



## بررسی تأثیر معیارهای اعتماد بیش از حد مدیران ارشد بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران

محمد رمضان احمدی<sup>۱</sup>

محمدحسین قلمبر<sup>۲</sup>

سیدصابر درسه<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۱۰/۱۳ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۱۲/۱۵

### چکیده

هدف این مقاله، بررسی تأثیر معیارهای اعتماد بیش از حد مدیران ارشد بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران است. برای تعیین میزان اعتماد بیش از حد مدیران از پنج معیار شامل سرمایه‌گذاری بیش از حد، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، خالص جریان‌های نقدی، سیاست تقسیم سود و نسبت مخارج سرمایه استفاده شده است. بدین منظور یک فرضیه اصلی و پنج فرضیه فرعی برای بررسی این موضوع تدوین و داده‌های مربوط به ۹۹ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. الگوی رگرسیون پژوهش با استفاده از روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت، بررسی و آزمون شده است. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد از میان معیارهای انتخابی برای اعتماد بیش از حد مدیریتی، سرمایه‌گذاری بیش از حد، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، خالص جریان‌های نقدی، سیاست تقسیم سود و نسبت مخارج سرمایه تأثیر مثبت معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارند. علاوه بر این، نتایج پژوهش نشان می‌دهد معیار اصلی اعتماد بیش از حد مدیریتی تأثیر مثبت معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارد.

**واژه‌های کلیدی:** خطر سقوط آتی قیمت سهام، اعتماد بیش از حد مدیران، سرمایه‌گذاری بیش از حد و نسبت مخارج سرمایه‌ای.

۱- استادیار گروه حسابداری، دانشگاه شهید چمران اهواز، اهواز، ایران. (نویسنده اصلی) Ahmadi\_m@scu.ac.ir

۲- مربی و عضو هیات علمی دانشگاه شهید چمران اهواز، اهواز، ایران.

۳- کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید چمران اهواز، اهواز، ایران.

## ۱- مقدمه

بسیاری از پژوهشگران نظیر چن و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۱؛ ۳۴۶)، بر این باورند که تغییرات قیمت سهام یک شرکت از مدیریت اطلاعات داخلی آن ناشی می‌شود. در شرایطی که اطلاعات به صورت تصادفی وارد بازار می‌شود و فرایند انتشار اطلاعات بدون توجه به خوب یا بد بودن آن، به صورت سیستماتیک انجام می‌گیرد، می‌توان گفت که اطلاعات منتشرشده دارای توزیع متقارن است. به عبارت دیگر، اگر مدیران همه‌ی اطلاعات را به سرعت افشا کنند، این عمل سبب می‌شود که بازده سهام دارای توزیع متقارن باشد. بدین معنی که متوسط حجم بازده مثبت در مورد اخبار خوب، بایستی با متوسط حجم بازده منفی در رابطه با اخبار بد برابر باشد (کوتاری و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹؛ ۲۴۳)؛ اما مدیران همواره انگیزه دارند تا اطلاعات و اخبار منفی را از سرمایه‌گذاران پنهان کرده و آن‌ها را در داخل شرکت انباشت کنند. برای مثال، ممکن است از طریق منظور نمودن هزینه‌های یک دوره به عنوان دارایی، باعث کاهش هزینه‌ها و گزارش سود بیش‌تر در صورت‌های مالی شوند. نتیجه‌ی این عملیات منجر به این می‌شود که تصویر واحد تجاری بهتر از وضعیت واقعی به نظر رسیده و انگیزه‌ی افراد برون‌سازمانی برای سرمایه‌گذاری در واحد تجاری افزایش یابد (بل<sup>۳</sup>، ۲۰۰۹؛ ۲۷۹). این تمایل از انگیزه‌های مدیریتی متعددی از جمله قراردادهای پاداش مبتنی بر ارقام حسابداری و مسائل مربوط به دوره‌ی تصدی و اعتبار مدیران ناشی می‌شود (واتس و زیمرمن<sup>۴</sup>، ۲۰۰۳؛ ۶۱۵).

مدیران واحدهای اقتصادی به همان اندازه که به انتشار اخبار خوب در خصوص شرکت متمایل هستند؛ سعی در پنهان نمودن اخبار بد نیز دارند. این انگیزه‌های متفاوت افشاگری از عوامل گوناگونی ریشه می‌گیرد، مثل قراردادهای پرداخت پاداش و نگرانی‌های شغلی (بل، ۲۰۰۹؛ ۲۷۹). اگر مدیران قادر به پنهان نمودن اخبار بد برای یک مدت‌زمان طولانی باشند، به نظر می‌رسد که اطلاعات منفی درون یک شرکت ذخیره خواهد شد. با این وجود، یک محدودیت برای مدیران از لحاظ میزان اخبار بدی که می‌توانند جذب کنند و به‌طور موفقیت‌آمیزی پنهان کنند وجود دارد. این محدودیت به این دلیل است، که اگر در یک زمان خاص، مقدار اخبار بد جمع‌آوری شده به یک آستانه و یا حد مشخص و ویژه‌ای رسید، از آن به بعد ادامه پنهان نمودن آن‌ها یا بسیار پرهزینه بوده و یا به‌طور کلی غیرممکن خواهد شد. زمانی که جمع‌آوری اخبار بد به آخرین نقطه (نقطه سرازیری) رسید، همه آن‌ها به‌طور ناگهانی انتشار یافته و موجب بازده‌های منفی بالا، برای سهامی می‌شود، که بازار با آن‌ها سازگاری یافته است و این همان سقوط قیمت هست (هاتن و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۹؛ ۶۸؛ کوتاری و همکاران، ۲۰۰۹؛ ۲۴۴).

اطمینان بیش از حد مدیریتی یکی از مهم‌ترین یافته‌های علم روان‌شناسی در حوزه قضاوت و تصمیم‌گیری است. روان‌شناسان دریافتند افراد توانایی‌هایشان را در انجام درست وظایف، بیش از اندازه برآورد می‌کنند و این تخمین بیش از اندازه با اهمیتی که شخص برای وظایف قائل است، رابطه مستقیم دارد. هم‌چنین روان‌شناسان به این نتیجه رسیدند که افراد در هنگام تصمیم‌گیری و قضاوت، به اطلاعات برجسته، وزن بیشتری می‌دهند؛ بنابراین، مدیران بیش اطمینان به طور نظام‌مندی بازده آتی ناشی از پروژه‌های سرمایه‌گذاری را بیش از حد تخمین می‌زنند یا به بیانی، احتمال و اثر رویدادهای مطلوب بر جریان‌های نقدی شرکت را بیش از حد برآورد می‌کنند و احتمال و اثر رویدادهای نامطلوب بر جریان‌های نقدی شرکت را کمتر از حد تخمین می‌زنند (هیتن، ۲۰۰۲؛ ۳۴). در نتیجه، مدیران بیش اطمینان تمایل به درک اشتباه از پروژه‌های در جریان با ارزش فعلی خالص منفی به‌عنوان ایجاد ارزش دارند. آن‌ها هم‌چنین نمی‌توانند به طور منطقی به فرایند بازخورد منفی در مورد پروژه‌ها عمل کنند و پس از مشاهده بازخورد منفی، مدیرعامل بیش اطمینان تمایل به چشم‌پوشی بازخورد منفی دارد و هنوز هم معتقدند که این پروژه‌ها دارای آینده‌ی امیدوارکننده هستند. این ابراز از اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل منجر به ادامه دادن به پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی برای مدت طولانی می‌شود. عملکرد ضعیف این پروژه‌های بد تجمع می‌یابد و در نهایت در سررسید نهایی خود محقق و در نتیجه منجر به سقوط قیمت سهام می‌شود (بون کیم و همکاران، ۲۰۱۵؛ ۲).

در ارتباط با تشریح علل و منشأ سقوط قیمت سهام برخی از پژوهشگران توجه خود را معطوف به مکانیزم بازار مالی و رفتار سرمایه‌گذاران و نظریه‌هایی مطرح کردند که می‌تواند به نظریه اثرات اهرمی، نوسانات معکوس، حباب تصادفی قیمت سهام و تفاوت عقاید اشاره کرد (چن و همکاران، ۲۰۰۱؛ ۳۴۷). برخی دیگر از صاحب‌نظران نیز علت سقوط قیمت سهام را در چارچوب تئوری نمایندگی تفسیر می‌کنند. در این چارچوب چنین استدلال می‌شود مدیران در راستای انگیزه‌ها و منافع شخصی خود نظیر قراردادهای پاداش و موقعیت شغلی، تمایل دارند تا از انتشار اخبار بد خودداری کرده و آن‌ها را در داخل شرکت انباشت نمایند. نگهداشت اخبار بد توسط مدیران تا یک آستانه معین ادامه می‌یابد و زمانی که به نقطه اوج رسید. تداوم به عدم افشای آن غیر ممکن و پر هزینه بوده و مدیر مجبور به افشای آن خواهد شد. پس از آن حجم عظیمی از اخبار بد یکباره وارد بازار شده و به سقوط قیمت سهام منجر می‌شود (جین و مایرز، ۲۰۰۶؛ ۲۵۸). پژوهش حاضر از طریق ارائه دلیل رفتاری برای خطر سقوط قیمت سهام موجب توسعه ادبیات نظری خواهد شد. این دلیل رفتاری با دلایل اقتصادی بیان شده در مطالعات پیشین مطابقت دارد. دلایل اقتصادی، بر موازنه مدیران از هزینه و منفعت مربوط به نگهداری منابع مازاد برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با

ناخالص منفی تمرکز داشته و انتظارات مدیران را جانبداری فرض نمی‌کنند. اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت یکی از ویژگی‌های مدیریتی است که بر سوگیری منفی در انتظارات مدیریت تکیه دارد. دلیل رفتاری با دلایل نظریه نمایندگی بیان شده در مطالعات پیشین نیز، مطابقت دارد. بر اساس نظریه نمایندگی، انگیزه مدیران در نگهداری اخبار بد با دلیل فرصت‌طلبانه‌ای چون انگیزه-های قدرت طلبانه یا مدیریت سود ارتباط دارد.

شایان ذکر است، تاکنون تأثیر معیارهای اعتماد به نفس بیش از حد بر خطر سقوط قیمت سهام و شکست حساب قیمتی که ناشی از ارائه سودهای تصنعی و بدون نوسان باشد در جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام نشده است. لازم به ذکر است در کشورهای در حال توسعه مانند ایران که بازار سرمایه آنان از کارایی چندانی برخوردار نیست و در تحقیقات متعدد عدم کارایی یا کارایی بسیار ضعیف آن تأیید شده، همواره خطر تشکیل حساب قیمتی و سقوط آتی قیمت سهام و تحمیل زیان‌های غیر عادی بر سرمایه‌گذاری وجود داشته و خود این امر موجب بالا رفتن ریسک سرمایه‌گذاری گردیده و در شرایطی که مسئولین اقتصادی سعی بر هدایت پس اندازهای عامه مردم (بخش خصوص) به سمت بازار سرمایه دارند و در راستای کم کردن سهم دولت در تصدی اقتصادی و شکوفای اقتصاد ملی می‌باشند، انجام تحقیقاتی که منجر به عدم تشکیل حساب قیمتی می‌شود، ضمن نوآوری بسیار مفید و کارگشا هست؛ بنابراین با توجه به اهمیت سرمایه‌گذاری و بازار سهام در سطح اقتصاد ملی، تأثیر معیارهای اعتماد به نفس بیش از حد بر خطر سقوط قیمت سهام با استفاده از پنج معیار اعتماد به نفس بیش از حد مدیران اجرایی: سرمایه‌گذاری بیش از حد، خالص جریان‌های نقدی شرکت، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت، سیاست تقسیم سود و نسبت مخارج سرمایه‌ای شرکت پرداخته شده است. این معیارها با توجه به تأثیری که بر عدم شفافیت محیط گزارشگری مالی و ارزش شرکت دارند، موجب تغییر در خطر سقوط آتی قیمت سهام می‌شوند.

