

رابطه بین بیش اعتمادی مدیران و ارزش شرکت با در نظر گرفتن نقش بورسی یا فرابورسی بودن شرکت ها

معصومه بابائی^۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۲/۱۰ تاریخ چاپ: ۱۴۰۴/۰۵/۱۸

چکیده

در جوامع اقتصادی امروزی، تعیین ارزش شرکت از جمله عوامل مهم در فرایند سرمایه گذاری است. ارزش هر شرکت با توجه به ارزش سهام آن قابل تعیین است. از این رو، سرمایه گذار با توجه به ارزش شرکت، اولویت خود را در سرمایه گذاری مشخص می کند در پژوهش های روان شناختی، بیش اعتمادی که با دلایل شناختی و روانی و انگیزشی همراه است و به صورت یک فن آوری هوشمند و تعصبات نادرست ناشی از پردازش شناختی توضیح داده می شود. هدف اصلی این پژوهش بررسی رابطه بین بیش اعتمادی مدیران و ارزش شرکت با در نظر گرفتن نقش بورسی یا فرابورسی بودن شرکت ها می باشد. روش تحقیق از نوع توصیفی، همبستگی (رگرسیون چندگانه) می باشد. با در نظر گرفتن ۱۰۷ شرکت به عنوان نمونه آماری تحقیق باروش نمونه گیری تصادفی ساده، که از سال ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۲ از بین تمامی شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران که جامعه آماری تحقیق می باشد، پس از گردآوری اطلاعات مربوط به هر یک از متغیرها از طریق سایت سازمان بورس و همچنین نرم افزار رهاورد نوین، محاسبات ابتدایی مربوط به متغیرها در نرم افزار اکسل انجام شده و سپس جهت انجام آزمون های آماری مربوطه وارد نرم افزار SPSS می شود و در پایان به نتیجه رسیدیم که فرضیه تحقیق مبنی بر وجود رابطه منفی آماری بین ارزش شرکت و میزان بیش اعتمادی مدیران با خطای نوع اول ۵ درصد، تایید شد و همچنین با مقایسه شرکت های بورسی و فرابورسی دریافتیم که این رابطه در شرکت های بورسی قوی تر از شرکت های فرابورسی است.

واژگان کلیدی

اعتماد مدیران، بیش اعتمادی، اعتماد مطلوب، ارزش شرکت.

^۱ دانش آموخته کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات زنجان، زنجان، ایران. (Masomeh.babaei1@gmail.com)

۱- مقدمه

تعیین ارزش شرکت از جمله عوامل مهم در فرایند سرمایه‌گذاری است. و در این میان سرمایه‌گذاران نهادی یکی از گروه‌های اصلی فعال در بازار هستند که می‌توانند از طریق انجام معاملات عمده، آثار شگرفی بر سمت و سوی حرکت بازار داشته باشند. به علاوه ساختار منسجم سازمانی و شبکه پیچیده مالکانه آن‌ها، تمایز این گروه را بیشتر می‌نمایاند. آنان به نیابت از گستره وسیعی از مالکان و با اتکا به توان تحلیل بالای خود، تصمیمات آگاهانه‌تر و منطقی‌تری (در مقایسه با سرمایه‌گذاران ناآگاه) اتخاذ نموده، روند بهبود کارآیی بازار را تسریع می‌نمایند و عملکرد تخصیص منابع توسط بازار را بهبود می‌بخشند. از سوی دیگر، این سرمایه‌گذاران با نظارت بر عملکرد شرکت‌های زیر مجموعه و مشارکت در سیاست‌گذاری‌های کلان شرکت‌ها بهبود بازدهی و ارتقای رفاه عمومی را به ارمغان می‌آورند (مکرمی، ۱۳۹۰). همچنین، از جمله عوامل دیگری که می‌تواند بر روی ارزش شرکت تاثیر بگذارد، بورسی و فرابورسی بودن شرکت‌ها خواهد بود. اکثر مدیرانی که دارای اعتماد به نفس بالا هستند، نسبت به تصمیمات خود و نتایج آن‌ها علی‌الخصوص در زمینه تصمیمات سرمایه‌گذاری بسیار خوش‌بین هستند. این مدیران به دلیل خوش‌بینی بیش از حد، ممکن است جریان‌های نقدی حاصل از پروژه‌ها را اشتباهاً بسیار مطلوب پیش‌بینی کرده و از این رو، بسیاری از پروژه‌ها را بالاتر از ارزش واقعی‌شان ارزش‌گذاری کنند. از طرف دیگر، آن‌ها اعتقاد دارند که بازار شرکت آنان را کمتر از واقع ارزش‌گذاری می‌کند و باعث می‌شود تامین مالی خارجی پرهزینه باشد. به همین دلیل، در صورتی که شرکت دارای منابع داخلی باشد، ممکن است مدیرانی با اعتماد به نفس بیش از حد، تمایل بیشتری به بیش سرمایه‌گذاری از خود نشان دهند، اما در صورتی که تامین مالی پروژه‌ها نیازمند منابع خارجی باشد، ممکن است سرمایه‌گذاری کمی صورت گیرد (عرب صالحی و همکاران، ۱۳۹۳). در پژوهش‌های روان‌شناختی، بیش اعتمادی که با دلایل شناختی و روانی و انگیزشی همراه است و به صورت یک فن‌آوری هوشمند و تعصبات نادرست ناشی از پردازش شناختی توضیح داده می‌شود. گرایش به بیش اعتمادی بعنوان یک برآورد بیش از حد دقیق و درست یا یک پیش‌بینی تعریف شده است. (باروس و سیلویرا ۲۰۰۷) مالمندی‌یر و تاته (۲۰۰۵) مدیران دارای اعتماد بیش از حد را تحت عنوان مدیرانی تعریف می‌کنند که بازده‌های آتی ناشی از پروژه‌های شرکت را بیش از حد برآورد می‌کنند. توجه به بازار و مبانی اساسی تصمیم‌گیری در آن ضروری است. مسلماً هدف سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در هر شرکت کسب بازدهی متناسب با سرمایه‌گذاریشان است. اگر شرکت در ایجاد ارزش موفق باشد نه تنها سرمایه‌گذاران و افراد داخلی شرکت‌ها بلکه در سطح وسیعتر جامعه از ایجاد ارزش بهره‌مند خواهد شد (حقیقی و دیگران، ۱۳۹۲). لذا، ارزش شرکت یکی از مهمترین معیارهای ارزیابی میزان توسعه یا پیشرفت شرکت‌ها محسوب می‌شود. تا کنون، تحقیقات زیادی درباره عوامل تاثیرگذار بر روی ارزش شرکت‌ها انجام شده است. اما مطالعه کمی درباره رابطه بین ارزش و بیش اعتمادی مدیران انجام شده است. بیش‌اطمینانی یا اعتماد به نفس بیش از حد، یکی از مهمترین مفاهیم مالی مدرن است که هم در تئوری‌های مالی و هم روان‌شناسی جایگاه ویژه‌ای دارد. بیش‌اطمینانی سبب می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک‌ها را کمتر از حد تخمین زده، احساس کند روی مسایل و رویدادها کنترل دارد، در حالی که ممکن است در واقع، این گونه نباشد (رامشه و ملانظری، ۱۳۹۳). لذا با توجه به مطالب گفته شده سوال اصلی تحقیق حاضر این می‌باشد، که آیا بین بیش اعتمادی مدیران و ارزش شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار وجود دارد؟ یا خیر؟. همچنین، یکی دیگر از سوال تحقیق این می‌باشد که آیا نوع بورسی یا فرابورسی بودن، بر رابطه بین بیش اعتمادی مدیران و ارزش شرکت‌ها اثر گذار می‌باشد؟ یا خیر؟

