

## **Empirical Evidence of The Role of Management Optimism on Stock Returns**

**Seyyed Mahmoud Mousavi Shiri<sup>1</sup>, Ehsan Ghadrani<sup>2</sup>, Rojin Salehiazad<sup>3</sup>**

### **Abstract**

The usefulness of studying stock returns is that stock returns change as a measure of risk and can be used as a tool to measure the extent of stock market vulnerability. Personality traits of managers are one of the important factors in decision making about stock returns. One of the most important personality characteristics of managers is the excessive self-confidence; managers are optimistic about future corporate earnings and future cash flows and have a positive outlook on future risks and returns. Therefore, the purpose of this study is to examine the empirical evidence of the role of management optimism on stock returns. The research method used among the companies listed in Tehran Stock Exchange is a quasi-experimental, post-event quasi-experimental design, and a sample of 159 company was investigated using multivariate regression during the period of 2012-2017. The results of the research showed that there is a negative and significant relationship between capital expenditure growth and stock returns, and there is a positive and significant relationship between the amount of surplus investment in assets and stock returns, but there is no significant difference between the earnings forecast of each share and the actual profit with stock returns. No significant relationship was found.

**Keywords:** Overconfidence Management, Investment Risk, Stock Return

**JEL:** C12 .C23 .G12

---

1 . Assistant Prof. of Accounting Payame Noor University, Iran, Email:mosavi1973@yahoo.com

2 . Instructor of Accounting Payame Noor University, Iran, Corresponding Author,  
Email:e.gh.pnu@gmail.com

3 . MSc. of Accounting, Payame Noor University, Behshahr, Iran, Email:Rojin.sazad@gmail.com

## شواهد تجربی از نقش خوش‌بینی مدیریت بر بازده سهام<sup>۱</sup>

سید محمود موسوی شیری<sup>۱</sup>، احسان قدردان<sup>۲</sup>، روزین صالحی آزاد<sup>۳</sup>

### چکیده

فایده مطالعه بازده سهام از این بابت است که تغییرات بازده سهام به‌عنوان معیاری از ریسک می‌باشد و می‌توان از آن به‌عنوان ابزاری برای اندازه‌گیری میزان آسیب‌پذیری بازار سهام استفاده کرد. ویژگی‌های شخصیتی مدیران، یکی از عوامل مهم در تصمیم‌گیری در خصوص بازده سهام به شمار می‌رود. یکی از مهم‌ترین ویژگی‌های شخصیتی مدیران، خوش‌بینی بیش‌ازحد است؛ مدیران نسبت به سودها و جریان‌های نقدی آتی واحد تجاری خود خوش‌بین و چشم‌انداز مثبتی از ریسک و بازده آتی شرکت دارند. از این‌رو هدف پژوهش حاضر، بررسی شواهد تجربی از نقش خوش‌بینی مدیریت بر بازده سهام است. روش پژوهش مورد استفاده در بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، روش شبه تجربی با طرح پس‌رویدادی است و نمونه‌ای متشکل از ۱۵۹ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۹۶ با استفاده از رگرسیون چند متغیره بررسی شد. نتایج پژوهش نشان داد که بین رشد مخارج سرمایه‌ای با بازده سهام رابطه منفی و معنادار و بین مقدار سرمایه‌گذاری مازاد در دارایی‌ها با بازده سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ اما بین اختلاف سود پیش‌بینی شده هر سهم با سود واقعی با بازده سهام هیچ‌گونه رابطه معناداری یافت نشد.

**واژه‌های کلیدی:** خوش‌بینی مدیریت، ریسک سرمایه‌گذاری، بازده سهام

طبقه‌بندی موضوعی: C12، C23، G12

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/JFM.2019.22752.1821

۲. دانشیار گروه حسابداری دانشگاه پیام نور، ایران، Email: mosavi1973@yahoo.com

۳. مربی گروه حسابداری دانشگاه پیام نور، ایران، نویسنده مسئول، Email: e.gh.pnu@gmail.com

۴. کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه پیام نور، بهشهر، ایران، Email: Rojin.sazad@gmail.com

## مقدمه

در طی دهه‌ی اخیر اندیشمندان مالی جهان سعی در تبیین و یافتن علل موارد خاص با کمک گرفتن از سایر علوم همانند روانشناسی و علوم اجتماعی بوده‌اند. یکی از مطالعاتی که در این زمینه به سرعت گسترش یافت و تا حدودی توانست پدیده‌های مذکور را تبیین کند، ادغام نظریه‌های اقتصادی با نظریه‌های رایج در روانشناسی بود که موجب شکل‌گیری مطالعاتی مستقلی در دانش مالی با عنوان مالی رفتاری شد (خواجوی و همکاران، ۱۳۹۵). در الگوی اقتصاد مالی سنتی، فرض می‌شود تصمیم‌گیرندگان رفتار عقلایی دارند و همواره به دنبال حداکثر شدن مطلوبیت خود هستند (هاکبارث<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸)؛ اما پژوهشگران تجربی بر این باورند گاهی اوقات برای یافتن پاسخ معماهای مالی، باید این احتمال پذیرفته شود که ممکن است تصمیم‌گیرندگان به‌طور عقلایی رفتار نکنند. به بیانی دیگر، ویژگی‌های شخصیتی مدیران نیز جزء عوامل مهم در تصمیم‌گیری‌ها به حساب می‌آید (برتراند و اسکوار<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳). یکی از این ویژگی‌های شخصیتی، خوشبینی مدیریتی یا بیش اطمینانی مدیریت (اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد)، یکی از مهم‌ترین مفاهیم مالی مدرن است که هم در تئوری‌های مالی و هم روانشناسی جایگاه ویژه‌ای دارد.