## ۲- پیشینه نظری پژوهش

### ۲-۱- اعتماد بیش از حد مدیران

از دیدگاه نظری فرضیه سلسله‌مراتب بالاتر، مطرح‌شده توسط همبرگ<sup>۱</sup> و میسون بیان می‌کنند که خصوصیات مدیران ارشد، سبک تصمیم‌گیری آنان را تحت تأثیر قرار می‌دهد. یکی از ویژگی‌های جالب مدیریتی، اطمینان بیش از حد است. روانشناسان به این نتیجه رسیدند افرادی که دارای اطمینان بیش از حد بوده، امکان موفقیت خود را بیش از حد ارزیابی می‌کنند، موفقیتشان را مدیون توانایی‌های خود دانسته و نقش شانس و عوامل خارجی را در این امر کمتر از حد ارزیابی

می‌کنند (ون و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۰۷: ۱۱). اطمینان بیش از حد سبب می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک‌ها را کمتر از حد تخمین زده و احساس کند که روی مسائل و رویدادها کنترل دارد، درحالی که ممکن است در واقع این‌گونه نباشد (لیالستانی و همکاران، ۱۳۸۹: ۳۲). اطمینان بیش از حد یک ویژگی شخصی است که می‌تواند به صورت اریب رفتاری و داشتن اعتقادات غیرواقعی (مثبت) در رابطه با هریک از جنبه‌های یک پیشامد در شرایط عدم اطمینان تعریف شود، در این صورت در برآورد میانگین اغراق خواهد شد (اسکال<sup>۸</sup>، ۲۰۰۸: ۳۵).

اطمینان بیش از حد مدیرعامل به صورت مستعد بودن مدیرعامل برای پیش‌بینی بسیار مثبت نتایج، با تخمین بیش از احتمال وقوع نتایج، تعریف می‌شود (مل مندی و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۰۸: ۲۲). یک مدیر با اطمینان بیش از حد، به طور سیستماتیک بازده آتی ناشی 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 (هیتون<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۲: ۳۴). لذا انتظار می‌رود مدیران با اطمینان بیش از حد، دارای مخارج سرمایه‌ای بالاتری بوده و سرمایه‌گذاری بیش از حد در پروژه‌های سرمایه‌گذاری انجام دهند (مل مندی و همکاران، ۲۰۰۵: ۶۵۲). اطمینان بیش از حد یکی از مهم‌ترین مفاهیم مالی مدرن رفتاری که طبق مبانی نظری، وجود دارد این ویژگی در مدیران سبب تخمین بیش از حد بازده پروژه‌ها گردیده و بر نحوه شناسایی سود و زیان و مبلغ دفتری دارایی و بدهی‌ها تأثیرگذار است (احمد و دوئلمن، ۲۰۱۳: ۳).

## ۲-۲- معیارهای اعتماد بیش از حد مدیریت

### • سرمایه‌گذاری بیش از حد

واحد تجاری زمانی کارا در سرمایه‌گذاری تعریف می‌شود که همه پروژه‌هایی را که ارزش فعلی خالص مثبت داشته باشد، انتخاب کند؛ بنابراین، در شرایطی که هیچ اصطکاکی مثلاً انتخاب ناسازگار یا هزینه نمایندگی وجود ندارد، سرمایه‌گذاری ناکارا، صرف‌نظر کردن از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی مثبت است (کم سرمایه‌گذار). به علاوه سرمایه‌گذاری ناکارا شامل انتخاب پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی نیز می‌شود (بیش سرمایه‌گذاری). حداقل دو معیاری نظری برای تعیین کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد: اولاً این‌که، اگر یک شرکت تصمیم به تأمین مالی گیرد، هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی با آن انجام شود. برای مثال مدیران ممکن است با انتخاب پروژه‌های نامناسب در جهت منافع خویش و یا حتی سوء استفاده از منابع موجود، اقدام به سرمایه‌گذاری ناکارا نمایند؛ دوم این‌که یک شرکت نیاز دارد به منظور تأمین

مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، منابع را جمع‌آوری نمایند (هیتن، ۲۰۰۲: ۳۵). در یک بازار کارا، همه پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت باید تأمین شود؛ هرچند بخش عمده‌ای از ادبیات موجود در حوزه مالی نشان داده است که محدودیت‌های مالی، توانایی مدیران را برای تأمین مالی محدود می‌سازد (هو بارد<sup>۱۱</sup>، ۱۹۹۸)، زیرا شرکت‌های مواجه با محدودیت مالی ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تأمین مالی، از قبول و انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت صرف نظر نمایند که این کار به کم سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. ریچاردسون (۲۰۰۶) نشان می‌دهد که عوامل زیادی از جمله محدودیت مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد که یکی از این عوامل رفتاری اعتماد بیش از حد مدیران ارشد شرکت‌هاست. اکثر مدیرانی که دارای اعتماد به نفس بالا هستند، نسبت به تصمیمات خود و نتایج آن‌ها علی‌الخصوص در زمینه تصمیمات سرمایه‌گذاری بسیار خوش‌بین هستند (کوپر و همکاران<sup>۱۲</sup>، ۱۹۸۸: ۹۸). 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 بیشتر از ارزش واقعی‌شان ارزش گذاری کنند. از طرف دیگر، آن‌ها اعتقاد دارند که بازار شرکت آن‌ها را کمتر از واقع ارزش گذاری می‌کند و باعث می‌شود تأمین 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 از سرمایه‌گذاری از خود نشان دهند، اما در صورتی که تأمین مالی پروژه‌ها نیازمند منابع خارجی باشد، ممکن است کم سرمایه‌گذاری صورت گیرد (مل مندی و همکاران، ۲۰۰۵: ۶۵۳).

#### • نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام

یکی از مهم‌ترین تصمیم‌های پیش روی مدیران واحد تجاری تصمیم‌های مربوط به تأمین مالی است. تأمین مالی یکی از اجزای ضروری عملیات هر واحد تجاری است. بدون دسترسی به تأمین مالی توان رشد واحد تجاری در معرض خطر قرار می‌گیرد، زیرا در زمان حاضر محیطی که شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند، محیط در حال رشد و رقابتی است و شرکت‌ها نیز جهت پیشرفت و رشد نیاز به توسعه فعالیت‌های خود از طریق سرمایه‌گذاری جدید دارند. انجام پروژه‌های صنعتی نیازمند تهیه منابع مالی و وجه نقد مورد نیاز است و در این راستا شرکت‌ها ناگزیر به استفاده از سازوکارهای تأمین مالی می‌باشند. منابع تأمین مالی واحد تجاری به دو دسته تقسیم می‌شوند: (۱) منابع مالی داخلی؛ مانند سود انباشته و اندوخته‌ها (۲) منابع مالی خارجی؛ مانند انتشار اوراق بهادار مشارکت و اوراق بهادار. مدیران واحد تجاری نسبت به اینکه از کدام یک از روش‌های تأمین مالی استفاده کنند تصمیم‌گیری می‌کنند. عوامل زیادی همچون مشکلات نمایندگی، عدم تقارن

اطلاعاتی، اندازه شرکت، درماندگی مالی و غیره بر تصمیم‌گیری مدیران و احد تجاری مؤثر است. علاوه بر این فاکتورها و عوامل موجود در شرکت‌ها، برخی از ویژگی‌های شخصیتی مدیران نیز جزء عوامل مهم در تصمیم‌گیری‌های شرکت به حساب می‌آید (برتراند<sup>۱۳</sup>، ۲۰۰۳؛ ۱۱۷۰)؛ که یکی از این عوامل رفتاری اعتماد بیش از حد مدیران ارشد شرکت‌هاست. مدیرانی که سودآوری خود را بیش از حد تخمین می‌زنند و یا به سودآوری واحد تجاری خوش‌بین هستند، احساس می‌کنند بازار سرمایه اوراق بهادار سهام آن‌ها را کمتر از واقع ارزش گذاری می‌کند از این رو در مواردی که واحد تجاری به تأمین مالی نیاز داشته باشد مدیران تأمین مالی را از طریق انتشار اوراق بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند.

#### • بازده سود سهام صفر (سیاست تقسیم سود).

سیاست تقسیم سود، جنبه مهمی از مدیریت مالی است؛ زیرا مدیران در قالب این سیاست تصمیم می‌گیرند از نتیجه عملیات، یعنی سود، چه مبلغی بین سهامداران توزیع کنند و چه مبلغی را به صورت سود سنواتی در شرکت نگاه‌دارند در عین حالی که سرمایه‌گذاران به دریافت سود حاصل از سرمایه‌گذاری خود علاقه‌مندند، مدیران ارزان‌ترین و مهم‌ترین منبع مالی برای رشد، توسعه و تأمین مالی نیازهای خود را تقسیم نکردن سود می‌دانند (معاونت مطالعات اقتصادی و توسعه بازار، ۱۳۸۹) نظریه‌های تقسیم سود و عوامل ذکر شده، بر این فرض استوارند که مدیران هنگام تصمیم‌گیری منطقی رفتار می‌کنند. مدیران دچار بیش اطمینانی یا خوش‌بینی هستند و این بیش اطمینانی بر سود تقسیمی اخلاص ایجاد می‌کند. مدیران بیش اطمینان بازده‌های آتی پروژه-های واحد تجاری را بیش از حد برآورد می‌کنند. از این رو ممکن است احتمال بزرگی شوک‌های مثبت جریان‌های نقدی آتی حاصل از این پروژه‌ها را بیشتر برآورد کنند و در مقابل برآورد کمتری از شوک‌های منفی داشته باشند. آن‌ها بر این باورند واحد تجاری تحت مدیریتشان در بازار سرمایه کمتر از حد ارزش گذاری شده و ترجیح می‌دهند از منابع مالی خارج از سازمان کمتر استفاده کنند. به بیان دیگر انتظار می‌رود سود نقدی کمتری تقسیم کنند (ایشکاو و تاکاهاشی، ۲۰۱۰؛ ۳۸). هم-چنین بن دیوید و همکاران<sup>۱۴</sup> (۲۰۰۷) معتقدند اگر مدیران دارای اعتماد بیش از حد نیاز به سرمایه‌گذاری بیشتری داشته باشند، سود نقدی کمتری پرداخت می‌کنند.

