

بررسی تاثیر محدودیت مالی بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیر عامل و بازده غیرعادی در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران

رضا جهانشیری^۱، امیر غفوربان شاگردی^۲، محمد سجاد غفوربان شاگردی^۳

^۱ کارشناسی ارشد حسابداری- حسابرسی، دانشکده مدیریت و حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه بین المللی امام رضا(ع)، مشهد، ایران.

^۲ استادیار دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه بین المللی امام رضا (ع)، مشهد، ایران.

^۳ کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی- مدیریت استراتژیک، گروه مدیریت، دانشگاه بین المللی امام رضا (ع)، مشهد، ایران.

نام نویسنده مسئول:

امیر غفوربان شاگردی

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۷/۲

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۹/۴

چکیده

پژوهش حاضر به بررسی تاثیر محدودیت مالی بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیر عامل و بازده غیرعادی در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. این پژوهش از نظر هدف، پژوهشی کاربردی و به لحاظ روش انجام پژوهش، توصیفی- همبستگی می باشد. جامعه آماری پژوهش شامل تمامی شرکت های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران که پس از نمونه گیری، بالغ بر ۱۰۹ شرکت و در یک دوره زمانی ۵ ساله از سال ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۶ است، می باشد. جهت اندازه گیری متغیر بیش اعتمادی مدیر عامل از باقیمانده رگرسیون رشد دارایی کل بر رشد فروش برآورد شده و جهت برازش 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 نرم افزار ایویوز بوده است. نتایج پژوهش نشان می دهد که بین بیش اعتمادی مدیر عامل و بازده غیرعادی رابطه معناداری وجود دارد، همچنین محدودیت مالی بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیر عامل و بازده غیرعادی تاثیر معناداری ندارد.

واژگان کلیدی: محدودیت مالی، بیش اعتمادی مدیر عامل، بازده غیرعادی، بورس اوراق بهادار تهران.

مقدمه

توسعه سرمایه‌گذاری از یک سو موجب جذب سرمایه‌های مردم و هدایت آن‌ها به بخش‌های مولد اقتصادی شده و از سوی دیگر، با توجه به جهت‌گیری سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاری‌ها به سمت صنایعی هدایت خواهد شد که از بازده بیشتر یا ریسک کمتری برخوردار است و این امر در نهایت سبب تخصیص بهینه منابع خواهد شد. با توجه به تحولاتی که در جهان امروز رخ داده، کشورها، به‌ویژه کشورهای در حال توسعه که با تهدیدات عدیده‌ای روبرو هستند، جهت حل مشکلات اقتصادی خود نیازمند یافتن راه‌کارهای مناسبی برای استفاده بهتر از امکانات و ثروت‌های در دسترس خود هستند [۱]. یکی از اقلام حسابداری که در گزارش‌های مالی تهیه و ارائه می‌شود، سود خالص است که کاربردهای متفاوتی دارد. معمولاً سود به‌عنوان عاملی برای تدوین سیاست‌های تقسیم سود و راهنمایی برای سرمایه‌گذاری و تصمیم‌گیری و بالاخره عاملی برای پیش‌بینی به شمار می‌رود [۲]. از سویی دیگر بیش اعتمادی در زندگی روزمره به دفعات اتفاق می‌افتد و به تبع، در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری نیز ردپای آن مشاهده می‌شود. افراد در مورد صحت قضاوتشان بیش اعتمادی داشته و به سختی ممکن است امکان اشتباه در قضاوتشان را در نظر بگیرند. تحلیلگران مالی پس از ارائه گزارش خود به همین علت به سختی از نظر اول خود بازمی‌گردند، حتی زمانی که اطلاعات بیشتری به دست آورده‌اند و اطلاعات جدید قضاوت قبلی آن‌ها را تحت الشعاع قرار می‌دهد [۳]. به عنوان مثال اگر قضاوت فردی در واقع به احتمال ۷۰٪ درست باشد، وی احتمال صحت قضاوتش را بیش از ۹۵٪ می‌داند [۴]. اطمینان بیش از اندازه مدیران این است که آن‌ها تخمین بیش از حدی راجع به جریان‌های نقدی و سودآوری آتی واحدهای تجاری داشته باشند. این امر ممکن است باعث ایجاد سردرگمی در انتخاب روش‌های تأمین مالی توسط مدیران شود؛ به گونه‌ای که مدیران همواره تصور می‌کنند که شرکت‌های آن‌ها کمتر از واقع ارزش گذاری شده‌اند [۵]. در همین راستا مدیریت نقدی برای شرکت‌های با محدودیت مالی دارای اهمیت بالایی است، زیرا ذخایر نقدی این شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا در برابر فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزش آفرین، از خود محافظت کنند [۶]. تحقیقات گسترده‌ای نشان می‌دهد که منابع خارجی و داخلی جایگزین‌های کاملی (برای یکدیگر) نیستند. مایرز و مجلوف (۱۹۸۴) تئوری سلسله مراتبی را ارائه می‌دهند که نشان می‌دهد کارآفرینان در حالیکه اطلاعات درستی درباره شرکت خود را به بازارهای سرمایه‌ای ارائه می‌دهند اما عدم تقارن اطلاعاتی موجب گران تر شدن وجوه خارجی نسبت به سرمایه داخلی می‌شوند. عدم تقارن اطلاعاتی، شرکت‌ها را به لحاظ مالی به منابع داخلی خود برای سرمایه‌گذاری محدود می‌کند. شرکت‌های دارای محدودیت مالی ممکن است از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمندی که نیاز به منابع خارجی دارند، صرف نظر کنند و با مشکلات کمبود سرمایه‌گذاری رو به رو شوند [۷].