۲- مبانی نظری

فیرچیلد در مورد بیش اعتمادی مدیران بیان می کند که یک مدیر با اعتماد به نفس بیش از حد، توانایی های خود را بیش از حد واقع، و محدودیت های مالی را کمتر از واقع در نظر می گیرد (عرب صالحی و همکاران، ۱۳۹۳). همچنین، اعتماد به نفس بیش از حد، یک ویژگی شخصیتی است که می تواند بصورت اریب رفتاری و داشتن اعتقادات غیرواقعی (مثبت) در رابطه با هر یک از جنبه های یک پیشامد در شرایط عدم اطمینان تعریف شود. در مورد ارزش بازار شرکت چندین تعریف عملیاتی وجود دارد. در این پژوهش از شاخص Q توین استفاده خواهد شد، نسبت Q توین از جمله شاخص هایی می باشد که اولین بار توسط جیمز توین (۱۹۶۹) برنده جایزه نوبل اقتصاد، به منظور اندازه گیری ارزش شرکت ها مطرح گردید. در حال حاضر در مباحث مدیریت مالی و سرمایه گذاری از اشکال مختلف این شاخص برای اندازه گیری ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار استفاده می گردد. یک Q پایین (بین صفر و یک) بدین معناست که بهای تمام شده جایگزینی دارایی های موسسه بیشتر از ارزش سهام بوده و در واقع سهام از ارزش گذاری کمتری برخوردار است. بر عکس یک Q بالا (بزرگتر از یک) نشان دهنده آن است که سهام موسسه دارای ارزش بیشتری نسبت به بهای تمام شده جایگزینی دارایی ها بوده و از ارزش گذاری بالاتری برخوردار می باشد. در بیشتر مطالعات انجام شده به لحاظ دشواری محاسبات مربوط به صورت و مخرج کسر یاد شده، از مدل ساده آن استفاده می شود در مدل ساده شده Q توین، برابر با نسبت مجموع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری بدهی شرکت بر ارزش دفتری دارایی های شرکت می باشد (محمدی و همکاران، ۱۳۸۸). مالکیت متمرکز در مورد مجموع درصد تملک سهامدارانی که حداقل پنج درصد سهام شرکت را در اختیار دارند صحبت میکند (آقایی و چالاکی، ۱۳۸۸). درصد سهام آزاد شناور^۳ تعداد سهامی است که انتظار می رود در آینده نزدیک قابل معامله باشد یعنی در مالکیت دارندگانی است که آماده اند در صورت پیشنهاد قیمت مناسب از طرف دیگران، آن را برای فروش ارائه کنند. در حقیقت به درصد سهامی گفته می شود که در اختیار سهامدار عمده نباشد (شهبازی، ۱۳۸۸).

۳- پیشینه تحقیق

در جدول شماره ۱ خلاصه نتایج تحقیق صورت گرفته در زمینه موضوع تحقیق ارائه شده است:

جدول ۱. پیشینه تحقیق

محقق	سال	موضوع	نتیجه
بولو و حسنی القار	۱۳۹۴	تاثیر بیش اعتمادی بر هموارسازی سود	بین بیش اعتمادی و هموارسازی رابطه مثبت وجود دارد.
فروغی و نخبه فلاح	۱۳۹۳	رابطه بین بیش اعتمادی مدیریت و محافظه کاری مشروط و غیرمشروط	اطمینان بیش از حد در مدیران ارشد، سبب کاهش محافظه کاری در فرآیند گزارشگری مالی می شود.
توماک	۲۰۱۳	اثر اعتماد بیش از حد بر روی ساختار سرمایه	رابطه بین اعتماد و اهرم مالی مبهم است.
زهانگ و گوالیانگ	۲۰۱۴	قدرت مدیریت، ساختار سرمایه و ارزش شرکت	بیان کردند که ساختار سرمایه شرکت هایی که قدرت مدیریت آنها قوی تر است بیشتر از نقطه (میزان) بهینه منحرف می شوند.
لی و لانگ	۲۰۱۴	بیش اعتمادی مدیران ارشد، کنترل گرنهایی و ارزش شرکت	بیان کردند که اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد اثر منفی معنادار بر روی ارزش شرکت دارد، و این تاثیر زمانی افزایش پیدا می کند که شرکت بوسیله دولت کنترل شده باشد. همچنین آن ها نشان دادند که اعتماد به نفس مناسب مدیران ارشد تاثیر مثبت معنادار بر روی ارزش شرکت دارند، اما نوع کنترل کننده تاثیری بر روی این رابطه ندارد.