#### • نسبت مخارج سرمایه‌ای

مخارج سرمایه‌ای، مخارج هستند که به حفظ، تداوم فعالیت یا افزایش ظرفیت تولید کالا و خدمات می‌انجامند و برای شرکت سودآوری آتی دارند (شاکری، ۱۳۸۲) مخارج سرمایه‌ای عمدتاً

صرف خرید، ساخت، بهسازی و تعمیرات دارایی‌های ثابت می‌شود. مدیری که اطمینان بیش از حد دارد، به طور نظام‌مندی بازده آتی ناشی از پروژه‌های سرمایه‌گذاری را بیش از حد برآورد می‌کند و احتمال و اثر رویدادهای مطلوب بر جریان‌های نقدی شرکت را بیش از حد برآورد می‌کند و احتمال و اثر رویدادهای نامطلوب بر جریان‌های نقدی شرکت را کمتر از حد تخمین می‌زند (هیتن، ۲۰۰۲: ۳۴)؛ بنابراین انتظار می‌رود مدیرانی که اطمینان بیش از حد دارند، از طریق افزایش عدم تقارن اطلاعاتی نسبت به جریان‌های نقدی آتی منجر به افزایش نوسانات قیمت آتی سهام، کاهش ارزش شرکت و افزایش مخارج سرمایه‌ای شرکت شوند (بن، گراهام و هاروی، ۲۰۱۰: ۴).

### ۳-۲- اعتماد بیش از حد مدیریت و خطر سقوط قیمت سهام

بحران مالی اخیر علاقه را به درک و پیش‌بینی سقوط قیمت سهام تحریک کرده است. چند مدل نظری نشان می‌دهد که مدیران شرکت‌ها انگیزه‌ای برای پنهان کردن اخبار بد و به تعویق انداختن خاتمه پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص منفی دارند. هنگامی که خبر بد یا عملکرد بد تجمع می‌یابد و از نقطه اوج عبور کند، همه آن‌ها به یکباره بیرون خواهد آمد و در نتیجه قیمت سهام کاهش می‌یابد (بن ملیچ و همکاران، ۲۰۱۰: ۱۱۷۰؛ و جین و مایرز، ۲۰۰۶: ۲۵۹)؛ مانند بسیاری از مطالعات در ادبیات تئوری نمایندگی سنتی، یک ویژگی این مدل این است که مدیران منطقی سود موردنظر را بیش از حد ارزیابی می‌کنند و ممکن است مشکلات مخاطرات اخلاقی بوجود آید. به‌عنوان مثال، در مدل بن ملیچ و همکاران<sup>۱۵</sup> (۲۰۱۰)، الگوی سهام مبتنی بر جبران خسارت باعث می‌شود مدیران خودخواهانه به مخفی کردن خبر بد در مورد رشد شرکت برای حداکثر رساندن ارزش منابع سهام خود عمل کنند. به‌طور مشابه، بلک و لئو<sup>۱۶</sup> (۲۰۰۷) در الگویی فرض می‌کنند که انگیزه‌ی دستیابی به سود بالاتر برای جبران خسارت مدیران را به تأخیر انداختن انحلال پروژه‌های بد تشویق می‌کند.

مدیران بیش اطمینان تمایل به بیش از حد ارزیابی کردن جریان‌های نقدی پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود و همچنین توانایی‌های خود در مورد عملکرد خوب دارند (مل مندیرو و تیت، ۲۰۰۵: ۶۵۱ و مل مندیرو و همکاران، ۲۰۱۱: ۱۶۸۹) در نتیجه، مدیران بیش اطمینان تمایل به درک اشتباه از پروژه‌های در جریان با ارزش فعلی خالص منفی به‌عنوان ایجاد ارزش دارند. آن‌ها همچنین نمی‌توانند به‌طور منطقی به فرایند بازخورد منفی در مورد چنین پروژه‌هایی عمل کنند (ساندر<sup>۱۷</sup>، ۲۰۱۰: ۳؛ و تیلور و همکاران<sup>۱۸</sup>، ۱۹۹۵: ۱۹۵)؛ و پس از مشاهده بازخورد منفی، مدیرعامل منطقی اصلاح انتظار او رو به پایین است و ممکن است نتیجه‌گیری کرد که پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی مربوط به عملیات قبل هستند، درحالی‌که مدیران بیش اطمینان با انجام چنین



کاری با شکست مواجه می‌شود. در عوض، مدیرعامل بیش اطمینان تمایل به چشم‌پوشی بازخورد منفی دارد و هنوز هم معتقدند که این پروژه‌ها دارای آینده‌ی امیدوارکننده می‌باشند. علاوه بر این مدیرعامل بیش اطمینان که به دست‌چین کردن طرح‌های سرمایه‌گذاری معتقد است اوست که توانایی کنترل نتیجه و احتمال شکست را دست‌کم می‌گیرد (مل مندی و تیت، ۲۰۰۵؛ ۶۵۱). این ابراز از اعتماد بیش از حد مدیرعامل منجر به ادامه دادن به پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی برای مدت طولانی می‌شود. عملکرد ضعیف این پروژه‌ها بد تجمع می‌یابد و در نهایت در سررسید نهایی خود محقق و در نتیجه منجر به سقوط قیمت سهام می‌شود (بون کیم و زانگ، ۲۰۱۳؛ ۳). اعتماد بیش از حد مدیران نیز در عرضه اطلاعات مالی به بازار سهام تأثیر می‌گذارد. از آنجا که اعتماد بیش از حد مدیران اجرایی اشتباهاً به درک نامناسبی از انجام پروژه‌های با خالص جریان‌های نقدی با ارزش فعلی خالص منفی به‌عنوان پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت می‌انجامد، آن‌ها می‌توانند تمایل به ارائه آزاد از افشای محرمانه بازخورد منفی در مورد پروژه‌ها داشته باشند. دلیل این امر این است که مدیران بیش اطمینان معتقدند که سرمایه‌گذاران بی‌حوصله که متمایل به اخبار کوتاه‌مدت عمل می‌کنند، مدیران را مجبور به ارائه اطلاعات به‌ظاهر مثبتی از پروژه‌های در جریان با ارزش فعلی خالص منفی موقت می‌کنند. چنین مدیران اجرائی حتی ممکن است از اقلام تعهدی حسابداری مثبت و افشای داوطلبانه برای انتقال باورهای خوش‌بینانه خود در مورد چشم‌انداز بلندمدت شرکت به بازار سهام استفاده کنند؛ بنابراین، اعتماد بیش از حد مدیرعامل شرکت نیز می‌تواند به احتکار خبر بد منجر شود که به نوبه خود منجر به سقوط قیمت سهام در آینده می‌شود (بون کیم و همکاران، ۲۰۱۵؛ ۴).

### ۳- پیشینه تجربی پژوهش

چن و همکاران (۲۰۰۱) در پژوهشی با عنوان "پیش‌بینی سقوط قیمت سهام: حجم معاملات، بازده گذشته و چولگی شرطی قیمت سهام" به بررسی عوامل مؤثر بر عدم تقارن در بازده سهام پرداختند آن‌ها در مطالعه خود مجموعه‌ای از مدل‌های رگرسیونی مقطعی را به منظور پیش‌بینی چولگی منفی بازده روزانه سهام مورد استفاده قرار دادند و از داده‌های مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس آمریکا (AMEX) و بورس نیویورک (NYSE) برای ارزیابی مدل‌های مذکور استفاده کردند. محققین با تأکید بر مدل عقاید متفاوت هانگ و آستین، در بررسی‌های خود به این نتیجه رسیدند که بازده سهامی که حجم معاملات آن نسبت به شش ماه گذشته افزایش چشمگیری داشته است و هم‌چنین سهامی که طی ۳۶ ماه گذشته دارای بازه مثبت بوده است. با احتمال بیشتری با چولگی منفی مواجه می‌شود.

هانگ و آستین (۲۰۰۳) در رابطه با خطر سقوط قیمت سهام به این رابطه پرداختند که ناهمگنی رفتارهای سرمایه‌گذاران خود دلیلی برای سرعت بخشیدن به سقوط قیمت سهام است. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد اگر تفاوت نظر در رفتار سرمایه‌گذاران زیاد باشد سرمایه‌گذاران تندرو با شنیدن کوچک‌ترین اخبار بد نامطلوب به فروش سریع سهام خود مبادرت می‌ورزند، همچنین سعی می‌کنند هر چه سریع‌تر از بازار خارج شوند که این حرکت در نهایت به سقوط قیمت سهام منجر می‌شود. به‌علاوه آن‌ها اثبات کردند اخبار نهایی انباشته شده در شرکت در زمان تنزل بازار تمایل بیشتری به آشکار شدن پیدا می‌کنند که نتیجه آن تعدیل شدید و منفی بازده سهام.

جین و مایرز (۲۰۰۶) مدلی را گسترش دادند که بیان می‌نمود، عدم شفافیت اطلاعات به مدیران فرصت بیشتری برای پوشاندن اخبار بد از ذینفعان شرکت می‌دهد؛ و در نهایت زمانی که این اخبار بد انباشته شده در شرکت انتشار پیدا کند. باعث ایجاد یک تعدیل منفی و شدید در بازده سهام یا همان سقوط قیمت سهام می‌شود.

اخوانم و پاسترناک (۲۰۰۷) در پژوهشی با عنوان اعتماد بیش از حد و حجم سرمایه‌گذاری به بررسی رابطه میان رفتار سرمایه‌گذاران و ظرفیت سرمایه‌گذاری‌شان در کشور فنلاند پرداختند. روش کار به این شکل بود سرمایه‌گذاران در برابر واکنش به اخبار جدید مثبت و منفی مورد آزمایش قرار گرفتند و عکس‌العمل آن‌ها در جهت‌ها مثبت و منفی از دیدگاه ظرفیت و آستانه سرمایه‌گذاران تحلیل شد. یافته‌های این پژوهش نشان داد که سرمایه‌گذاران جزئی‌تر و با اعتماد به نفس بالاتر، آسیب بیشتری از رفتارهای سرمایه‌گذاری‌شان می‌بینند. در پایان، آن‌ها با جمع‌آوری نتایج حاصله به این باور دست یافتند که رفتار سرمایه‌گذار با اندازه و حجم سرمایه‌گذاری تغییر کرده و از آن متأثر است.

مل مندیرو و همکاران (۲۰۰۸) در بررسی رفتار مدیران دریافتند که خصوصیات شخصی آن‌ها، به ویژه اعتماد بیش از حد مدیریتی، ممکن است به انحرافات در تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت منجر شود و این مدیران خوش‌بین به طور معنی داری حساسیت سرمایه‌گذاری بیشتری به جریان‌های نقدی آزاد به ویژه در شرکت‌های سهامی دارند. نتایج آن‌ها نشان داد که مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد، تأمین مالی از طریق بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند.

هاتن و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهشی با عنوان "گزارشگری مالی غیر شفاف،  $R^2$  و خطر سقوط قیمت سهام" رابطه عدم شفافیت گزارشگری مالی و خطر سقوط را بررسی کردند. آن‌ها با استفاده از مدیریت سود به عنوان معیار عدم شفافیت اطلاعات مالی، به این نتیجه رسیدند عدم شفافیت اطلاعات مالی با افشای اطلاعات کم‌تر در ارتباط است. به‌علاوه شرکت‌هایی که دارای صورت‌های مالی غیر شفاف هستند، بیشتر در معرض سقوط قیمت سهام قرار می‌گیرند. فیر چیلد (۲۰۰۹) در

پژوهشی با عنوان اعتماد بیش از حد مدیریتی، مسئله نمایندگی، تصمیمات مالی و عملکرد شرکت، بیان می‌کند که یک مدیر با اعتماد به نفس بیش از حد، توانایی‌های خود را بیش از حد واقع، دودیت‌های مالی را کمتر از واقع در نظر می‌گیرد. بررسی‌های وی مشخص کرد که با در نظر گرفتن عامل مسئله نمایندگی در حالت کم کاری مدیریت، یک رابطه مثبت میان اعتماد به نفس مدیریتی و اهرم بدهی شرکت وجود دارد.