با عنایت به توضیحات گفته شده و با توجه به این که تاکنون پژوهش تجربی که به بررسی تاثیر محدودیت مالی بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیر عامل 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 می‌باشیم که آیا بین بیش اعتمادی مدیر عامل و بازده غیرعادی رابطه معناداری وجود دارد؟ و همچنین آیا محدودیت مالی بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیر عامل و بازده غیرعادی تاثیر معناداری دارد؟

مبانی نظری پژوهش

بیش اعتمادی مدیر عامل

بیش اعتمادی (خوش بینی) مدیران ناشی از ارزیابی بیش از حد بازده آتی شرکت از پروژه‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد. بیش اعتمادی در شرایط خاص می‌تواند منافی هم برای شرکت داشته باشد. برخی صاحب‌بنظران معتقدند مدیران با استفاده از اطلاعات ویژه خود درباره عملکرد واحد تجاری، از سود به عنوان ابزاری برای انتقال اطلاعات داخلی به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان استفاده می‌کنند. در نقطه مقابل، و در نگاهی بدبینانه ممکن است مدیران با استفاده از آزادی عمل خود در زمینه گزینش‌های حسابداری در گزارشگری مالی، موجبات گمراهی استفاده‌کنندگان را فراهم آورند [۸]. وجود ویژگی بیش اعتمادی در مدیران بر نحوه شناسایی سود و زیان و مبلغ دفتری داراییها و بدهی‌ها تأثیرگذار است. مدیران بیش اعتماد بازده‌های آینده ناشی از پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت را بیش برآورد می‌کنند. لذا، ممکن است شناسایی زیان را به تأخیر انداخته و برآوردهای خوشبینانه در تعیین ارزش دارایی‌های جاری یا بلندمدت داشته باشند [۹].

بازده غیر عادی

بازده در فرآیند سرمایه‌گذاران نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود [۱۰]. در همین راستا بازار بورس هم برای سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و هم برای عموم مردم به‌عنوان یک ابزار سرمایه‌گذاری در دسترس است.

بازارهای بورس از پارامترهای کلان اقتصادی و غیراقتصادی و بسیاری دیگر از متغیرهای دیگر تأثیر می پذیرد. متعدد بودن عوامل مؤثر بر بازارهای سرمایه و ناشناخته بودن آنها موجب عدم اطمینان درزمینه سرمایه گذاری شده است. بخشی از متغیرهای تأثیرگذار بر بازار سهام ناشی از اطلاعات مالی واحدهای اقتصادی است که از سیستم حسابداری این واحدها استخراج می شود. میزان تأثیر این اطلاعات بسیار پیچیده و تا حدودی ناشناخته است. برای تعیین تأثیر این اطلاعات بر بازده سهام از روش های گوناگونی استفاده شده است. علاوه بر پیش بینی بازده آتی سهام به وسیله داده های تاریخی سری های زمانی، شناسایی شاخص های مهم برای سطح بازده آتی سهام و ایجاد یک الگو نیز یکی از جریانات اصلی در تحقیقات مالی است. در ادبیات مالی این شاخص ها عوامل ریسک نامیده می شوند [۱۱].