۴- فرضیه‌های تحقیق

- فرضیه اول: بین بیش اعتمادی مدیران ارشد و ارزش شرکت رابطه منفی وجود دارد.
- فرضیه دوم: بین اعتماد مطلوب مدیران ارشد و ارزش شرکت رابطه مثبتی وجود دارد.
- فرضیه سوم: رابطه موجود در فرضیه اول در شرکت های بورسی قوی تر از شرکت های فرابورسی است.
- فرضیه چهارم: رابطه موجود در فرضیه دوم در شرکت های فرابورسی قوی تر از شرکت های بورسی است.

۵- روش تحقیق

در این تحقیق، ابتدا باید معیار مناسبی برای اندازه گیری بیش اعتمادی مدیران تعریف کنیم. شاخصی که برای سنجش میزان اعتماد مدیران در نظر گرفته ایم شامل شاخص های زیر می باشد:

۱) شاخص مخارج سرمایه‌ای

$$\text{مخارج سرمایه‌ای سال } t = \frac{(\text{فروش دارایی ثابت سال } t-1 - \text{خرید دارایی ثابت سال } t) - (t-1)}{\text{خالص دارایی ثابت سال } t-1}$$

۲) شاخص بیش سرمایه‌گذاری

$$\text{ASSET.GR}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{SALE.GR}_{i,t} + \varepsilon_t$$

ASSET.GR: رشد دارایی‌ها در سال t ، برابر است با نسبت دارایی در سال t به دارایی در سال $t-1$ منهای ۱.

SALE.GR: رشد فروش در سال t ، برابر است با نسبت فروش در سال t به فروش در سال $t-1$ منهای ۱.

۳) شاخص درصد افزایش قیمت سهام

بر اساس این شاخص، در طول سال مالی اگر درصد افزایش قیمت سهام بیشتر از درصد کاهش قیمت سهام باشد، فرض می‌شود اعتماد به نفس مدیریت بیشتر است و به آن عدد ۱ تعلق می‌گیرد، در غیر این صورت به آن عدد صفر داده می‌شود.

۴) شاخص تعداد روزهای افزایش و کاهش قیمت سهام

۵) شاخص تفاوت EPS پیش‌بینی شده و واقعی

پس از به دست آوردن معیارهای مربوط به میزان اعتماد مدیران، فرضیه‌های تحقیق را با استفاده از معادلات رگرسیونی که در ذیل توضیح داده می‌شود محاسبه می‌کنیم:

معادله رگرسیون فرضیه اول:

$$\text{Value} = \beta_0 + \beta_1 \text{Overcon} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{LEV} + \beta_4 \text{CF}$$

که در آن Value برابر ارزش شرکت است که با استفاده از نسبت Q tobin به دست می‌آید.

Overcon برابر با بیش اعتمادی مدیران است که با استفاده از تفاوت EPS پیش‌بینی شده و واقعی به دست می‌آید.

Size برابر اندازه شرکت است که برابر با لگاریتم کل دارایی‌های شرکت می‌باشد.

LEV برابر با اهرم مالی که برابر با نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها می‌باشد.

CF برابر خالص جریان نقدی عملیاتی

معادله رگرسیون فرضیه دوم:

$$\text{Value} = \beta_0 + \beta_1 \text{Aprocon} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{LEV} + \beta_4 \text{CF}$$

که

Aprocon برابر میزان مطلوب از اعتماد مدیران است که با استفاده از تفاوت EPS پیش بینی شده و واقعی به دست می آید. در این فرض داده های بیش اعتمادی به دو قسمت تقسیم می شود. مقدار عددی بزرگتر یا مساوی صفر را بیش اعتمادی و بقیه اعتماد مطلوب نام گذاری می شود. در این فرض فقط روی داده های مربوط به اعتماد مطلوب مدل رگرسیونی اجرا می شود.

معادلات رگرسیون فرضیه سوم:

$$Value = \beta_0 + \beta_1 Overcon + \beta_2 Size + \beta_3 LEV + \beta_4 CF$$

در این فرض، دو معادله رگرسیونی به دست آوردیم که معادله اول مربوط به شرکت های بورسی و دوم معادله مربوط به شرکت های فرابورسی است. با مقایسه ی ضریب رگرسیونی بیش اعتمادی در دو معادله به فرض سوم را آزمون می کنیم. معادلات رگرسیون فرضیه چهارم:

$$Value = \beta_0 + \beta_1 Overcon + \beta_2 Size + \beta_3 LEV + \beta_4 CF$$

این فرض نیز همچون فرض دوم داده های بیش اعتمادی به دو قسمت تقسیم می شود. مقدار عددی بزرگتر یا مساوی صفر را بیش اعتمادی و بقیه اعتماد مطلوب نام گذاری می شود. در این فرض فقط روی داده های مربوط به اعتماد مطلوب مدل رگرسیونی اجرا می شود. در این فرض دو معادله رگرسیونی داریم که یک معادله مربوط به داده های حاصل از شرکت های فرابورسی و دیگری مربوط به داده های حاصل از شرکت های بورسی است. با مقایسه برآورد ضریب رگرسیونی اعتماد مطلوب در دو معادله مقدار عددی تاثیر اعتماد مطلوب بر ارزش شرکت را در دو معادله مقایسه می کنیم