هوانگ و همکاران (۲۰۱۱)، در پژوهشی به بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی و هم‌چنین، بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رابطه مذکور پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که به طور میانگین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران باعث افزایش حساسیت-جریان‌های نقدی می‌شود و در شرکت‌هایی که هزینه نمایندگی بالاتری دارند این اثر به میزان قابل توجهی بیشتر است.

احمد و اسکات (۲۰۱۲) به بررسی رابطه اعتماد بیش از حد و محافظه‌کاری پرداختند و به این نتیجه رسیدند که مدیران با اطمینان بالا بازده‌های آتی حاصل از سرمایه‌گذاری را بیش از حد تخمین می‌زنند بنابراین شناسایی ضرر و خسارت را به تأخیر می‌اندازند و عموماً کمتر از حسابداری محافظه‌کارانه بهره می‌برند؛ بنابراین نتایج تحقیق نشان می‌دهد که اعتماد بیش از حد مدیریتی با محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی رابطه منفی دارند.

کرامر و لئو (۲۰۱۲) در پژوهشی با استفاده از معیارهای اندازه‌گیری اعتماد به نفس بیش از حد مل‌مندیر و تیت (۲۰۰۵ و ۲۰۰۸) در رابطه با زمان اعمال اختیارات مالی معامله در دست مدیریت، به بررسی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیران بر دیدگاه تحلیلگران پرداختند. نتایج آن‌ها نشان داد، تحلیلگران سودهای شرکت‌هایی را که دارای مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد هستند، خوش‌بینانه تلقی می‌کنند.

احمد و دوئلمن (۲۰۱۳) در پژوهشی با عنوان اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی پرداخته و هم‌چنین نقش نظارت خارجی قوی را بر این تأثیرات بررسی کرده-اند و نشان دادند که اطمینان بیش از حد مدیریتی باعث کاهش محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی شده و نظارت خارجی قوی سبب کاهش تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری نمی‌گردد.

دشماخ و همکاران (۲۰۱۳) به این نتیجه رسیدند که مدیران دارای اعتماد بیش از حد به دلیل اینکه دارای تأمین مالی خارجی به منظور سرمایه‌گذاری در شرکت را پرهزینه می‌دانند، در صورت نیاز به سرمایه‌گذاری بیش‌تر در آینده، سود نقدی کم‌تری تقسیم می‌کنند، هم‌چنین آن‌ها به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌های دارای رشد کم‌تر و وجوه نقد کم‌تر، این رابطه منفی شدیدتر است.

بون کیم و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهش به بررسی رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیران و خطر سقوط قیمت سهام پرداختند. آن‌ها با استفاده از نمونه‌های برای دوره ۱۹۹۳-۲۰۱۰ به این نتیجه رسیدند که خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های با مدیران اجرایی بیش اطمینان بیشتر از شرکت‌های که دارای مدیران غیر بیش اطمینان هستند، در نهایت، به این نتیجه رسیدند که اثر اعتماد بیش از حد مدیرعامل شرکت برای شرکت‌های با سیاست‌های حسابداری محافظه‌کارانه‌تر بر خطر سقوط کمتر است.

عرب صالحی و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری- جریان‌های نقدی پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد باعث افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری- جریان‌های نقدی می‌شود.

فروغی و نبخه فلاح (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد اثر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی منفی و معنادار است به عبارتی وجود ویژگی اطمینان بیش از حد در مدیران ارشد، سبب کاهش محافظه‌کاری در فرایند گزارشگری مالی می‌شود.

مشایخ و بهزاد پور (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیران و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد بین بیش اطمینانی مدیران و تقسیم سود شرکت ارتباط منفی و معناداری وجود دارد؛ به‌گونه‌ای که مدیران بیش اطمینان تقسیم سود کمتری دارند.

چاوشی و همکاران (۱۳۹۴)، در پژوهشی به بررسی رابطه اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی و نتایج این پژوهش عدم رابطه اعتماد بیش از حد مدیران و تصمیم‌های مالی هست. علاوه بر این نشان دادند رابطه‌ی فرصت‌های رشد، سودآوری اندازه شرکت و ریسک درماندگی رابطه معناداری با تصمیم‌های مالی دارند.

حجازی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی اثر بازار، نقد شوندگی و تکانه بر تغییرات عمده قیمت سهام پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های این پژوهش، بیانگر رابطه‌ی معنادار بین متغیرهای مورد بررسی و تغییرات عمده قیمت سهام هست؛ و همچنین نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد در میان عوامل مورد بررسی، عامل نقدشوندگی مهم‌ترین متغیر برای توضیح احتمال

کاهش قیمت سهام، بیش از ۵٪، ۱۰٪، ۲۰٪ و ۳۰٪ و عامل بازار اثرگذارترین متغیر بر احتمال افزایش قیمت سهام بیش از ۱۰٪، ۲۰٪ و ۳۰٪ هست.

پور زمانی و قمری (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و سرعت تعدیل قیمت سهام پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که در بازار سرمایه ایران رابطه میان تغییرات کیفیت گزارشگری مالی و سرعت تعدیل قیمت معنی‌دار نبوده و با بهبود کیفیت گزارشگری مالی، سرعت تعدیل قیمت سهام تغییر معنی‌داری از خود نشان نمی‌دهد. همچنین یافته‌های آن نشان داد که در بورس اوراق بهادار ایران سرعت تعدیل قیمت سهام نسبت به اخبار خوب و بد دارای الگوی رفتاری متقارن بوده و اختلاف معنی‌داری در میانگین سرعت تعدیل قیمت سهام نسبت به اخبار خوب و اخبار بد وجود ندارد. از دیگر یافته‌های این پژوهش می‌توان به رابطه مثبت و معنی‌دار اندازه و حجم معاملات تأخیری شرکت با سرعت تعدیل قیمت سهام هم در سطح اخبار خوب و هم در سطح اخبار بد اشاره کرد.

#### ۴- فرضیه‌های پژوهش

**فرضیه اصلی پژوهش:** اعتماد بیش از حد مدیریتی تأثیر مثبت معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارد.

در این پژوهش برای اندازه‌گیری اعتماد بیش از حد مدیریتی از پنج معیار سرمایه‌گذاری بیش از حد، جمع خالص جریان‌های نقدی شرکت، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت، سیاست تقسیم سود و نسبت مخارج سرمایه‌ای شرکت مطابق پژوهش بون کیم و همکاران (۲۰۱۵) استفاده شده که فرضیه‌های فرعی این پژوهش به شرح زیر هست.

**فرضیه فرعی اول:** سرمایه‌گذاری بیش از حد تأثیر مثبت معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارد.

**فرضیه فرعی دوم:** جمع خالص جریان‌های نقدی شرکت تأثیر مثبت معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارد.

**فرضیه فرعی سوم:** نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت تأثیر مثبت معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارد.

**فرضیه فرعی چهارم:** سیاست تقسیم سود تأثیر مثبت معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارد.

**فرضیه فرعی پنجم:** نسبت مخارج سرمایه‌ای شرکت تأثیر مثبت معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارد.

## ۵- جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۳ است. در این پژوهش به منظور نمونه‌گیری از روش نمونه‌گیری هدفمند (حذف سیستماتیک) استفاده شده است، بدین منظور کلیه شرکت‌های جامعه که دارای شرایط زیر بوده‌اند، به عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف شده‌اند؛

- (۱) به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی ۲۹ اسفند باشد.
  - (۲) به منظور همگن بودن اطلاعات، فعالیت آن‌ها تولیدی باشد.
  - (۳) معاملات سهام آن‌ها طی دوره پژوهش بیش از سه ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد.
  - (۴) اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش در دسترس باشد.
- با اعمال شرایط مذکور از بین شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران، تعداد ۹۹ شرکت به عنوان نمونه آماری این پژوهش انتخاب شدند.

## ۶- الگوی پژوهش

با توجه به چارچوب نظری و پیشینه‌ی پژوهش، الگوی پژوهش از نوع رگرسیون چند متغیره است. بنابراین، مدل زیر برای انجام آزمون فرضیه‌ها انتخاب شده است (بون کیم و همکاران، ۲۰۱۵).  
الگوی ۱ جهت آزمون فرضیه‌های فرعی یکم تا پنجم استفاده شده است.

$$\begin{aligned} NCSKEW_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 OVERINV_{i,t-1} + \beta_2 ACQUIRE_{INDADJ} + \beta_3 Odebt - to - equity_{i,t-1} \\ & + \beta_4 ODIVYLD_{i,t-1} + \beta_5 CAPEX_{i,t-1} + \beta_6 CRASH_{i,t-1} + \beta_7 DUALITY_{i,t-1} \\ & + \beta_8 STD_{i,t-1} + \beta_9 RET_{i,t-1} + \beta_{10} Size_{i,t-1} + \beta_{11} MTB_{i,t-1} + \beta_{12} LEV_{i,t-1} \\ & + \beta_{13} OPAQUE_{i,t-1} + \beta_{14} ROE_{i,t-1} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

الگوی ۲ جهت آزمون فرضیه اصلی استفاده شده است.

$$\begin{aligned} NCSKEW_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 OverconfidentCEO_{i,t-1} + \beta_3 CRASH_{i,t-1} + \beta_4 DUALITY_{i,t-1} \\ & + \beta_5 STD_{i,t-1} + \beta_6 RET_{i,t-1} + \beta_7 Size_{i,t-1} + \beta_8 MTB_{i,t-1} + \beta_9 LEV_{i,t-1} \\ & + \beta_{10} ROE_{i,t-1} + \beta_{11} OPAQUE_{i,t-1} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

متغیرهای الگو در جدول ۱ تعریف شدند.

### جدول ۱- تعریف متغیرهای الگو

متغیر مورد بررسی	نماد
چولگی منفی بازده ماهانه سهام	NCSKEW
سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد	OVERINV
جمع خالص جریان‌های نقدی شرکت	ACQUIRE_INDADJ
نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت	debt-to-equity
سیاست تقسیم سود	DIVYLD
نسبت مخارج سرمایه‌ای	CAPEX
اعتماد بیش از حد مدیریت	Overconfident CEO
چولگی منفی بازده سهام سال قبل	CRASH
عدم تجانس سرمایه‌گذاران	DUALITY
انحراف معیار بازده ماهانه بازده سهام	STD
میانگین بازده ماهانه بازده سهام	RET
اندازه شرکت	SIZE
نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام	MTB
اهرم مالی	LEV
شاخص سودآوری	ROE
عدم شفافیت اطلاعات مالی	OPAQUE

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۷- اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

#### • متغیرهای مستقل

برای اندازه‌گیری اطمینان بیش از حد مدیریتی از پنج معیار زیر استفاده می‌شود؛ که در صورتی که حداقل سه معیار از پنج معیار یک باشد عدد یک و در غیر اینصورت صفر را اختیار می‌نماید (بون کیم و همکاران، ۲۰۱۵).