محدودیت مالی

از مهم ترین کارکردهای مدیریت مالی تصمیم گیری مالی است هدف از تهیه و ارائه اطلاعات مالی و حسابداری فراهم کردن مبنایی مناسب جهت تصمیم گیری مالی و اقتصادی است. انتخاب راهکار مطلوب مستلزم کسب اطلاعات، پردازش و تجزیه و تحلیل اطلاعات و استنتاج منطقی و مناسب از اطلاعات است که در مدیریت به آن تحلیلگری مالی گفته می شود. تجزیه و تحلیل صورتهای مالی به سهامداران و بستانکاران در ارزیابی شرکت از لحاظ مالی کمک می کند که شرکت در چه وضعی است. سقوط شرکتها نشانه ورشکستگی است و ورشکستگی نشانه عدم پرداخت تعهدات است. شناخت علل پدید آورنده ورشکستگی و درک کامل آن توسط مدیر مالی بسیار ضروری و با اهمیت است چون مدیران مالی با تحلیل گری مالی و تحلیل ساختار سرمایه به عنوان ابزارهای مناسب مدیریت مالی شواهد لازم برای وقوع ورشکستگی را فراهم می کند و می توانند قبل از سقوط شرکت، مدیریت را از آن آگاه و راه حل های پیشگیرانه ارائه نمایند [۱۲].

پیشینه پژوهش

غفوریان شاگردی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی تحت عنوان " بررسی تاثیر فرصت رشد شرکت بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیر عامل و بازده غیرعادی در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران " پرداختند و به این نتیجه رسیدند که بین بیش اعتمادی مدیر عامل و بازده غیرعادی رابطه معناداری وجود دارد، همچنین فرصت رشد شرکت بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیر عامل و بازده غیرعادی تاثیر معناداری دارد [۱۳]. هادیان و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی تحت عنوان " ارزیابی تاثیر عامل محدودیت مالی بر توان تبیین بازده سهام توسط مدل های سه عاملی فاما و فرنچ، چهار عاملی کارهارت و پنج عاملی فاما و فرنچ " پرداختند و به این نتیجه رسیدند که بازده سهام شرکت های دارای محدودیت مالی با هم حرکت می کنند [۱۴]. زینلی و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی تحت عنوان " بررسی اثر محدودیت مالی بر رابطه بین بازده غیر عادی سهام و نوسانات جریان وجوه نقد " پرداختند و به این نتیجه رسیدند که بین نوسانات جریان وجوه نقد عملیاتی و بازده غیرعادی سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین نتایج نشان میدهد که در شرکت های دارای محدودیت های مالی، رابطه بین نوسانات جریان وجوه نقد عملیاتی و بازده غیرعادی سهام، شدیدتر است [۱۵]. امیری منصور (۱۳۸۶) در پژوهشی تحت عنوان " بررسی رابطه بین محدودیت های مالی و بازده سهام در بازار سرمایه ایران " پرداخت و به این نتیجه رسید که پژوهش، شواهدی دال بر ارتباط بین محدودیت مالی به عنوان متغیر وابسته و بازده سهام یافت شد، اما شواهدی دال بر ارتباط بین سطوح مختلف محدودیت های مالی و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، یافت نگردید [۱۶]. نیهات و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی تحت عنوان " بیش اعتمادی مدیر عامل و ارزش دارایی های نقدی شرکتی " قرار دادند. یافته ها نشان داد که هنگامی که شرکت ها توسط مدیران عامل بیش اعتماد مدیریت می شوند، دارایی های نقدی از ارزش بیشتری برخوردار است. همچنین در میان شرکت هایی که از فرصت های رشد بالایی برخوردار هستند، تأثیر مثبت بیش اعتمادی مدیر عامل بر ارزش دارایی های نقدی افزایش می یابد [۱۷]. بالمیر و وایتند (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان " آیا محدودیت مالی قیمت گذاری می شود؟ شواهدی از رویکرد متنی " پرداختند و به این نتیجه رسیدند که شرکت های دارای محدودیت مالی نسبت به سایر شرکت ها بازده بالاتری کسب می نمایند [۱۸]. دنیس و سیلیکوف (۲۰۱۰) در پژوهش خود تحت عنوان محدودیت های مالی، سرمایه گذاری، و ارزش صندوق های نقدی به تحلیل موضوع در ۶۰۰۵۶ سال-شرکت مشاهده طی سال های ۱۹۸۵ تا ۲۰۰۲ در ایالات متحده پرداختند. نتایج آن ها نشان داد که دارایی های نقدی با سطوح بالاتری از سرمایه گذاری برای شرکت های با محدودیت مالی با نیازهای هجومی بالا مرتبط است و ارتباط بین سرمایه گذاری و ارزش برای شرکت های محدود، قوی تر از شرکت های بدون محدودیت است [۱۹].