۶- متغیرهای تحقیق

- متغیر وابسته تحقیق
در هر ۴ فرضیه تحقیق، معیار ارزش شرکت متغیر وابسته می باشد. میزان ارزش شرکت با استفاده از معیار Q-tobin محاسبه می گردد.
- متغیرهای مستقل
Overcon برابر با بیش اعتمادی مدیران است که با استفاده از میزان اعتماد محاسبه شده تعیین می گردد.
Aprocon برابر میزان مطلوب از اعتماد مدیران است که با استفاده از میزان اعتماد محاسبه شده تعیین می گردد.
- متغیرهای کنترلی
Size برابر اندازه شرکت است که برابر با لگاریتم کل دارایی های شرکت می باشد.
LEV برابر با اهرم مالی که برابر با نسبت بدهی ها به دارایی ها می باشد.
CF برابر خالص جریان نقد

و در نهایت برای فرضیه های سوم و چهارم هاست داده های جمع آوری شده رابه دو گروه بورسی و فرابورسی تقسیم کردیم و هر یک را جداگانه مورد بررسی قرار دادیم.

۷- روش و ابزار گردآوری داده ها

این پژوهش از این لحاظ که به دنبال تعیین رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیریتی بر ارزش شرکت و تاثیر بورسی و فرابورسی بودن شرکت بر روی این رابطه است از نوع همبستگی بوده از آنجا که تعیین رابطه بین اعتماد بیش از حد

مدیریتی بر ارزش شرکت می تواند مورد استفاده گروه کثیری از استفاده کنندگان از اطلاعات مالی شرکت ها قرار گیرد از نوع کاربردی است. اطلاعات مورد نیاز برای این تحقیق از لوح فشرده گزارش سهام (محصول شرکت تدبیرپرداز)، نرم افزار ره آورد نوین و همچنین گزارش های انتشار یافته توسط سازمان بورس و اوراق بهادار جمع آوری شد. پس از گردآوری اطلاعات مربوط به هر یک از متغیرها از طریق سایت سازمان بورس و همچنین نرم افزار ره آورد نوین، محاسبات ابتدایی مربوط به متغیرها در نرم افزار اکسل انجام شده و سپس جهت انجام آزمون های آماری مربوطه وارد نرم افزار SPSS می شود و در نهایت اطلاعات خروجی این نرم افزار مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرد.

۸- جامعه آماری، روش نمونه گیری و حجم نمونه

جامعه آماری این پژوهش به شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران محدود می گردد. انتخاب نمونه از این جامعه با روش نمونه گیری تصادفی انجام می شود.

با استفاده از روش نمونه گیری تصادفی، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته و نمونه ای متشکل از ۱۰۷ شرکت بدست آمده است. لازم به توضیح است که این تعداد نمونه هم شامل شرکت های بورسی و هم فرابورسی می باشد.

۹- یافته های تحقیق

برای بررسی نرمال بودن باقیمانده ها از آزمون های نرمالیتی استفاده می کنیم. برای این منظور از آزمون شاپیرو ویلک و کولموگروف اسمیرنوف استفاده می کنیم.

جدول ۱- آزمون نرمالیتی

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	مقدار آماره	درجه آزادی	پی ویلیو	مقدار آماره	درجه آزادی	پی ویلیو
ارزش شرکت	.۳۵۱	۱۰۶	.۰۹	.۸۷۵	۱۰۶	.۰۷۰
بیش اعتمادی	.231	۱۰۶	.080	.965	۱۰۶	.090
اندازه شرکت	.052	۱۰۶	.200	.981	۱۰۶	.۴۵۶
اهرم مالی	.063	۱۰۶	.300	.953	۱۰۶	.۳۵۶
جریان نقدی	.۰۸۳	۱۰۶	.۲۰۰	.۹۷۲	۱۰۶	.۱۶۷

جدول ۲- آزمون اف لیمر

مقدار	ضریب	خطای استاندارد t	t	P> t
جریان نقدی	$3.41e^{-8}$	$5.60e^{-8}$	۱,۶۱	۰,۵۴۵
اهرم مالی	۰,۳۱	۰,۵۵	1.879	.063
اندازه شرکت	-۰,۶۹	۰,۲۸۳	-۱,۲۵	۰,۰۴۹
بیش اعتمادی	-۰,۰۰۹	۰,۰۰۰۱	-2.233	0.028
ثابت	۱,۸۴	۴,۰۳	۰,۴۶	۰,۶۴۹
Prob > F = ۰,۱۷۹۰				

آزمون اف لیمر با استفاده از نرم افزار STATA محاسبه شد و با توجه به مقدار prob به دست آمده از آزمون (۰/۱۷) و بزرگتر از ۰/۰۵ است، روش داده های تلفیقی پذیرفته می شود. در نتیجه می توان با تلفیق داده ها صرف نظر از زمان و مکان، یک رگرسیون OLS ساده برای تخمین روابط مابین متغیرها استفاده کرد.

۹- فرض اول: بیش اعتمادی مدیران ارشد و ارزش شرکت رابطه منفی وجود دارد.

جدول ۳- دوربین واتسون

دوربین واتسون	خطای استاندارد برآورد	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	همبستگی	مدل
1.871	.85526	.056	.091	.302	1

یکی از مفروضاتی که در رگرسیون مدنظر قرار می گیرد، استقلال خطاها (تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش بینی شده توسط معادله رگرسیون) از یکدیگر است. در صورتی که فرضیه استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند امکان استفاده از رگرسیون وجود ندارد. به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر از آزمون دوربین- واتسون استفاده می شود. مقدار این آماره بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد یعنی خطاها از هم مستقلند و می شود از رگرسیون استفاده کرد. این مقدار در جدول فوق، برابر ۱/۸۷۱ است که نشان می دهد استقلال خطاها پذیرفته می شود و می توان از مدل رگرسیون استفاده کرد. ضریب تعیین ۰/۰۹۱ مقدار کمی برای معادله رگرسیونی است که نشان می دهد که متغیرهای مستقل، متغیر وابسته را خوب توضیح نداده اند. برای مناسبیت مدل رگرسیونی از جدول آنالیز واریانس استفاده می کنیم.