معیار اول، سرمایه‌گذاری بیش از حد ( $OverInv_{i,t}$ ): مطابق با پژوهش احمد دوئملن (۲۰۱۳) و اسجراند و زوزچمن (۲۰۱۱) عبارت است از مفهوم مازاد سرمایه‌گذاری که از رگرسیون رشد دارایی‌ها نسبت به رشد فروش در سطح صنعت به شرح رابطة (به دست می‌آید و در صورتی که باقی‌مانده رابطة ۳ برای شرکت مثبت باشد به این معناست که دران شرکت سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد انجام شده و برای متغیر  $OverInv_{i,t}$  عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر لحاظ می‌شود (کیم و همکاران، ۲۰۱۴).

$$ASSET.GR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SALES.GR_{i,t} + \varepsilon_t \quad (3)$$

ASSET.GR<sub>i,t</sub>: رشد دارایی‌های در سال t:

$$\left( \frac{ASSETS_t}{ASSETS_{t-1}} \right) - 1$$

SALES.GR<sub>i,t</sub>: رشد فروش در سال t:

$$\left( \frac{SALES_t}{SALES_{t-1}} \right) - 1$$

**معیار دوم، جمع خالص جریان‌های نقدی:** یک متغیر ساختگی بوده که در صورتی خالص جریان‌های نقدی شرکت i در سال مالی t بیشتر از میانه جمع خالص جریان‌های نقدی همان دوره شرکت‌های صنعت مربوطه عضو نمونه باشد، بیانگر اطمینان بیش از مدیریتی بوده عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر را اختیار می‌نماید.

**معیار سوم، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام:** یک متغیر ساختگی بوده که در صورتی که نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال مالی t بیشتر از میانه نسبت بدهی به حقوق صاحبان همان دوره شرکت‌های صنعت مربوطه عضو نمونه باشد، بیانگر اطمینان بیش از مدیریتی بوده عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر را اختیار می‌نماید. نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام به عنوان مجموع بدهی بلندمدت و کوتاه‌مدت تقسیم‌بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تعریف می‌شود.

**معیار چهارم، سیاست تقسیم سود (DIVYLD):** یک متغیر ساختگی بوده که اگر شرکت سود نقدی توزیع نکرده باشد برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر است. بازده سود سهام صفر است.

**معیار پنجم، نسبت مخارج سرمایه‌ای (CAPEX<sub>i,t</sub>):** این معیار به استناد پژوهش بن دیوید و همکاران (۲۰۱۰) و مالمندیر و تیت (۲۰۰۵) یک متغیر ساختگی بوده که در صورتی نسبت مخارج سرمایه‌ای شرکت i در سال مالی t بیشتر از میانه مخارج سرمایه‌ای همان دوره شرکت‌های صنعت مربوطه عضو نمونه باشد، بیانگر اطمینان بیش از مدیریتی بوده و CAPEX<sub>i,t</sub> عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر را اختیار می‌نماید. نسبت مخارج سرمایه‌ای شرکت در سال t بر اساس رابطه ۴ از تقسیم مخارج سرمایه‌ای به کل دارایی‌های شرکت i در پایان سال t-1 محاسب می‌شود.

رابطه (۴)

$$\left( \frac{C}{A} \right)_t = \frac{C.E_t}{TA_{t-1}}$$



$C.E_t$  مخارج سرمایه‌ای، مخارجی که صرف خرید یا بهبود و ارتقای دارایی‌های مولد مانند: ماشین‌آلات، ساختمان‌های تجاری و تولیدی، وسایل نقلیه و... در سال  $t$  شود و بر اساس مطالعه لولن بدریناس (۱۹۹۷) از تفاوت خالص ارزش دفتری دارایی‌های ثابت در ابتدا و پایان دوره مالی به علاوه هزینه استهلاک محاسبه می‌گردد.  
 $TA_{t-1}$ : کل دارایی‌ها در پایان سال  $t-1$

• متغیر وابسته پژوهش

اندازه‌گیری سقوط قیمت سهام

برای اندازه‌گیری سقوط قیمت سهام از مدل ضریب چولگی (چن و همکاران ۲۰۰۱) و مدل هاتن و همکاران (۲۰۰۹) استفاده شده و به شرح رابطه ۵ می‌باشد.  
 رابطه (۵)

$$NCSKEW_{it} = -\frac{(n(n-1))^{\frac{3}{2}} \sum W_{j,\theta}^3}{((n-1)(n-2)(\sum W_{j,\theta}^2)^{\frac{3}{2}})}$$

در مدل فوق  $W_{j,\theta}$ : بازده ماهانه خاص شرکت  $j$  در ماه  $\theta$  طی سال مالی  $n$  تعداد ماه‌های مشاهده شده بازده طی سال مالی می‌باشد. در مدل فوق هرچه مقدار ضریب چولگی منفی بیشتر باشد، آن شرکت در معرض سقوط قیمت سهام بیشتر خواهد بود.

بازده ماهانه خاص شرکت که با  $w$  نشان داده می‌شود برابر است با لگاریتم طبیعی عدد ۱ به علاوه عدد باقی‌مانده که از فرمول ۶ محاسبه شده است.

رابطه (۶)

$$W_{j,\theta} = \ln(1 + \varepsilon_{j,\theta})$$

$\varepsilon_{j,\theta}$  باقیمانده یا پسماند شرکت  $j$  در ماه  $\theta$  است و عبارت است از بازده باقیمانده یا پسماند.

رابطه (۷)

$$r_{j,t} = \alpha_j + \beta_{1,j}r_{m,t-2} + \beta_{2,j}r_{m,t-1} + \beta_{3,j}r_{m,t} + \beta_{4,j}r_{m,t+1} + \beta_{5,j}r_{m,t+2} + \varepsilon_{j,\theta}$$

در فرمول ۷  $R_{i,t}$  بازده سهام شرکت  $j$  در ماه  $t$  می‌باشد و  $R_{i,t}$  بازده ماهانه بازار بر اساس (شاخص بازار) خواهد بود.

• متغیرهای کنترلی

عدم تجانس سرمایه‌گذاران (DTURN): عبارت است از متوسط گردش تصادفی سهام در سال مالی جاری منهای متوسط گردش تصادفی سهام در سال گذشته. متوسط گردش تصادفی سهام، از طریق تقسیم حجم معاملات ماهانه سهام بر مجموع تعداد سهام منتشر شده طی ماه به دست می‌آید.

$CRASH_{i,t}$ : ضریب منفی چولگی بازده ماهانه خاص شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$STD_{i,t}$ : انحراف معیار بازده ماهانه خاص شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$RET_{i,t}$ : میانگین بازده ماهانه خاص شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$SIZE_{i,t}$ : اندازه شرکت که برابر با لگاریتم جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ .  
 $MTB_{i,t}$ : نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$LEV_{i,t}$ : اهرم مالی شرکت است که برابر با تسهیلات مالی تقسیم بر جمع دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$ROE_{i,t}$ : برابر است با سود خالص تقسیم بر جمع حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ .

عدم شفافیت اطلاعات مالی (OPAQUE): یک معیار مبتنی بر حسابداری که با استفاده از میزان ارقام تعهدی محاسبه می‌گردد. با استفاده از مدل تعدیل شده جونز (۱۹۹۷) و به صورت مقطعی (سال به سال) ارقام تعهدی اختیاری را اندازه‌گیری کرده و به عنوان شاخص کیفیت اطلاعات مالی بکار برده است؛ بنابراین در این پژوهش از الگوی تعدیل شده جونز برای بررسی عدم شفافیت اطلاعات مالی استفاده شده است. در الگوی یادشده در اولین قدم ارتباط مجموع ارقام تعهدی برای یک دوره زمانی مشخص که به دوره رویداد معروف است با متغیرهای فروش و ناخالص اموال و ماشین‌آلات و تجهیزات استفاده شده که مدل تعدیل شده جونز توسط کوتاری و همکاران (۲۰۰۵) مطابق پژوهش (بون کیم و همکاران، ۲۰۱۵) به شرح رابطه ۸ می‌باشد:

رابطه (۸)

$$\frac{TA_{it}}{A_{i(t-1)}} = \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{i(t-1)}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{\Delta REV_{it}}{A_{i(t-1)}} \right) + \alpha_3 \left( \frac{PPE_{it}}{A_{i(t-1)}} \right) + \varepsilon_{it}$$

در این رابطه  $TA_{it}$  معرف مجموع ارقام تعهدی است که به صورت رابطه ۹ قابل محاسبه است:

رابطه (۹)

$$TA_{i,t} = (\Delta CA_{i,t} - \Delta CASH_{i,t}) - (\Delta DCL_{i,t} - \Delta STD_{i,t}) - DEP_{i,t}$$

در معادله ۸ و ۹ متغیرها به شرح زیر هستند:

$\Delta CA_{i,t}$ : تغییر در دارایی‌های جاری سال جاری نسبت به سال قبل

$\Delta CASH_{i,t}$ : تغییر در وجه نقد سال جاری نسبت به سال قبل

$\Delta DCL_{i,t}$ : تغییر در بدهی‌های جاری سال جاری نسبت به سال قبل

$\Delta STD_{i,t}$ : تغییر در حصة کوتاه‌مدت بدهی‌های بلندمدت سال جاری نسبت به سال قبل

$DEP_{i,t}$ : هزینه استهلاک دارایی‌های مشهود و نامشهود سال جاری

هم‌چنین،  $A_{i(t-1)}$  مجموع دارایی‌های شرکت در سال قبل،  $\Delta REV_{it}$  تفاوت فروش سال جاری نسبت به سال قبل و  $PPE_{it}$  اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات ناخالص و  $\varepsilon_{it}$  خطای برآورد  $\alpha_1$ ،  $\alpha_2$  و  $\alpha_3$  پارامترهای خاص شرکت است. پس از تخمین پارامترهای الگوی ۸، اقلام تعهدی غیراختیاری  $(NDA_{it})$  به شرح رابطه ۱۰ برای "دوره برآورد" محاسبه می‌گردند.

رابطه (۱۰)

$$NDA_{it} = \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{i(t-1)}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{i(t-1)}} \right) + \alpha_3 \left( \frac{PPE_{it}}{A_{i(t-1)}} \right)$$

در مدل فوق  $\Delta REC_{it}$  معرف تغییر در خالص حساب‌های دریافتی سال جاری نسبت به سال قبل است.

در مرحله آخر اقلام تعهدی اختیاری (DA) به شرح ۱۱ محاسبه می‌شود:

$$DA_{it} = \frac{TA_{it}}{A_{i(t-1)}} - NDA_{it}$$

پس از محاسبه اقلام تعهدی اختیاری، عدم شفافیت اطلاعات مالی از طریق رابطه ۱۲ اندازه‌گیری می‌شود:

$$OPAQUE_{i,t} = Abs(DACC_{i,t-1}) + Abs(DACC_{i,t-2}) + Abs(DACC_{i,t-3})$$

$OPAQUE_{i,t}$ : هموارسازی سود شرکت  $i$  در سال مالی  $t$ ;  $Abs$ : نماد قدر مطلق،  $DACC_{i,t-1}$ : اقلام تعهدی اختیاری شرکت  $i$  در پایان سال  $t-1$  -  $DACC_{i,t-2}$ : اقلام تعهدی اختیاری شرکت  $i$  در پایان سال  $t-2$ :  $DACC_{i,t-3}$ : اقلام تعهدی اختیاری شرکت  $i$  در پایان سال  $t-3$ .

