با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده (۰/۰۰۰)، می توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است.

با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می توان ادعا نمود، حدود ۸۰ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (تمایلات سرمایه گذاران)، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می شود.

ضریب برآوردی متغیر بیش اطمینانی مدیران جدول بالا نشان دهنده ی رابطه ی معنادار میان بیش اطمینانی مدیران و تمایلات سرمایه گذاران در سطح خطای ۰/۰۵ است؛ زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر پژوهش، کمتر از ۰/۰۵ به دست آمده است؛ بنابراین می توان گفت که ارتباط معنادار بین بیش اطمینانی مدیران و تمایلات سرمایه گذاران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد؛ بنابراین فرضیه اول پژوهش پذیرفته می شود.

ضریب برآوردی متغیر اندازه شرکت جدول بالا نشان دهنده ی رابطه ی معنادار میان اندازه شرکت و تمایلات سرمایه گذاران در سطح خطای ۰/۰۵ است؛ زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر پژوهش، کمتر از ۰/۰۵ به دست آمده است؛ بنابراین می توان گفت که ارتباط معنادار بین اندازه شرکت و تمایلات سرمایه گذاران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر اهرم مالی شرکت جدول بالا نشان دهنده ی رابطه ی معنادار میان اهرم مالی شرکت و تمایلات سرمایه گذاران در سطح خطای ۰/۰۵ است؛ زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر پژوهش، کمتر از ۰/۰۵ به دست آمده است؛ بنابراین می توان گفت که ارتباط معنادار بین اهرم مالی شرکت و تمایلات سرمایه گذاران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر نسبت کیوتوبین شرکت جدول بالا نشان دهنده ی رابطه ی معنادار میان نسبت کیوتوبین شرکت و تمایلات سرمایه گذاران در سطح خطای ۰/۰۵ است؛ زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر پژوهش، کمتر از ۰/۰۵ به دست آمده است؛ بنابراین می توان گفت که ارتباط معنادار بین نسبت کیوتوبین شرکت و تمایلات سرمایه گذاران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر نسبت بازده دارایی ها شرکت جدول بالا نشان دهنده ی رابطه ی معنادار میان نسبت بازده دارایی ها شرکت و تمایلات سرمایه گذاران در سطح خطای ۰/۰۵ است؛ زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر پژوهش، کمتر

از ۰/۰۵ به دست آمده است؛ بنابراین می توان گفت که ارتباط معنادار بین نسبت بازده دارایی ها شرکت و تمایلات سرمایه گذاران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

نتیجه گیری

فرضیه ی تحقیق: بیش اطمینانی مدیران بر تمایلات سرمایه گذاران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مثبت و معناداری دارد.

یافته ها با توجه تحلیل صورت گرفته نشان داد که سطح معناداری به دست آمده برای متغیر بیش اطمینانی مدیران کمتر از ۰/۰۵ می باشد و نتایج نشان می دهد که بیش اطمینانی مدیران بر تمایلات سرمایه گذاران در سطح اطمینان تعیین شده، تأثیر معناداری دارد. با توجه به این که ضریب به دست آمده برای بیش اطمینانی مدیران مثبت است یافته ها نشان می دهند که بیش اطمینانی مدیران بر تمایلات سرمایه گذاران تأثیر مثبت دارد. اعتماد به نفس بیش از حد به عنوان بیش ارزیابی کردن یا دست بالا گرفتن توانایی های یک شخص (مدیران) از نتایج مربوط به وضعیت شخصی خودش تعریف می شود. برای مثال این مدیران زمانی که مهارت های نسبی خودشان را ارزیابی می کنند گرایش به دست بالا گرفتن توانایی هایشان به نسبت میانگین دارند. رفتارهای ادراکی افراد می تواند در سطح جامعه نیز تاثیر گذار باشد به عبارت دیگر می توان اعتماد به نفس مدیران را به عنوان مولفه ای تاثیر گذار در سطح سرمایه گذاری، بازده و ریسک مورد ارزیابی قرار داد. تاثیر بیش اعتمادی مدیران بر تمایلات سرمایه گذاران به صورت شهودی قابل استنباط است. هنگامی که اعتماد به نفس مدیران بالا باشد احساسات بالا و سرمایه گذاران معمولاً خوش بین تر هستند. و تحلیل گران و مشاوران مالی فعال در بورس اوراق بهادار به طور فعال تر تمایل به صدور علایم خرید سهام دارند. لذا بیش اعتمادی باعث تمایلات بالاتر و افزایش برخی خوش بینی ها در قیمت سهام می شود. نتیجه حاصل از این فرضیه با نتایج پژوهش های شیائو و ژو (۲۰۱۷)، فرانسیسکو (۲۰۱۴)، دنیس، ورنر و بوریس (۲۰۰۵) مطابقت دارد.