جدول ۴- جدول آنالیز واریانس

پی ویو	F	میانگین مربعات	مجموع مربعات	مدل
۰.۰۲۰	3.057	2.197	8.788	رگرسیون
		.719	73.309	باقیمانده
			82.097	جمع

با توجه به مقدار ۰/۰۲ که کمتر از ۰/۰۵ است فرض دوم یعنی مناسب بودن مدل رگرسیونی پذیرفته می شود.

جدول ۵- برآورد ضرایب

مدل		ضرایب استاندارد نشده		T	پی ویو	95% فاصله اطمینان B	
		B	Std. Error			حد بالا	حد پایین
1	ثابت	2.607	.835	3.122	.002	4.264	.951
	بیش اعتمادی	-.001	.000	-2.233	.010	.000	-.002
	اندازه شرکت	-.101	.060	-1.691	.094	.018	-.220
	اهرم مالی	.551	.293	1.879	.043	1.133	-.031
	جریان نقدی	-4.939E-5	.001	-.096	.924	.001	-.001
متغیر وابسته: ارزش شرکت							

$$Value = \beta_0 + \beta_1 Overcon + \beta_2 Size + \beta_3 LEV + \beta_4 CF$$

$$Value = 2/607 - 0.001 Overcon - 0.101 Size + 0.551 LEV - 4.939E^{-5} CF$$

با توجه به رابطه حاصل از معادله رگرسیونی با ثابت نگه داشتن بقیه متغیر ها بیش اعتمادی با پی ویو ۰/۰۱۰ تاثیر منفی ۰/۰۰۱ بر ارزش شرکت دارد.

۹-۲ فرضیه دوم: بین اعتماد مطلوب مدیران ارشد و ارزش شرکت رابطه مثبتی وجود دارد. هنگام تعیین بیش اعتمادی، تفاضل گیری مقدار واقعی از مقدار پیش بینی، در هر شرکت را به دست آوردیم. اگر این مقدار بزرگتر یا مساوی صفر باشد بیش اعتمادی و در غیر اینصورت اعتماد مدیران مطلوب می باشد. در این مرحله شرکت ها را دو دسته کردیم، شرکت ها با اعتماد مطلوب مدیران در مقابل بیش اعتمادی. در این فرض داده های مربوط به شرکت ها با اعتماد مطلوب را جدا کرده و معادله رگرسیونی را روی این داده ها برازش می دهیم و نتایج را تحلیل می کنیم.

جدول ۶- دورین واتسون

دورین واتسون	خطای استاندارد برآورد	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	همبستگی	مدل
2.5	1.15166	.227	.324	.569	1

مقدار این آماره دورین واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد یعنی خطاها از هم مستقلند و می شود از رگرسیون استفاده کرد. ضریب تعیین ۰/۳۲۴ مقدار کمی برای معادله رگرسیونی است که نشان می دهد که متغیرهای مستقل، متغیر وابسته را خوب توضیح نداده اند. برای مناسب مدل رگرسیونی از جدول آنالیز واریانس استفاده می کنیم.

جدول ۷- جدول آنالیز واریانس

پی ویو	F	میانگین مربعات	مجموع مربعات	مدل
0.016	3.287	1.067	4.268	رگرسیون
		.325	22.403	باقیمانده
			26.672	جمع

با توجه به مقدار ۰/۰۱۶ که کوچکتر از ۰/۰۵ است فرض دوم یعنی مناسب بودن مدل رگرسیونی پذیرفته می شود.

جدول ۸- برآورد ضرایب

مدل		ضرایب استاندارد نشده		t	پی ویو	95% فاصله اطمینان	
		β	Std. Error			حد بالا	حد پایین
1	ثابت	2.305	1.956	1.179	.248	6.311	-1.701
	اعتماد مطلوب	.300	.012	.133	.045	.6	.05
	اندازه شرکت	-.215	.138	-1.559	.130	.068	-.499
	اهرم مالی	2.774	.833	3.332	.002	4.480	1.068
	جریان نقدی	.001	.001	.654	.518	.003	-.002
متغیر وابسته: ارزش شرکت							

$$Value = \beta_0 + \beta_1 Aprocon + \beta_2 Size + \beta_3 LEV + \beta_4 CF$$

$$Value = 2/305 + 0.3 Aprocon - 0.215 Size + 2.774 LEV + 0.001 C$$

با ثابت نگه داشتن بقیه متغیر ها و با توجه به ضریب معادله رگرسیونی، اعتماد مطلوب با پی ویو ۰/۰۴۵ رابطه مثبتی با ارزش شرکت باشد. طبق نتایج حاصل شده با افزایش یک واحد در بیش اعتمادی ارزش شرکت ۰/۳ افزایش می یابد. ۳-۹ فرضیه سوم: رابطه موجود در فرضیه اول در شرکت های بورسی قوی تر از شرکت های فرابورسی است. نتایج برای شرکت های بورسی

جدول ۹-دوربین واتسون

دوربین واتسون	خطای استاندارد برآورد	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	همبستگی	مدل
2.044	.57924	.020	.066	.257	1

مقدار آماره دوربین واتسون ۲/۰۴۴ بین ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد یعنی خطاها از هم مستقلند و می شود از رگرسیون استفاده کرد. ضریب تعیین ۰/۰۶۶ است که نشان دهنده ی توضیح متغیرهای مستقل از متغیر وابسته است. برای مناسب مدل رگرسیونی از جدول آنالیز واریانس استفاده می کنیم.

جدول ۱۰- جدول آنالیز واریانس

پی ویو	F	میانگین مربعات	مجموع مربعات	مدل
.000	8.719	2.085	8.340	رگرسیون
		.239	19.610	باقیمانده
			27.950	جمع

با توجه به مقدار ۰/۰۰۰ که کوچکتر از ۰/۰۵ است فرض دوم یعنی مناسب بودن مدل رگرسیونی پذیرفته می شود.