## ۷-۲- تجزیه و تحلیل اطلاعات

در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار انجام شده است. هم‌چنین، برای آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون داده‌های ترکیبی استفاده شده است. برای انتخاب از بین روش‌های الگوهای رگرسیونی ترکیبی و الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. اگر در آزمون F لیمر روش داده‌های ترکیبی انتخاب شود، کار تمام است اما اگر روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انتخاب شود لازم است تا آزمون هاسمن نیز انجام شود. از آزمون هاسمن برای تعیین استفاده از الگوی اثرات ثابت در مقابل الگوی اثرات تصادفی استفاده می‌شود (افلاطونی، ۱۳۹۲).

به دلیل اینکه نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند در فرایند تصمیم‌گیری استفاده شود، این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است. هم‌چنین، این پژوهش از لحاظ ماهیت توصیفی - همبستگی است، زیرا در این نوع پژوهش‌ها محقق به دنبال ارزیابی ارتباط بین دو یا چند متغیر است. در این پژوهش به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها و استخراج نتایج پژوهش از نرم‌افزار Excel 2010 و 8 Eviews استفاده شده است. هم‌چنین، سطح اطمینان مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌ها و بررسی فروض کلاسیک رگرسیون ۹۵ درصد است. علاوه بر این، به منظور آزمون فرضیه‌ها از روش اثرات ثابت استفاده شده است. در داده‌های ترکیبی به منظور انتخاب بین داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی از آزمون F لیمر استفاده شد و بر اساس این آزمون، داده‌های ثابت (Fixed) برای آزمون فرضیات انتخاب گردید. برای برآورد پارامترهای مدل‌های رگرسیون، آزمون فروض کلاسیک از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. از جمله مهم‌ترین این فروض فرض‌های مربوط به خود همبستگی، عدم هم‌خطی و عدم ناهمسانی واریانس بین باقیمانده‌های مدل است. نتایج این آزمون نشان می‌دهد که باقیمانده مدل‌های مورد بررسی دارای توزیع نرمال هستند. به منظور تشخیص وجود خود همبستگی بین باقیمانده‌ها، از آزمون دوربین واتسون (DW) استفاده شد. مقدار این آماره برای مدل‌های پژوهش، نشان دهنده‌ی نبود خود همبستگی بین باقیمانده‌هاست.

## ۸- یافته‌های پژوهش

### ۸-۱- آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

کشیدگی	چولگی	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	میانه	میانگین	متغیر	
							نماد	عنوان
۱/۰۷۱	۰/۲۴۶	۳/۸۰۷	-۴/۲۴۲	۴/۲۴۲	-۳/۴۲۹	-۰/۳۲۰	NCSKEW	چولگی منفی بازده ماهانه سهام
۱/۰۵۳	۰/۲۳۲	۰/۴۹۲	۰	۱	۰	۰/۴۰۹	OVERINV	سرمایه‌گذاری بیش از حد
۱/۱۶۹	-۰/۴۱۱	۰/۴۹۷	۰	۱	۰	۰/۴۵۰	ACQUIRE_INDADJ	جمع خالص جریان‌های نقدی
۱/۱۸۷	۰/۴۳۳	۰/۴۹۵	۰	۱	۱	۰/۵۵۴	debt-to-equity	نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام
۱/۰۴۱۶	-۰/۲۰۴	۰/۴۹۰	۰	۱	۱	۰/۵۹۰	CAPEX	سیاست تقسیم سود
۳/۵۱۵	۱/۵۸۵	۰/۴۲۰	۰	۱	۰	۰/۲۲۹	DIVYLD	نسبت مخارج سرمایه‌ای
۱/۲۸۹	۰/۵۳۸	۰/۴۴۸	۰	۱	۰	۰/۳۹۳	Overconfident CEO	اعتماد بیش از حد مدیریت
۱۰/۹۵۶	-۰/۴۳۶	۲/۴۱۱	-۱۲/۲۳۳	۱۱/۵۲۴	-۰/۰۱۲	-۰/۱۸۹	DTURN	چولگی منفی بازده سهام دوره قبل
۳/۱۴۰	۰/۵۷۶	۰/۰۲۳۳	۰/۰۰۸۱	۰/۱۴۳	۰/۰۵۹۵	۰/۰۶۳۳	STD	عدم تجانس سرمایه‌گذاران
۱۱/۹۳۸	۳/۳۳۳۲	۰/۱۸۵	-۳۲۴	۱/۳۶۳	-۰/۰۹۱	-۰/۰۴۵۶	RET	انحراف معیار بازده ماهانه سهام
۱/۰۵۸	-۰/۲۱۶	۳/۷۷۵	-۴/۲۴۲	۴/۲۴۲	۳/۴۶۲	۰/۴۸۸	CRASH	میانگین بازده ماهانه سهام
۳/۱۷۵	۰/۴۹۳	۰/۶۹۸	۴/۰۶۲	۷/۶۰۷	۵/۴۶۶	۵/۶۰۳	SIZE	اندازه شرکت
۵/۵۹۸	۱/۶۲۱	۱/۸۲۳	۰/۲۴۲	۹/۸۸۶	۱/۶۶۶	۲/۲۲۹	MTB	نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام
۲/۹۲۳	-۰/۵۶۳	۰/۱۷۴	۰/۰۹۷	۰/۹۷۱	۰/۶۴۳	۰/۶۲۸	LEV	اهرم مالی
۴/۹۰۳	-۰/۵۹۷	۰/۲۸۸	-۰/۷۲۶	۰/۹۷۴	۰/۳۶۵	۰/۳۵۶	ROE	شاخص سودآوری
۳/۰۷۴	۰/۲۳۰	۰/۸۰۴	۰/۰۰۹	۷/۷۰۵	۰/۲۹۰	۰/۵۱۵	OPAQUE	عدم شفافیت اطلاعات مالی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۲ آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا است. این پارامترها عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی، نظیر بیشینه، کمینه، میانگین و میانه و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی نظیر انحراف معیار است. مهم‌ترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال میانگین متغیر اهرم مالی (LEV) برابر است با ۰/۶۲۸ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت را نشان می‌دهد. همان گونه که در جدول ۲ مشاهده می‌شود، میانه متغیر نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (MTB) برابر با ۱/۶۶۶ که نشان می‌دهد نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. به طور کلی،

پارامترهای پراکندگی معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها با یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است از جمله مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر ضریب چولگی منفی (NCSKEW) برابر  $3/807$  و برای متغیر انحراف معیار بازده سهام شرکت (STD) برابر با  $0/0233$  است که نشان می‌دهد در بین متغیرهای پژوهش، NCSKEW و STD به ترتیب دارای بیشترین و کمترین میزان پراکندگی هستند. هم‌چنین، لازم به توضیح است به منظور اجتناب از تأثیر داده‌های پرت بر نتایج پژوهش، کلیه داده‌های پرت متغیرها در سطح یک درصد حذف شده‌اند.

#### ۸-۲- آمار استنباطی

قبل از برازش الگوها لازم است تا آزمون F لیمر به‌منظور بررسی استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های ترکیبی برای الگوهای مزبور انجام شود. نتایج حاصل از آزمون F لیمر برای الگوهای مزبور در جدول ۳ نشان داده شده است.

جدول ۳- نتایج آزمون F لیمر برای الگوهای تحقیق

الگوی مورد بررسی	آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
الگوی شماره (۱)	۱/۶۸۶	۰/۰۰۲	الگوی اثرات ثابت
الگوی شماره (۲)	۱/۶۶۱	۰/۰۰۳	الگوی اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به آماره و سطح خطای آزمون F لیمر برای تمامی الگوها، لازم است برای انتخاب از بین الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت یا داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی، آزمون هاسمن نیز انجام شود. نتایج مربوط به آزمون هاسمن نیز در جدول ۴ نشان داده شده است.

جدول ۴- نتایج آزمون هاسمن برای الگوهای پژوهش

الگوی مورد بررسی	آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
الگوی شماره (۱)	۱۳۶/۶۹۳	۰/۰۰۰	الگوی اثرات ثابت
الگوی شماره (۲)	۱۳۴/۱۴۸	۰/۰۰۰	الگوی اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همانطور که در جدول ۴ قابل مشاهده است، نتایج حاکی از آن است که الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت برای الگوی (۱ و ۲) روش ارجح است؛ بنابراین، در ادامه به تخمین الگوهای پژوهش با توجه به روش ارجح پرداخته شد. حال در ادامه نتایج تخمین الگوی پژوهش در جدول (۵ و ۶) با روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت نشان داده شده است.

جدول ۵- نتایج حاصل از برآورد الگوی ۱ پژوهش برای آزمون فرضیه‌های فرعی اول تا پنجم

سطح خطا	آماره تی	ضریب متغیر	متغیر	
			نماد	عنوان
۰/۲۱۴	۱/۲۴۲	۴/۴۴۰	$\alpha_0$	عدد ثابت
۰/۰۰۴۷	۲/۸۳۸	۰/۶۵۰	OVERINV	سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد
۰/۰۰۱۷	۳/۱۴۴	۰/۵۰۴	ACQUIRE_INDADJ	جمع خالص جریان‌های نقدی شرکت
۰/۰۰۳۹۵	۲/۰۶۴	۰/۶۴۲	debt-to-equity	نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت
۰/۰۰۲۷	۳/۰۱۸۱	۰/۴۹۰	CAPEX	نسبت مخارج سرمایه‌ای
۰/۰۰۲۷۰	۲/۲۱۷	۰/۸۷۵	DIVYLD	سیاست تقسیم سود
۰/۷۳۲	۰/۳۴۲	۲/۴۶۹	STD	انحراف معیار بازده سهام
۰/۷۳۶	۰/۳۳۷	۰/۳۶۱	RET	میانگین بازده ماهانه سهام
۰/۳۱۸۱	۰/۹۹۹	۰/۰۳۵۲	DTURN	عدم تجانس سرمایه‌گذاران
۰/۰۰۰	۵/۳۱۶	۰/۲۱۵	CRASH	چولگی منفی بازده سهام دوره قبل
۰/۰۰۵۲۳	-۱/۹۴۴	-۱/۲۳۱	SIZE	اندازه شرکت
۰/۰۰۱۸	۳/۱۳۹	۰/۳۰۹	MTB	نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام
۰/۴۷۸	-۱/۷۰۸	-۰/۸۸۳	LEV	اهرم مالی
۰/۲۲۵۲	۲/۲۱۴	۰/۵۸۸	ROE	شاخص سودآوری
۰/۰۰۳۶۹	۲/۰۹۱	۰/۳۶۸	OPAQUE	عدم شفافیت اطلاعات مالی
		۰/۴۸۷		ضریب تعیین
		۰/۳۸۸		ضریب تعیین تعدیل شده
		۲/۴۴۳		آماره‌ی دوربین-واتسون
		۴/۹۲۵		آماره‌ی F
		۰/۰۰۰		احتمال آماره‌ی F

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول ۵ و با توجه آماره‌ی F بدست آمده (۴/۹۲۵) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا کرد که در مجموع الگوی تحقیق از معناداری بالایی برخوردار

است. هم‌چنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای الگو که برابر ۳۸ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل تحقیق بیش از ۳۸ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره‌ی دوربین‌واتسون که برابر ۲/۴۴۳ است، می‌توان ادعا کرد که خود همبستگی مرتبه‌ی اول میان باقی‌مانده‌های الگو وجود ندارد.