فرضیه های پژوهش

در نهایت و با توجه به مبانی نظری و تحقیقاتی که در فوق به آن اشاره شده است، بنابراین فرضیه های پژوهش به شرح ذیل می باشد:
 فرضیه اول: بین بیش اعتمادی مدیر عامل و بازده غیرعادی رابطه معناداری وجود دارد.
 فرضیه دوم: محدودیت مالی بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیر عامل 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 (۲۰۱۸) از مدل رگرسیونی ذیل استفاده شده است:

مدل آزمون فرضیه های اول و دوم:

$$R_{it} - R_{it} = \beta_0 + \beta_1 OVC_{it} + \beta_2 \text{Financial Constraint}_{it} + \beta_3 OVC_{it} * \text{Financial Constraint}_{it} + \beta_4 \Delta E_{it} / M_{it-1} + \beta_5 \Delta NA_{it} / M_{it-1} + \beta_6 \Delta R\&D_{it} / M_{it-1} + \beta_7 \Delta I_{it} / M_{it-1} + \beta_8 \Delta D_{it} / M_{it-1} + \beta_9 NF_{it} / M_{it-1} + \beta_{10} C_{it-1} / M_{it-1} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

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.

متغیر مستقل

بیش اعتمادی مدیر عامل (OVC_{it})

متغیر مستقل این پژوهش، بیش اعتمادی مدیر عامل می باشد که به پیروی از شراند و زچمن (۲۰۱۱) این شاخص میزان سرمایه گذاریهای 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 [۲۰].

$$\text{Asset.Gr}_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \times \text{Sale.Gr}_{j,t} + \varepsilon_j \quad (2)$$

که در آن:

$\text{Asset.Gr}_{j,t}$ رشد دارایی ها: که به صورت نسبت $\frac{\text{assets}}{\text{assets}_{it-1}}$ اندازه گیری می شود.
 $\text{Sale.Gr}_{j,t}$ رشد فروش: که به صورت نسبت $\frac{\text{sales}}{\text{sales}_{it-1}}$ اندازه گیری می شود.
 ε_j : باقی مانده مدل میباشد.

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 سهم یا سهام جایزه به دارنده سهم تعلق می گیرد [۲۱].

$$\text{حق تقدم سهام} + \text{سود تقسیمی} + \text{پایه قیمت} - \text{روز قیمت} \\
\text{بازده هر سهم} = \frac{\text{حق تقدم سهام} + \text{سود تقسیمی} + \text{پایه قیمت} - \text{روز قیمت}}{\text{پایه قیمت}} * 100 \quad (3)$$

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 [۲۲].

$$R = r_f + B_i (r_m - r_f) \quad (4)$$

که در آن:

r_f = بازده بدون ریسک یک دارایی میباشد.

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

$$B = \frac{\text{COV}(r_i, r_m)}{\sigma_{r_m}^2} \quad (5)$$

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.