جدول ۱۱- جدول برآورد ضرایب

مدل		ضرایب استاندارد نشده		t	پی ویو	95% فاصله اطمینان	
		B	Std. Error			حد بالا	حد پایین
1	ثابت	1.812	.626	2.894	.005	.566	3.057
	بیش اعتمادی	-.020	.015	-.054	.043	-.060	.021
	اندازه شرکت	.001	.044	.015	.988	-.087	.089
	اهرم مالی	-.591	.256	-2.313	.023	-1.099	-.083
	جریان نقدی	.000	.000	-.651	.517	.000	.000
متغیر وابسته: ارزش شرکت							

$$Value = \beta_0 + \beta_1 Overcon + \beta_2 Size + \beta_3 LEV + \beta_4 CF$$

$$Value = 1/812 - 0/020 Overcon + 0/001 Size - 0/591 LEV$$

با توجه به رابطه حاصل از معادله رگرسیونی با ثابت نگه داشتن بقیه متغیر ها بیش اعتمادی با پی ویو ۰/۰۴۳ تاثیر منفی ۰/۰۲ بر ارزش شرکت دارد.

نتایج برای شرکت های فرا بورسی

جدول ۱۲- دورین واتسون

مدل	همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	خطای استاندارد برآورد	دورین واتسون
1	.586	.343	.168	1.38838	2.215

مقدار آماره دورین واتسون ۲/۲۱۵ بین ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد یعنی خطاها از هم مستقلند و می شود از رگرسیون استفاده کرد. ضریب تعیین ۰/۳۴۳ است که نشان دهنده ی توضیح متغیرهای مستقل از متغیر وابسته است. برای مناسب مدل رگرسیونی از جدول آنالیز واریانس استفاده می کنیم.

جدول ۱۳- جدول آنالیز واریانس

پی ویو	F	میانگین مربعات	مجموع مربعات	مدل
۰/۳۶	1.960	3.779	15.116	رگرسیون
		1.928	28.914	باقیمانده
			44.030	جمع

با توجه به مقدار ۰/۳۶ که کوچکتر از ۰/۰۵ است فرض دوم یعنی مناسب بودن مدل رگرسیونی پذیرفته می شود.

جدول ۱۴- جدول برآورد ضرایب

مدل		ضرایب استاندارد نشده		t	پی ویو	95% فاصله اطمینان	
		B	Std. Error			حد بالا	حد پایین
1	ثابت	4.973	3.164	1.572	.137	11.717	-1.771
	بیش اعتمادی	-.006	.008	-.032	.036	.021	-.060
	اندازه شرکت	-.311	.221	-1.406	.180	.161	-.783
	اهرم مالی	1.261	.643	1.962	.069	2.631	-.109
	جریان نقدی	.000	.002	-.067	.947	.004	-.004
متغیر وابسته: ارزش شرکت							

$$Value = \beta_0 + \beta_1 Overcon + \beta_2 Size + \beta_3 LEV + \beta_4 CF$$

$$Value = 4/973 - 0/006 Overcon - 0/311 Size + 1/261 LEV$$

با توجه به رابطه حاصل از معادله رگرسیونی با ثابت نگه داشتن بقیه متغیر ها بیش اعتمادی با پی ویو ۰/۳۶ تاثیر منفی ۰/۰۰۶ بر ارزش شرکت دارد. با توجه به ضریب متغیر بیش اعتمادی در شرکت های بورسی ۰/۰۲- و فرا بورسی ۰/۰۰۶-، به وضوح می بینیم بیش اعتمادی در شرکت های بورسی تاثیر بیشتری بر ارزش شرکت نسبت به شرکت های فرا بورسی دارد و فرض سوم پذیرفته می شود.

۴-۹ فرضیه چهارم: رابطه موجود در فرضیه دوم در شرکت های فرابورسی قوی تر از شرکت های بورسی است. نتایج مربوط به شرکت های بورسی

جدول ۱۵- دوربین واتسون

دوربین واتسون	خطای استاندارد برآورد	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	همبستگی	مدل
1.558	.29036	-.034	.132	.363	1

مقدار آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد یعنی خطاها از هم مستقلند و می شود از رگرسیون استفاده کرد. ضریب تعیین ۰/۱۳۲ نشان دهنده ی توضیحی است که متغیرهای مستقل از متغیر وابسته ارایه می دهند. برای مناسب مدل رگرسیونی از جدول آنالیز واریانس استفاده می کنیم.

جدول ۱۶ جدول آنالیز واریانس

پی ویو	F	میانگین مربعات	مجموع مربعات	مدل
.000	10.791	2.290	9.160	رگرسیون
		.212	11.884	باقیمانده
			21.044	جمع

با توجه به مقدار ۰/۰۰۰ که کوچکتر از ۰/۰۵ است فرض دوم یعنی مناسب بودن مدل رگرسیونی پذیرفته می شود.

جدول ۱۷- برآورد ضرایب

مدل		ضرایب استاندارد نشده		t	پی ویو	95% فاصله اطمینان	
		B	Std. Error			حد بالا	حد پایین
1	ثابت	2.173	.629	3.457	.002	3.480	.866
	اعتماد مطلوب	.356	.022	.235	.035	.7	.04
	اندازه شرکت	-.079	.050	-1.577	.130	.025	-.183
	اهرم مالی	.102	.364	.281	.782	.859	-.655
	جریان نقدی	-7.716E ⁻⁵	.000	-.234	.817	.001	.000
متغیر وابسته: ارزش شرکت							

$$Value = \beta_0 + \beta_1 Aprocon + \beta_2 Size + \beta_3 LEV + \beta_4 CF$$

$$Value = 2/173 + 0/356 Aprocon - 0/079Size + 0/102LEV - 7.716E^{-5}CF$$

با ثابت نگه داشتن بقیه متغیر ها و با توجه به ضریب معادله رگرسیونی، اعتماد مطلوب با پی ویو ۰/۰۳۵ رابطه مثبت ۰/۳۵۶ با ارزش شرکت دارد.