پیشنهادهای

۱- با توجه به اینکه نتایج پژوهش نشان داد، بیش اعتمادی مدیران تأثیری مثبت بر تمایلات سرمایه گذاران دارد؛ لذا به سرمایه گذاران توصیه می شود که هنگام سرمایه گذاری در بازار سرمایه به شرکت هایی که با بیش سرمایه گذاری یا کم سرمایه گذاری مواجه هستند و این نوع سرمایه گذاری با منابع مالی آنها سازگار نبود توجه جدی نشان داده و تمایل خود را به این نوع شرکت ها نشان ندهند چرا که بیش سرمایه گذاری نشان دهنده این است که هیئت مدیره یا مدیر آن شرکت تمایل به منافع شخصی دارد و تضاد منافع بین مدیریت و سرمایه گذاران وجود دارد بنابراین سرمایه گذار می بایست با احتیاط و آگاهی بیشتر، عمیق تر سرمایه گذاری انجام دهد.

۲- به استفاده کنندگان صورت های مالی پیشنهاد می شود هنگام تجزیه و تحلیل شرکت های حسابرسی شده، به نوع مؤسسات موسسه حسابرسی و مدیران توجه داشته باشند و به سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان پیشنهاد می شود که هنگام سرمایه گذاری و اعطای اعتبار این موضوع توجه نمایند، چرا سود شرکت هایی که توسط مؤسسات دارای اعتبار و دارای مدیران با اعتماد به نفس بالا، حسابرسی شده اند، قابلیت اتکای بالاتری دارند، و اینکه به مالکان توصیه می شود، مدیران را ملزم به انتخاب حسابرسان با کیفیت نمایند، چرا که این موضوع موجب کاهش ریسک می شود.

۳- با توجه به نتایج پژوهش به مدیران توصیه می‌شود، با نظرات بیشتر بر کیفیت حسابرسی و ارائه صورت‌های مالی با کیفیت می‌توانند رفتارهای هیجانی و احساساتی سرمایه‌گذاران را کاهش دهند و باعث تحکیم اعتماد سرمایه‌گذاران و رشد و جذابیت سهام در بازار شوند.

منابع

- حاجی ابراهیمی، م.، اسکندر، ه.، (۱۳۹۸). بررسی تاثیر بیش‌اطمینانی مدیریت بر ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت. فصلنامه علمی پژوهشی‌های تجربی حسابداری. مقاله ۱۴، دوره ۸، شماره ۳، پیاپی ۳۱، صص ۳۴۰-۳۶۵.
- حاجی هاشمی ورنوسفادزانی، م.، عبدلی، م.، (۱۳۹۷). بررسی تاثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر سیاست‌های ریسکی شرکت‌ها. فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، مقاله ۶، دوره ۹، شماره ۳۴، صص ۱۰۵-۱۱۹.
- چاووشی، ک.، رستگار، م.، میرزائی، م.، (۱۳۹۴). بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست‌های تامین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، دوره ۸، شماره ۲۵، صص ۲۹-۴۱.
- فروغی، د.، نخبه فلاح، زه.، (۱۳۹۳). تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه کاری شرطی و غیرشرطی. فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی، شماره ۶ (۱۱)، صص ۲۷-۴۴.
- مشایخ، ش.، بهزادپور، س.، (۱۳۹۳). تاثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی‌های حسابداری حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۴، صص ۴۸۵-۵۰۴.
- یعقوب‌نژاد، ا.، نیکومرام، ه.، معین‌الدین، م.، (۱۳۹۰). ارائه الگویی جهت سنجش سواد مالی دانشجویان ایرانی با استفاده از روش دلفی فازی. مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره هشتم، صص ۱-۲۳.
- Ishikawa H, & Takahashi K. (2010). Overconfident managers and external financing choice. Review of behavioral finance. 2(1): 37-58.
- Chen I Ju, & Lin S. (2012). Will managerial optimism affect the investment efficiency of a firm? 2nd Annual International Conference on Accounting and Finance (AF 2012). Procedia Economics and Finance. 2: pp 73 – 80.
- Fortin A, & Berthelot S. M D & A (2012). Risk Disclosures and Nonprofessional Investors' Perceptions and Investment Decisions. Advances in Accounting Behavioral Research (pp. 1-28).
- Malmendier U, & Tate G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. European Financial Management. 11(5): pp 649-659.
- Lim L K, Soutar N G, & Lee A J. (2013). Factors affecting investment intentions: A consumer behaviour perspective. Journal of Financial Services Marketing, 18(4), Pp. 301-315. Doi: 10.1057/fsm.2013.23.
- Pompian Michel M. (2006). Behavioral Finance and Wealth Management, Translated by: Ahmad Badri. Kayhan Publishing.