جدول ۶- نتایج حاصل از برآورد الگوی ۲ پژوهش برای آزمون فرضیه اصلی پژوهش

سطح خطا	آماره تی	ضریب متغیر	متغیر	
			نماد	عنوان
۰/۰۱۸۸	۲/۳۵۵	۶/۲۶۳	$\alpha_0$	عدد ثابت
۰/۰۳۷۵	۲/۰۹۰	۰/۵۸۴	<i>Overconfident CEO</i>	اعتماد بیش از حد مدیران اجرایی
۰/۳۹۰	۰/۸۵۹	۰/۰۳۴۷	<i>DTURN</i>	عدم تجانس سرمایه‌گذاران
۰/۸۹۹	۰/۱۲۶	۰/۷۶۵	<i>STD</i>	انحراف معیار بازده سهام
۰/۷۱۶	۰/۳۶۳	۰/۲۷۲	<i>RET</i>	میانگین بازده ماهانه سهام
۰/۰۰۰۰	۶/۰۵۶	۰/۲۴۳	<i>CRASH</i>	چولگی منفی بازده سهام دوره قبل
۰/۰۰۱۵	-۳/۱۸۴	-۱/۳۷۴	<i>SIZE</i>	اندازه شرکت
۰/۰۰۴۶	۲/۸۴۳	۰/۳۰۱	<i>MTB</i>	نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام
۰/۶۲۴	-۰/۴۹۰	-۰/۶۰۰	<i>LEV</i>	اهرم مالی
۰/۲۷۵	۱/۰۹۱۴	۰/۶۱۹	<i>ROA</i>	شاخص سودآوری
۰/۰۲۹۵	۲/۳۵۵	۲/۶۵۸	<i>OPAQUE</i>	عدم شفافیت اطلاعات مالی
۰/۴۷۰			ضریب تعیین	
۰/۳۷۲			ضریب تعیین تعدیل شده	
۲/۴۳۱			آماره‌ی دوربین-واتسون	
۴/۷۹۹			آماره‌ی F	
۰/۰۰۰			احتمال آماره‌ی F	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول ۶ و با توجه آماره‌ی F بدست آمده (۴/۷۹۹) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا کرد که در مجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. هم‌چنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای الگو که برابر ۳۷ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل تحقیق بیش از ۳۷ درصد تغییرات



متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره‌ی دوربین واتسون که برابر  $2/431$  است، می‌توان ادعا کرد که خود همبستگی مرتبه‌ی اول میان باقی‌مانده‌های الگو وجود ندارد.

## ۹- نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

### • آزمون فرضیه اول

فرضیه اول به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری بیش از حد بر خطر سقوط آتی قیمت سهام می‌پردازد. با توجه به نتایج بدست آمده در جدول ۵ از برآورد الگو، ضریب متغیر سرمایه‌گذاری بیش از حد برابر  $0/650$  است و با توجه به P-Value آن که برابر با  $0/047$  که کمتر از سطح خطای  $0/05$  است؛ بنابراین، ضریب مثبت متغیر نشان دهنده آن است که سرمایه‌گذاری بیش از حد خطر سقوط آتی قیمت سهام را افزایش داده و سبب کاهش عملکرد آتی می‌شود. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان  $0/95$  مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتیجه این فرضیه منطبق بر مبانی نظری و مطابق با پژوهش بون کیم و همکاران (۲۰۱۵) است.

### • آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم به بررسی جمع خالص جریان‌های نقدی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام می‌پردازد. با توجه به نتایج بدست آمده در جدول ۵ از برآورد الگو، ضریب متغیر جمع خالص جریان‌های نقدی  $0/504$  است و با توجه به P-Value آن برابر با  $0/017$  که کمتر از سطح خطای  $0/05$  است؛ بنابراین، ضریب مثبت متغیر نشان دهنده آن است که جمع خالص جریان‌های نقدی خطر سقوط آتی قیمت سهام را افزایش داده و موجب کاهش عملکرد آتی می‌شود. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان  $0/95$  مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتیجه این فرضیه منطبق بر مبانی نظری و مطابق با پژوهش بون کیم و همکاران (۲۰۱۵) است.

### • آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم به بررسی نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام بر خطر سقوط آتی قیمت سهام می‌پردازد. با توجه به نتایج بدست آمده در جدول ۵ از برآورد الگو، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام برابر  $0/642$  است و با توجه به P-Value آن برابر با  $0/395$  که کمتر از سطح خطای  $0/05$  است؛ بنابراین، ضریب مثبت متغیر نشان دهنده آن است که نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام خطر سقوط آتی قیمت سهام را افزایش داده و سبب کاهش در کاهش عملکرد آتی و ارزش شرکت می‌شود. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان  $0/95$  مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتیجه این فرضیه منطبق بر مبانی نظری و مطابق با پژوهش بون کیم و همکاران (۲۰۱۵) است.

• **آزمون فرضیه چهارم**

فرضیه چهارم به بررسی تأثیر سیاست تقسیم سود بر خطر سقوط آتی قیمت سهام می‌پردازد. با توجه به نتایج بدست آمده در جدول ۵ از برآورد الگو، ضریب متغیر سیاست تقسیم سود برابر  $0/490$  است و با توجه به P-Value آن برابر با  $0/027$  که کمتر از سطح خطای  $0/05$  است؛ بنابراین، ضریب مثبت متغیر نشان دهنده آن است که سیاست تقسیم سود خطر سقوط آتی قیمت سهام را افزایش داده و سبب کاهش در عملکرد آتی می‌شود. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان  $0/95$  مورد تأیید قرار می‌گیرد.

• **آزمون فرضیه پنجم**

فرضیه پنجم به بررسی تأثیر نسبت مخارج سرمایه‌ای بر خطر سقوط آتی قیمت سهام می‌پردازد. با توجه به نتایج بدست آمده در جدول ۵ از برآورد الگو، ضریب متغیر نسبت مخارج سرمایه‌ای برابر  $0/875$  است و با توجه به P-Value آن برابر با  $0/027$  که کمتر از سطح خطای  $0/05$  است؛ بنابراین، ضریب مثبت متغیر نشان دهنده آن است که نسبت مخارج سرمایه‌ای خطر سقوط آتی قیمت سهام را افزایش داده و سبب کاهش در عملکرد آتی می‌شود. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان  $0/95$  مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتیجه این فرضیه منطبق بر مبانی نظری و مطابق با پژوهش بون کیم و همکاران (۲۰۱۵) است.

• **آزمون فرضیه اصلی**

فرضیه اصلی به بررسی اعتماد بیش از حد مدیریتی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام می‌پردازد. با توجه به نتایج بدست آمده در جدول ۶ از برآورد الگو، ضریب متغیر اعتماد بیش از حد مدیریتی برابر  $2/0930$  است و با توجه به P-Value آن برابر با  $0/0370$  که کمتر از سطح خطای  $0/05$  است؛ بنابراین، ضریب مثبت متغیر نشان دهنده آن است که اعتماد بیش از حد مدیریتی خطر سقوط آتی قیمت سهام را افزایش داده و سبب کاهش در عملکرد آتی می‌شود. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان  $0/95$  مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتیجه این فرضیه منطبق بر مبانی نظری و مطابق با پژوهش بون کیم و همکاران (۲۰۱۵) است.

۱۰- **بحث و نتیجه‌گیری**

در این پژوهش به بررسی تأثیر معیارهای اعتماد بیش از حد مدیریتی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. معیارهای مورد بررسی برای اعتماد بیش از حد مدیریتی شامل پنج معیار سرمایه‌گذاری بیش از حد، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، خالص جریان‌های نقدی، سیاست تقسیم سود و نسبت مخارج

سرمایه استفاده شده است. بدین منظور پنج فرضیه فرعی و یک فرضیه اصلی برای بررسی این موضوع تدوین و داده‌های موجود مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. مطابق با مبانی نظری انتظار بر این بود که در شرکت‌هایی که مدیران بیش اطمینان دارند، به طور نظام‌مندی بازده آتی ناشی از پروژه‌های سرمایه‌گذاری را بیش از حد تخمین می‌زنند یا به بیانی، احتمال و اثر رویدادهای مطلوب بر جریان‌های نقدی شرکت را بیش از حد برآورد می‌کنند و احتمال و اثر رویدادهای نامطلوب بر جریان‌های نقدی شرکت را کمتر از حد تخمین می‌زند (هیتن، ۲۰۰۲). در نتیجه، مدیران بیش اطمینان تمایل به درک اشتباه از پروژه‌های در جریان با ارزش فعلی خالص منفی به‌عنوان ایجاد ارزش دارند. آن‌ها هم‌چنین نمی‌توانند به طور منطقی به فرایند بازخورد منفی در مورد پروژه‌ها عمل کنند و پس از مشاهده بازخورد منفی، مدیرعامل بیش اطمینان تمایل به چشم‌پوشی بازخورد منفی دارد و هنوز هم معتقدند که این پروژه‌ها دارای آینده‌ی امیدوار کننده هستند. این ابراز از اعتماد بیش از حد مدیرعامل منجر به ادامه دادن به پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی برای مدت طولانی می‌شود. عملکرد ضعیف این پروژه‌ها بد تجمع می‌یابد و در نهایت در سررسید نهایی خود محقق و در نتیجه منجر به سقوط قیمت سهام می‌شود. نتایج بدست آمده از تخمین مدل پژوهش نیز بیانگر آن است؛ که از میان معیارهای اعتماد بیش از حد مدیریتی متغیرهای سرمایه‌گذاری بیش از حد، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، خالص جریان‌های نقدی، سیاست تقسیم سود و نسبت مخارج سرمایه تأثیر مثبت و معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارد. افزون بر این، معیار اصلی اعتماد بیش از حد مدیریتی تأثیر مثبت و معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارد. بدین معنی است که اطمینان بیش از حد یکی از تورش‌های رفتاری و عوامل روانشناختی است که از خوش‌بینی نشأت می‌گیرد. وجود این خصیصه رفتاری در اندیشه مدیران سبب می‌شود تا آن‌ها به طور اشتباه بازده حاصل از پروژه‌های جدید سرمایه‌گذاری را بیش از حد تخمین زده و پس از شروع این پروژه‌ها نیز علی‌رغم مشاهده عملکرد منفی همچنان نسبت به آینده خوش‌بین باشند. تداوم به فعالیت چنین پروژه‌هایی و عدم افشای اطلاعات صحیح در مورد آن‌ها که در خیال مدیریت به منظور حداکثر نمودن منافع سهامداران انجام می‌گیرد، در نهایت منجر می‌شود تا عملکرد منفی و اخبار بد آن به یکباره در سرسید نمایان شده و سبب کاهش شدید قیمت سهام گردد. نتایج این فرضیه‌ها منطبق با مبانی نظری و با پژوهش بون کیم و همکاران (۲۰۱۵) مطابقت دارد. همچنین مطابق با پژوهش‌های پیشین (کوتاری و همکاران، ۲۰۰۹ و بون کیم و همکاران، ۲۰۱۵) رابطه مثبت و معناداری بین عدم شفافیت اطلاعات مالی و خطر سقوط قیمت سهام یافت می‌شود؛ یعنی در صورت وجود عدم شفافیت در گزارشگری مالی مدیران به علل متعدد، از جمله حفظ شغل خود، از افشای اخبار منفی خودداری می‌کنند. با ادامه روند عدم

افشای اخبار منفی، این نوع اطلاعات در داخل شرکت انباشت شده و هنگامی که به یکباره وارد بازار می‌شود، به سقوط قیمت سهام منجر می‌گردد. در خصوص این مقاله پیشنهادهای زیر ارائه می‌شود.