۱. متغیر تعدیل گر

محدودیت مالی $(\text{Financial Constraint}_{it})$

تهرانی و حصار زاده در سال (۱۳۸۸) مدل کاپلان و زینگلاس را با توجه به مختصات ایران ارائه نمودند که به صورت رابطه زیر می باشد:

$$\text{KZ}_{IR} = 17.33 - 37.486 \left(\frac{C_{it}}{\text{Total assets}_{i,t-1}} \right) - 15.21 \left(\frac{\text{Div}_{it}}{\text{Total assets}_{i,t-1}} \right) + 3.39 \left(\frac{\text{lev}_{it}}{\text{Total assets}_{i,t-1}} \right) - 1.402(\text{MTBit}) \quad (6)$$

که در آن:

C : موجودی وجه نقد میباشد.

Div : سود سهام پرداختنی میباشد.

Lev : اهرم مالی برابر است با نسبت بدهی به وجه نقد میباشد.

MTB : برابر است با مجموع ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت میباشد.

مطابق جدول (۱) شرکتهایی که مقدار شاخص محاسبه شده کاپلان-زینگالس (به روش فوق) آنها از در پنجک چهارم و پنجم باشند عدد یک و به عنوان شرکت های دارای محدودیت مالی شناخته می شوند و شرکت هایی که مقدار شاخص محاسبه شده آن ها در پنجک اول، دوم و سوم باشد بدون محدودیت مالی و عدد صفر به آن ها تعلق می گیرد.

جدول (۱) - نحوه برازش متغیر محدودیت مالی

پنجک اول	پنجک دوم	پنجک سوم	پنجک چهارم	پنجک پنجم	احتمال محدودیت مالی
صفر تا ۰/۲۰	۰/۲۰ تا ۰/۴۰	۰/۴۰ تا ۰/۶۰	۰/۶۰ تا ۰/۸۰	۰/۸۰ تا ۰/۱۰۰*	
* شرکت های دارای محدودیت مالی					

متغیرهای کنترلی

- $\frac{\Delta E}{M_{it-1}}$: تغییر درآمد (همگن شده با ارزش بازار) نسبت به سال قبل میباشد [۱۷].
 - $\frac{\Delta NA}{M_{it-1}}$: تغییر در خالص دارایی ها (کل دارایی ها منهای نقدینگی همگن شده با ارزش بازار) نسبت به سال قبل میباشد [۱۷].
 - $\frac{\Delta I}{M_{it-1}}$: تغییر هزینه بهره (همگن شده با ارزش بازار) نسبت به سال قبل میباشد [۱۷].
 - $\frac{\Delta D}{M_{it-1}}$: تغییر سود تقسیمی (همگن شده با ارزش بازار) نسبت به سال قبل میباشد [۱۷].
 - $\frac{M_{it-1}}{CT-1}$: مجموع نقدینگی سال قبل شرکت (همگن شده با ارزش بازار) میباشد [۱۷].
 - $\frac{\Delta R\&D}{M_{it-1}}$: تغییر هزینه های تحقیق و توسعه (همگن شده با ارزش بازار) نسبت به سال قبل میباشد [۱۷].
 - $NF = \frac{Debt + \Delta Equity}{M_{it-1}}$: خالص تامین مالی برابر است با جمع تغییرات حقوق صاحبان سهام و تغییرات بدهی ها میباشد [۱۷].
- : باقی مانده مدل میباشد.

یافته های 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 داده ها با استفاده از شاخص های مرکزی هم چون میانگین و شاخص های پراکندگی هم چون انحراف معیار، و همچنین حداقل و حداکثر انجام پذیرفته است. آمار توصیفی پژوهش نیز به شرح جدول (۲) میباشد:

جدول (۲) - آماره های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
بازده غیر عادی	۰/۱۸	-۰/۰۸	۷/۶۲	-۳/۳۵	۱/۱۴
بیش اعتمادی مدیر عامل	۰/۰۰۰۱	-۰/۰۹	۱۰/۳۱	-۰/۹۱	۰/۶۶
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

عنوان متغیر کیفی	تعداد	درصد
دارای محدودیت مالی	۲۱۸	۴۰
فاقد محدودیت مالی	۳۲۷	۶۰

اصلی ترین شاخص مرکزی میانگین است که بیانگر نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده ها 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 (۲) میانگین متغیر بیش اعتمادی مدیر عامل معادل ۰/۰۰۰۰۱ می باشد که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند، و انحراف معیار آن معادل ۰/۶۶ است. به عبارت دیگر، مقدار انحراف معیار نشان می دهد، متوسط میزان پراکندگی مقادیر بیش اعتمادی مدیر عامل حول میانگین برابر ۰/۶۶ است.