نتایج مربوط به شرکت های فرا بورسی

جدول ۱۸- دوربین واتسون

دوربین واتسون	خطای استاندارد برآورد	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	همبستگی	مدل
2.2۶2	1.09425	.742	.871	.933 ^a	1

مقدار آماره دوربین و اتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد یعنی خطاها از هم مستقلند و می شود از رگرسیون استفاده کرد. ضریب تعیین ۰/۸۷۱ نشان دهنده ی توضیحی است که متغیرهای مستقل از متغیر وابسته ارایه می دهند. برای مناسب مدل رگرسیونی از جدول آنالیز واریانس استفاده می کنیم.

جدول ۱۹- جدول آنالیز واریانس

پی ویو	F	میانگین مربعات	مجموع مربعات	مدل
۰.۳۶	6.754	8.087	32.347	رگرسیون
		1.197	4.790	باقیمانده
			37.136	جمع

با توجه به مقدار ۰/۳۶ که کوچکتر از ۰/۰۵ است فرض دوم یعنی مناسب بودن مدل رگرسیونی پذیرفته می شود.

جدول ۲۰- برآورد ضرایب

مدل		ضرایب استاندارد نشده		t	پی ویو	95% فاصله اطمینان	
		B	Std. Error			حد بالا	حد پایین
1	ثابت	-4.655	5.094	-.914	.413	9.490	-18.799
	اعتماد مطلوب	.460	.031	.278	.046	.8	.05
	اندازه شرکت	.094	.281	.334	.755	.874	-.686
	اهرم مالی	5.763	1.455	3.961	.017	9.802	1.724
	جریان نقدی	-.001	.002	-.754	.493	.004	-.007
متغیر وابسته: ارزش شرکت							

$$Value = \beta_0 + \beta_1 Aprocon + \beta_2 Size + \beta_3 LEV + \beta_4 CF$$

$$Value = -4/665 + 0/460 Aprocon + 0/094 Size + 5763 LEV - 0/001 CF$$

با ثابت نگه داشتن بقیه متغیرها و با توجه به ضریب معادله رگرسیونی اعتماد مطلوب در شرکت های بورسی ۰/۳۵۶ و در شرکت های فرابورسی ۰/۴۶۰ است و مشاهده می کنیم اعتماد مطلوب در شرکت های فرابورسی رابطه مثبت قوی تری با ارزش شرکت، نسبت به شرکت های بورسی دارد.

نتیجه گیری

ابتدا با آزمون اف لیمر به این نتیجه رسیدیم که داده های تحقیق، با حذف متغیر زمان و مکان، تلفیقی هستند و با خطای ۵ درصد می توان گفت که داده ها از نوع پنل دیتا نیستند. سپس برای آزمون هر یک از فرضیات تحقیق، ابتدا با استفاده از آزمون دوربین-واتسون استقلال خطاها را بررسی کردیم. این آزمون برای این استفاده می شد که بفهمیم در صورتی که فرضیه استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی نداشته باشند امکان استفاده از رگرسیون وجود دارد. در فرضیه اول تحقیق، مقدار آماره دوربین-واتسون، برابر ۱/۸۷۱ است که نشان می دهد استقلال خطاها پذیرفته می شود و می توان از مدل رگرسیون استفاده کرد. در ادامه از جدول آنالیز واریانس برای مناسب بودن مدل رگرسیون استفاده کردیم. که با توجه به مقداری ویو ۰/۲۰ که کوچکتر از ۰/۰۵ است مناسب بودن مدل رگرسیونی پذیرفته شد. و در نهایت با انجام معادله رگرسیون مربوط به فرضیه اول، با ثابت نگه داشتن بقیه متغیرها، بیش اعتمادی تاثیر منفی ۰/۰۰۱ بر ارزش شرکت دارد. در فرضیه دوم تحقیق، مقدار آماره دوربین-واتسون، برابر ۲/۵ است که نشان می دهد استقلال خطاها