- با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش مبنی بر وجود رابطه‌ی معنادار میان معیارهای اعتماد بیش از حد مدیران اجرایی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام پیشنهاد می‌شود که کلیه استفاده‌کنندگان در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود همواره باید این نکته را مدنظر قرار دهند که به موازات افزایش میزان عدم شفافیت اطلاعات مالی به هر دلیلی (از جمله معیارهای اعتماد به نفس بیش از حد مدیران اجرایی) منجر به افزایش ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود. به عبارتی دیگر سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز هیچ‌گاه شرکت‌هایی را که در آن‌ها عدم شفافیت اطلاعات مالی در سطح حداکثر هست به عنوان شرکت‌های مطلوب جهت سرمایه‌گذاری در نظر نمی‌گیرند.
- افزون بر این، به مالکان و مدیران که نقش مهمی در تصمیم‌گیری‌های انجام شده در شرکت‌های بورسی دارند، توصیه می‌شود تا در راستای افزایش شفافیت اطلاعاتی در بازار گام بردارند زیرا هر چه شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها افزایش یابد، سرمایه‌گذاران اعتماد بیشتری به شرکت داشته و ریسک کمتری را متحمل می‌شوند. در نتیجه، آن شرکت راحت‌تر می‌تواند برای تأمین نیازهای مالی خود اقدام به تأمین مالی از طریق بازار سهام نماید (با کاهش سطح ریسک هزینه سرمایه نیز کاهش می‌یابد).
- همچنین، به قانون‌گذاران و تدوین‌کنندگان سیاست‌های مالی توصیه می‌شود تا با حمایت بازارهای مالی و همچنین بازار سرمایه از بروز اختلال و نوسان در آن جلوگیری نمایند و قوانین را در جهت افزایش شفافیت اطلاعاتی در بازار سرمایه وضع نمایند زیرا افزایش شفافیت اطلاعاتی در محیط بازار سرمایه سبب بهبود کارایی بازار می‌شود و با توجه به فرضیات بازار کارا، افزایش کارایی بازار در بلندمدت باعث می‌شود سرمایه‌گذاران در بازار آسیب نبینند، در نتیجه، ریسک سرمایه‌گذاری در بلندمدت کاهش یابد.

## فهرست منابع

- ۱) افلاطونی، عباس، (۱۳۹۲)، "تجزیه و تحلیل آماری با Eviews در تحقیقات حسابداری مالی"، مدیریت مالی و علوم اقتصادی». چاپ اول. تهران: انتشارات ترمه.
- ۲) پور زمانی، زهرا و منا قمری، (۱۳۹۳)، "ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و سرعت تعدیل قیمت سهام"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۶، شماره ۲۱، صص ۹۱-۱۱۶.
- ۳) چاوشی، کاظم، محمد رستگار و میرزائی محسن، (۱۳۹۴)، "رابطه اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، دوره ۳، شماره ۱۲، صص ۲۵-۴۲.
- ۴) حجازی رضوان، میرحسین موسوی و مریم دانشور منفرد، (۱۳۹۴)، "اثر بازار، تغییرات نقدشوندگی و تکانه بر تغییرات عمده قیمت سهام"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۷، شماره ۲۶، صص ۱۹-۱.
- ۵) شمش لیالستانی، میر فیض فلاح، حسن قالیباف اصل و سمیرا سربانی نوبخت، (۱۳۸۹)، "بررسی اثر تجربه بر ریسک‌پذیری، بیش اطمینانی و رفتار توده‌وار مدیران شرکت‌ها سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران"، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۸، شماره ۲۵، صص ۲۹-۴۱.
- ۶) عربصالحی، مهدی، هادی امیری و سپیده کاظمی نوری، (۱۳۹۳)، "تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری- جریان‌های نقدی"، پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۶، شماره ۲۰، صص ۱۱۵-۱۲۸.
- ۷) فروغی، داریوش و زهرا نخبه فلاح، (۱۳۹۳)، "تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی"، پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۶، شماره ۱۹، صص ۲۷-۴۴.
- ۸) مشایخ، شهناز و سمیرا بهزاد پور، (۱۳۹۳)، "تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۴، صص ۴۸۵-۵۰۴.
- 9) Ahmed, A., & Duellman, S. (2012), "Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism", Journal of Accounting Research, Vol. 51, PP. 1-30.
- 10) Ball, R. (2009), "Market and Political/Regulatory Perspectives on the Recent Accounting Scandals", Journal of Accounting Research, Vol. 47, PP. 277-323.
- 11) Ben-David, I. Graham, J. R. & Harvey, C. R. (2007), "Managerial Overconfidence and Corporate Policies", Working Paper, Duke University.

- 12) Ben-David, I. Graham, J.R. & Harvey, C.R, (2010), "Managerial Miscalibration", Working paper, Duke University.
- 13) Benmelech, E. Kandel, E. & Veronesi, P, (2010), "Stock-Based Compensation and CEO (dis) incentives", Quarterly Journal of Economics, Vol. 125, PP. 1769–1820.
- 14) Bertrand, M. & Schoar, A, (2003), "Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies", Quarterly Journal of Economics, Vol. 118, PP. 1169–1208.
- 15) Bleck, A. & Liu, X, (2007), "Market Transparency and the Accounting Regime", Journal of Accounting Research, Vol. 45, PP. 229–256.
- 16) Bon Kim, J. & Zhang, L, (2013), "Financial Reporting Opacity and Expected Crash Risk", Evidence from Implied Volatility Smirks
- 17) Bon-Kim, j. Wang, Z. Zhang, L, (2015), "CEO Overconfidence and Stock Price Crash Risk", <http://ssrn.com/abstract=2331189>.
- 18) Chen, J. Hong, H. & Stein, J, (2001), "Forecasting Crashes: Trading Volume, Past Returns, and Conditional Skewness in Stock Prices", Journal of Financial Economics, Vol. 61, PP. 345–381.
- 19) Cooper, A.C. Woo, C. & Dunkelberg, W, (1988), "Entrepreneurs Perceived Chances for Success", Journal of Business Venturing, Vol. 3, PP. 97–108.
- 20) Ekholm, A. & Pasternake, D, (2007), "Over Confidence and Investor Size", European financial management, Vol. 14, No. 1, PP. 82–98. doi: 10.1111/j. 1468-036X.00405.x.
- 21) Fairchild, R, (2009), "Managerial Overconfidence, Moral Hazard Problems, and Excessive Life-Cycle Debt Sensitivity", Investment Management and Financial Innovations, 6 (3), PP. 35-42.
- 22) Heaton, J, (2002), "Managerial Optimism and Corporate Finance", Financial Management, 31 (2), PP. 33-45.
- 23) Hong, H. and J. C. Stein, (2003), "Differences of Opinion, Short Sales Constraints, and Market Crashes", Review of financial studies, 16(2), PP. 487-525.
- 24) Huang, W., Jiang F., Liu, Z., and Zhang M, (2011), "Agency Cost, Top Executives' Over Confidence, and Investment-Cash Flow Sensitivity- Evidence from Listed Companies in China", Pacific- Basin Finance Journal, Vol. 19, PP. 261-277.
- 25) Hubbard, R, (1998), "Capital-Market Imperfections and Investment", Journal of Economic Literature, 36 (1), PP. 193-225.
- 26) Hutton, A. Marcus, A. & Tehrani, H, (2009), "Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk", Journal of Financial Economics, Vol. 94, PP. 67-86.
- 27) Ishikawa, M. & Takahashi, H, (2010), "Over Confident Managers and External Financing Choice", Review of Behavioral Finance, Vol. 2, PP. 37–58.
- 28) Jin, L. and S. C. Myers, (2006), "R2 around the World: New Theory and New Tests", Journal of financial Economics, 79(2), PP. 257-292.
- 29) Kothari, S.P. Shu, S. & Wysocki, P.D, (2009), "Do Managers Withhold Bad News?", Journal of Accounting Research, Vol. 47, PP. 241-276.
- 30) Kramer, L.A and Liao, C.M, (2012), "The Cost of False Bravado: Management Overconfidence and its Impact on Analysts' Views", North American Finance Conference.

- 31) Malmendier, U. & Tate, G, (2005), "Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence", *European Financial Management*, 11(5), PP. 649-659.
- 32) Malmendier, U. & Tate, G, (2008), "Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction", *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, PP. 20-43.
- 33) Malmendier, U. Tate, G. & Yan, J.O.N, (2011), "Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies", *Journal of Finance*, Vol. 66, PP. 1687-1733.
- 34) Malmendier, U. Tate, G, (2005), "CEO Overconfidence and Corporate Investment", *Journal of Finance*, Vol. 60, PP. 2661-2700.
- 35) Richardson, S, (2006), "Over-investment Offer Cash Flow", *Review of Accounting Studies*, Vol. 11, PP. 159-189.
- 36) Skala, D, (2008), "Overconfidence in Psychology and Finance - an Interdisciplinary Literature Review", *Bank i Kredyt*, Vol. 4, PP. 33-50.
- 37) Sunder, S, (2010), "On the Accounting Train: From Crisis to Crisis in Eighty Years", In Presentation Slides: Available at <http://www.som.yale.edu/faculty>.
- 38) Taylor, S.E. & Brown, J.D, (1988), "Illusion and Well-being: A Social Psychological Perspective on Mental Health", *Psychological Bulletin*, Vol. 103, PP. 193-210.
- 39) Watts, R. & J. Zimmerman, (1983), "Agency Problems, Auditing and the Theory of the Firm: Some Evidence", *Journal of Law and Economics*, 26 (3), PP. 613-634.
- 40) Wen, F. H. Huang, D.L. Ian, Q.J. & Yang, X.G, (2007), "Numerical Simulation for Influence of Overconfidence and Regret Aversion on Return Distribution", *Systems Engineering-Theory & Practice*, 27(7), PP. 10-18.

#### یادداشت‌ها

- <sup>1</sup>. Chen, et, al.
- <sup>2</sup>. Kothari, et, al.
- <sup>3</sup>. Ball
- <sup>4</sup>. Watts & Zimmerman
- <sup>5</sup>. Hutton, et, al.
- <sup>6</sup>. Hambrick
- <sup>7</sup>. Wen, et, al.
- <sup>8</sup>. Skala
- <sup>9</sup>. Malmendier, et, al.
- <sup>10</sup>. Heaton
- <sup>11</sup>. Hubbard
- <sup>12</sup>. Cooper, et, al.
- <sup>13</sup>. Bertrand
- <sup>14</sup>. Ben-David
- <sup>15</sup>. Benmelech
- <sup>16</sup>. Bleck & Liu
- <sup>17</sup>. Sunder
- <sup>18</sup>. Taylor