آمار استنباطی

آزمون چاو (F لیمر) و آزمون هاسمن

نتایج حاصل از آزمون چاو جهت انتخاب الگوی مناسب تخمین مدل پژوهش در جدول (۳) آمده است.

جدول (۳) - آزمون F لیمر برای تعیین روش پانل یا پولینگ

F آماره	مقدار احتمال	نتیجه آزمون
۱/۲۲	۰/۰۷	مدل پولینگ

همانطور که در جدول (۳) مشاهده می شود و با توجه به نتایج آزمون چاو و P-Value آن (۰/۰۷) برای مدل فرضیه های پژوهش فرضیه آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد نشده و بیان گر این است که می توان از روش داده های پولینگ استفاده نمود لذا نیازی به آزمون هاسمن برای انتخاب بهترین روش تخمین از میان روش های اثرات ثابت و اثرات تصادفی نمی باشد.

تجزیه و تحلیل نتایج فرضیات پژوهش

با توجه به نتایج جدول (۴) مشاهده می شود که آماره F دارای مقدار ۲۵/۸۶ و معناداری آن نیز کمتر از ۰/۰۵ است. در نتیجه کلیت مدل رگرسیون پذیرفته می شود؛ 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 (۴)، ارائه شده است:

جدول (۴) - نتایج حاصل از تخمین مدل پژوهش

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	T آماره	احتمال
عرض از مبدا	-۱/۰۶	۰/۲۱	-۴/۹۶	۰/۰۰۰
بیش اعتمادی مدیر عامل	-۱/۰۲	۰/۲۳	-۴/۳۴	۰/۰۰۰
محدودیت مالی	-۰/۰۳	۰/۰۲	-۱/۴۰	۰/۱۶
بیش اعتمادی* محدودیت مالی	۰/۰۲	۰/۰۱	۱/۴۳	۰/۱۵
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

۰/۴۰		ضریب تعیین
۰/۳۹		ضریب تعیین تعدیل شده
۲۵/۸۶		F آماره
۰/۰۰۰		سطح احتمال
۲/۰۹		آماره دوربین واتسون

با توجه به نتایج بدست آمده در جدول شماره (۴) 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 میباشد، 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 میباشد، می توان بیان کرد که متغیر های 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 بیش اعتمادی مدیر عامل و بازده غیر عادی سهام رابطه معنی داری وجود دارد. همانطور که در تحلیل های رگرسیونی مشاهده شد سطح معنا داری متغیر بیش اعتمادی مدیر عامل در مدل پژوهش کمتر از ۵٪ است، بنابراین ضریب متغیر بیش اعتمادی مدیر عامل معنادار می باشد، بدین معنی که بین بیش اعتمادی مدیر عامل و بازده غیر عادی سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد و در نتیجه فرضیه اول پژوهش تایید می شود. در تبیین نتایج حاصل از این فرضیه می توان به این مسئله اشاره نمود که خوشبینی سبب می شود، انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک ها را کمتر از حد تخمین زده و احساس کند مسائل و رویدادها کنترل میشود. این موارد به وجود سطح مطلوبی از اعتماد به نفس نزد مدیریت اشاره دارد، اما درعین حال فراتر از این حد مطلوب اعتماد به نفس منجر به سرمایه گذاری ناکارآمد می شود و موجب کاهش بازده سهام می گردد. از سوی دیگر در ادبیات مالی، یک مدیر فرا اعتمادی مدیری است که به طور سیستماتیک بازده آینده ی 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 می زند. خوش بینی مدیر نیز می تواند عاملی برای افزایش اطمینان بیش از حد باشد؛ زیرا باعث می شود مدیر قابلیت های خود و یا شرکت را برای رسیدن به اهداف ، بیش از واقع در نظر بگیرد و احتمالاً منجر به افزایش بازده شود. نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج پژوهش غفوریان شاگردی و همکاران (۱۳۹۸) [۱۳]، و نیهات و همکاران (۲۰۱۸) [۱۷]، در یک راستا میباشد.