پذیرفته می شود و می توان از مدل رگرسیون استفاده کرد. در ادامه از جدول آنالیز واریانس برای مناسب بودن مدل رگرسیون استفاده کردیم که با توجه به مقدار پی ویو ۰/۰۱۶ که کوچکتر از ۰/۰۵ است مناسب بودن مدل رگرسیونی پذیرفته شد و در نهایت با انجام معادله رگرسیون مربوط به فرضیه دوم، با ثابت نگه داشتن بقیه متغیرها، اعتماد مطلوب تاثیر مثبت ۰/۳ بر ارزش شرکت دارد. در فرضیه سوم تحقیق، مقدار آماره دوربین-واتسون، برای شرکت های بورسی ۲/۰۴۴ و در شرکت های فراپورسی ۲/۲۱۵ است که نشان می دهد استقلال خطاها پذیرفته می شود و می توان از مدل رگرسیون استفاده کرد. در ادامه از جدول آنالیز واریانس برای مناسب بودن مدل رگرسیون استفاده کردیم. که در شرکت های بورسی با توجه به پی ویو ۰/۰۰۰ و در شرکت های فراپورسی ۰/۰۳۶ که هر دو کوچکتر از ۰/۰۵ است مناسب بودن مدل رگرسیونی پذیرفته شد. و در نهایت با انجام معادله رگرسیون مربوط به فرضیه سوم، با ثابت نگه داشتن بقیه متغیرها، بیش اعتمادی در شرکت های بورسی تاثیر منفی ۰/۰۲ و در شرکت های فراپورسی تاثیر منفی ۰/۰۰۶ بر ارزش شرکت دارد که به وضوح میبینیم بیش اعتمادی در شرکت های بورسی تاثیر منفی قوی تری نسبت به شرکت های فراپورسی، بر ارزش شرکت دارد. در فرضیه چهارم تحقیق، مقدار آماره دوربین-واتسون، برای شرکت های بورسی ۱/۵۵۸ و در شرکت های فراپورسی ۱/۶۲۰ است که نشان می دهد استقلال خطاها پذیرفته می شود و می توان از مدل رگرسیون استفاده کرد. در ادامه از جدول آنالیز واریانس برای مناسب بودن مدل رگرسیون استفاده کردیم که در شرکت های بورسی با توجه به پی ویو ۰/۰۰۰ و در شرکت های فراپورسی ۰/۰۳۶ که هر دو کوچکتر از ۰/۰۵ است مناسب بودن مدل رگرسیونی پذیرفته شد. و در نهایت با انجام معادله رگرسیون مربوط به فرضیه چهارم، با ثابت نگه داشتن بقیه متغیرها، اعتماد مطلوب در شرکت های بورسی تاثیر مثبت ۰/۳۵۶ و در شرکت های فراپورسی تاثیر مثبت ۰/۴۶۰ بر ارزش شرکت دارد که به وضوح میبینیم اعتماد مطلوب در شرکت های فراپورسی تاثیر مثبت قوی تری نسبت به شرکت های بورسی، بر ارزش شرکت دارد. بدین ترتیب تمامی ۴ فرضیه تحقیق با خطای نوع اول ۵ درصد، مورد قبول واقع شدند. استفاده کنندگان از نتایج تحقیق؛ شامل فعالان بنگاه های بازار سرمایه، کارگزاری ها و شرکت های سرمایه گذاری و تامین سرمایه و علی الخصوص مدیران ارشد شرکت ها می توانند تاثیر میزان اعتماد مدیران را بر ارزش شرکت مدنظر قرار داده و عواملی که باعث بیش اعتمادی مدیران می شود را بررسی کرده و در تصمیم گیری ها لحاظ کنند.

منابع

- آقای، محمدعلی و چالاک، پری. (۱۳۸۸)، «بررسی رابطه بین ویژگی های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات حسابداری، سال اول، شماره ۴
- بولو، قاسم، مسعود حسنی القار (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر هموارسازی سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. "دانش حسابداری، ۶ (۲۱).
- حقیقی، جعفر و پورپرتوی آلانق میرطاهر (۱۳۹۲)، بررسی اقتصادی روش های مختلف تامین مالی پروژه احداث انبار نفت استراتژیک تهران، ۴۹-۷۳.
- رامشه، منیژه، دکتر مهناز ملانظری (۱۳۹۳)، بیش اطمینانی مدیریت و محافظه کاری حسابداری. "دانش حسابداری، ۵ (۱۶).
- شهبازی، منصوره. (۱۳۸۸)، «تاثیر نظام راهبری شرکت ها بر حق الزحمه های حسابرسی مستقل»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا.

- عرب صالحی، معین الدین و همکاران (۱۳۹۳)، رابطه مسئولیت اجتماعی با عملکرد مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های تجربی حسابداری، ۱(۳)، ۱-۲۰.
- محمدی، شاپورو دیگران (۱۳۸۸)، بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. "نشریه علمی-پژوهشی تحقیقات مالی، ۱۱(۲۸).
- مکرمی، ندا. (۱۳۹۰)، « بررسی رابطه سرمایه گذاران نهادی با معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران »، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مشهد.
- Barros, Silveira (2007), Overconfidence, Managerial Optimism and the Determinants of Capital Structure, Available at (www.ssrn.com)
- Li, Y and Lang, L. (2014). " Top Managers' Confidence, Ultimate Controller And Firm Value: A Study Based On Empirical Analysis And Monte Carlo Simulation", Pak. J. Statist, Vol. 30(5), 973-986.
- Malmendier, Ulrike, and Geoffrey Tate (200۰), "Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction." Journal of financial Economics 89(1), 20-43.
- Tobin, James (1969), "A general equilibrium approach to monetary theory." Journal of money, credit and banking, 1(1), 15-29.
- Tomak, S. (2013), "The Impact of Overconfidence on Capital Structure in Turkey", International Journal of Economics and Financial Issues, Vol. 3, No. 2, 2013, pp.512-518.
- Zhang, C and Guoliang, Z. (2014), "Managerial Power, Capital Structure and Firm Value", Open Journal of Social Sciences, 2, 138-142

The relationship between managers' overconfidence and company value, considering the role of companies being listed or over-the-counter

Masoom Babayi¹

Abstract

In today's economic societies, determining the value of a company is one of the important factors in the investment process. The value of each company can be determined based on its stock value. Therefore, the investor determines his investment priority based on the value of the company. In psychological research, overconfidence is associated with cognitive, psychological, and motivational reasons and is explained as a smart technology and incorrect biases resulting from cognitive processing. The main purpose of this research is to investigate the relationship between managers' overconfidence and company value, considering the role of listed or over-the-counter companies. The research method is descriptive, correlation (multiple regression). Considering 107 companies as the statistical sample of the research using simple random sampling, which was selected from all the member companies of the Tehran Stock Exchange from 2010 to 2013, which is the statistical population of the research, After collecting information related to each of the variables through the Stock Exchange website and the new Rahavard Novin software, initial calculations related to the variables are performed in Excel software and then entered into SPSS software to perform the relevant statistical tests. And in the end, we concluded that the research hypothesis of a negative statistical relationship between company value and the level of managers' overconfidence was confirmed with a type I error of 5 percent. Also, by comparing listed and over-the-counter companies, we found that this relationship is stronger in listed companies than in over-the-counter companies.

Keywords

Job satisfaction, Employee productivity, Organizational culture, SMEs

1. Master's degree in Accounting, Islamic Azad University, Zanzan Science and Research Branch (Masomeh.babaei1@gmail.com).