فرضیه دوم پژوهش بیان می کرد، محدودیت مالی بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیر عامل و بازده غیر عادی سهام تأثیر معنی داری دارد. همانطور که در تحلیل های رگرسیونی مشاهده شد سطح معنا داری اثر تعاملی در مدل پژوهش بیشتر از ۵٪ است، بنابراین ضریب متغیر اثر تعاملی معنادار نمی باشد، بدین معنی که محدودیت مالی بر رابطه بیش اعتمادی مدیر عامل و بازده غیر عادی سهام تأثیر معناداری ندارد و در نتیجه فرضیه دوم پژوهش رد می شود. در تبیین نتایج حاصل از این فرضیه می توان به این مسئله اشاره نمود که زمانی که شرکت با محدودیت مالی روبرو است اگر شرکتی تصمیم به تامین مالی هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه گذاری صحیحی با آن انجام شود. چرا که ممکن است منجر به ناکارایی سرمایه گذاری شود. لذا تصمیم مدیران بیش اعتماد برای سرمایه گذاری بیش از حد کاهش می یابد. به دلیل اینکه بازار سرمایه از کارایی لازم برخوردار نیست و در شرایط محدودیت مالی، به منظور اجتناب از هزینه های بالای تامین مالی خارجی، پروژه های سرمایه گذاری خوب را رد می شود و در نهایت منجر به کاهش بازده گردد. از سوی دیگر با نگر داشت وجه نقد در شرایط محدودیت مالی، حساسیت های سرمایه گذاری بالا رفته و این امکان وجود دارد که برخی مدیران اقدام به سرمایه گذاری کارآمد کنند. نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج پژوهش هادیان و همکاران (۱۳۹۶) [۱۴]، و زینلی و همکاران (۱۳۹۷) [۱۵]، و امیری منصور (۱۳۸۶) [۱۶]، و نیهات و همکاران (۲۰۱۸) [۱۷]، در یک راستا نمیباشد.

پیشنهادها

با توجه به عدم تاثیر گذاری محدودیت مالی بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیر عامل و بازده غیر عادی سهام لذا به سهامداران پیشنهاد می گردد در هنگامی که قصد گرفتن تصمیم های مهم سرمایه گذاری را دارند بر اساس سایر عوامل و شاخص ها که می توانند در این زمینه نقش داشته باشند را در نظر بگیرند. همچنین به پژوهشگران جهت پژوهش های آتی نیز توصیه می گردد که به بررسی نقش بیش اعتمادی مدیران بر رابطه بین محدودیت مالی و مازاد بازده سهام در شرکت های سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بپردازند.

منابع و مراجع

- [۱] خواجهی، شکرالله، ناظمی، امین. (۱۳۸۴). بررسی ارتباط بین کیفیت سود و بازده سهام با تاکید بر نقش ارقام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله بررسیهای حسابداری و حسابرسی*، سال دوازدهم، شماره ۴۰، ۳۷-۶۰.
- [۲] خوش طینت، محسن، اسماعیلی، شاهپور. (۱۳۸۵). بررسی رابطه بین سود و بازده سهام. *فصلنامه مطالعات حسابداری*، شماره ۱۲ و ۱۳.
- [۳] جهانشیری، رضا. (۱۳۹۷). بررسی تاثیر بیش اعتمادی مدیر عامل بر بازده غیرعادی شرکت با در نظر گرفتن محدودیت مالی و فرصت رشد شرکت. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابرسی. دانشگاه بین المللی امام رضا (ع). دانشکده مدیریت و حسابداری.
- [۴] سعیدی، علی، فرهنگیان، سید محمد جواد. (۱۳۹۰). رفتار توده وار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. *بورس اوراق بهادار*، دوره ۴، شماره ۱۶، ۱۷۵-۱۹۸.
- [۵] بدری، احمد، قهرمانی، محمد امین. (۱۳۹۱). هموارسازی سود و هزینه حقوق مالکانه: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۹(۳۵)، ۲۳-۴۷.
- [۶] رامشه، منیژه، ملا نظری، مهناز. (۱۳۹۳). بیش اطمینانی مدیریت و محافظه کاری حسابداری. *دانش حسابداری*، دوره ۵، شماره ۱۶، ۵۵-۷۹.
- [۷] کرمی، غلامرضا، کامران، تاجیک، مرادی، محمد تقی. (۱۳۸۵). بررسی رابطه بین کیفیت سود و افزایش سرمایه از محل مطالبات سهامداران در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، ۷۱-۸۴.
- [۸] یزدان پناه، فریبا. (۱۳۹۳). بررسی تحلیلی فاکتورهای مؤثر بر بحران های مالی شرکت های تعاونی استان کهگیلویه و بویر احمد. پایان نامه برای دریافت درجه کارشناسی ارشد.
- [۹] غفوریان شاگردی، امیر، جهانشیری، رضا، غفوریان شاگردی، محمد سجاد، نقوی، محمد، جعفر. (۱۳۹۸). بررسی تاثیر فرصت رشد شرکت بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیر عامل و بازده غیرعادی در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، ۳(۲۰)، ۱-۱۴.
- [۱۰] هادیان، ریحانه، هاشمی، سید عباس، صمدی، سعید. (۱۳۹۶). ارزیابی تاثیر عامل محدودیت مالی بر توان تبیین بازده سهام توسط مدل های سه عاملی فاما و فرنچ، چهار عاملی کارهارت و پنج عاملی فاما و فرنچ. *فصلنامه حسابداری مالی*، شماره ۳۴، ۱-۳۴.
- [۱۱] زینلی، حدیث؛ امیرحسین تایی و لاله شهیدی زرنندی. (۱۳۹۷). بررسی اثر محدودیت مالی بر رابطه بین بازده غیر عادی سهام و نوسانات جریان وجوه نقد، سومین کنفرانس بین المللی مدیریت، حسابداری و حسابرسی پویا، تهران، دانشگاه صالحان.
- [۱۲] امیری منصور، کنعانی. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین محدودیت های مالی و بازده سهام در بازار سرمایه ایران. *مجله دانشور رفتار*، دوره ۱۴، شماره ۲۶، ۱۷-۳۰.
- [۱۳] بشکوه، مهدی، کشاورز، فاطمه. (۱۳۹۷). بررسی رابطه فرا اطمینانی مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام در صنایع. *راهبرد مدیریت مالی*، سال ششم، شماره بیست و یکم، ۱۸۳-۲۰۸.
- [۱۴] ودیعی، محمد حسین، حسینی، سید محمد. (۱۳۹۱). رابطه معیارهای ارزیابی عملکرد و بازده غیر عادی سهام. *پژوهش های تجربی حسابداری*، شماره ۴، ۷۳-۸۷.
- [۱۵] نظری، حمید، دارایی، محسن. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین معیارهای سودآوری، بازده مورد انتظار با کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابرسی*، سال هفدهم، شماره ۱۶، ۳۰۸-۲۸۳.
- [16] Ishikawa, M & Takahashi, H;. (2010). "Overconfident Managers and External Financing Choice". *Review of Behavioral Finance*, 2, 37-58.
- [17] Mun, S.G; Jang, S;. (2015). Working capital, cash holding, and profitability of restaurant firms. *Int. J. Hosp. Manage.* 48 <http://dx.doi.org/10.1016/j.ijhm.2015.04.003>, 1-11.

- [18] Dogru, Tarik; Turk, Ercan Sirakaya;. (2017). The value of cash holdings in hotel firms. *International Journal of Hospitality Management*, 65, 20-28.
- [19] Fama, E. F. and French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*. Vol. 47, No. 2,, pp. 427-465.
- [20] 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>
- [21] Buehlmaier, M, M, T. Whited. (2017). Are financial constraints priced? Evidence from textual analysis. Simon school working paper.
- [22] Denis, D.J; Sibilkov, V;. (2009). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *Rev. Financ. Stud.* 23 (1), 247-269.