از طرفی، یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم‌گیری در بورس و بازار سرمایه، بازده سهام است که خود به‌تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیشتر سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش‌بینی‌ها از آن استفاده می‌کنند. از مهم‌ترین اقدامات در حوزه سرمایه‌گذاری، تخصیص بهینه منابع و کسب حداکثر بازدهی و درعین حال کمترین ریسک است؛ بنابراین، هر سرمایه‌گذار برای حفظ و افزایش سرمایه خود به اطلاعاتی درباره عوامل مؤثر بر بازده سهام نیاز دارد. به‌طور کلی می‌توان گفت خوشبینی بیش‌ازحد مدیریت، ریسک‌پذیری را تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ زیرا مدیران منطقی سعی می‌کنند با پذیرش حداقل میزان ریسک، حداکثر بازدهی را کسب کنند. درحالی‌که مدیران خوش‌بین منطقی عمل نکرده و سطح ریسک پذیرفته‌شده خود را به‌طور نادرست تعبیر و تفسیر می‌کنند.

با توجه به اهمیتی که سرمایه‌گذاران برای بازده سهام خود قائل هستند و همچنین پژوهش پیرامون مالی رفتاری و به‌خصوص خوشبینی بیش‌ازحد طی چند سال اخیر از جمله حوزه‌های نسبتاً جدید و با اهمیت پژوهش‌های دانشگاهی در جهان بوده است؛ و اینکه، ساختارهای خاص فرهنگی در ایران لزوم شناخت تئوری‌ها و مدل‌های تحلیلی مالی رفتاری را اجتناب‌ناپذیر می‌کند؛ و از طرفی هم برای بسیاری از فعالان حوزه‌ی مالی، قلمرو ناشناخته‌ای بوده و آن‌ها لزوماً برای مقابله با چالش‌های پیش روی آن به‌خوبی تجهیز نیستند؛ بنابراین مالی رفتاری کمک می‌کند تا با فرموله کردن مدل‌های رفتاری، بهتر بتوانیم شرایط شرکت‌ها و بازار را شناخته و در رفع برخی تنگناهای ناشی از الگوهای رفتاری بهتر عمل کنیم. با توجه به نقش و اهمیت موضوع و فقدان مطالعات کافی در این زمینه، در این پژوهش به دنبال بررسی رابطه بین خوشبینی مدیران با بازده سهام هستیم. تاکنون پژوهش‌هایی در رابطه با نقش خوشبینی مدیران بر متغیرهایی همچون انتخاب سرمایه‌گذاری (پیکولینا و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷)، دقت پیش‌بینی سود (کرامر و لیو<sup>۴</sup>، ۲۰۱۶)؛

- 1 . Hackbarth
- 2 . Bertrand & Schoar
- 3 . Pikulina et al.
- 4 . Kramer & Liao

هاشمی و طباطبایی، ۱۳۹۵)، ریسک سقوط قیمت سهام (دارایی و زارعی، ۱۳۹۶)، کنترل‌های داخلی (مهربان پور و همکاران، ۱۳۹۶) و ... انجام شده است؛ ولی به صورت تجربی در بازار سرمایه ایران همچون پژوهش بهاراتی و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۶) مطالعه‌ای مبنی بر نقش خوش‌بینی مدیران بر بازده سهام از منظر سوگیری در پیش‌بینی سود مدیران، تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت و میزان سرمایه‌گذاری، در جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام نشده است. نتایج این پژوهش می‌تواند موجب بسط مبانی نظری متون مرتبط با حسابداری و مالیه رفتاری گردد و به دانشجویان، اساتید رشته‌های مالی و حسابداری، سرمایه‌گذاران و قانون‌گذاران بازار سرمایه نشان دهد که چه تأثیری مدیران خوش‌بین می‌توانند بر بازده سهام داشته باشند. همچنین، این موضوع به‌عنوان یک دستاورد علمی می‌تواند اطلاعات سودمندی را در اختیار مدیران، سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل و همچنین قانون‌گذاران در حوزه بازار سرمایه ایران قرار دهد و ایده‌های جدیدی برای انجام پژوهش‌های آتی در حوزه حسابداری و رفتاری، پیشنهاد نماید.

### پیشینه پژوهش و مروری بر مبانی نظری پژوهش

#### خوش‌بینی مدیریت

خوش‌بینی یا فرا اطمینانی (اعتماد به نفس بیش از حد) یکی از مهم‌ترین یافته‌های علم روانشناسی در حوزه قضاوت و تصمیم‌گیری و یکی از مهم‌ترین مفاهیم مالی رفتاری مدرن است که نشان می‌دهد اشخاص به دانش و توانایی‌هایشان بیش‌تر از آن چیزی که هست اعتماد دارند. معمولاً پیش‌بینی افراد از احتمال وقوع پدیده‌ها یا خیلی افراطی یا خیلی تفریطی است؛ و همچنین زمانی که قابلیت پیش‌بینی کم است یا شواهد و مدارک مبهم هستند، مدیران و متخصصان بیشتر از افراد عادی در معرض خوش‌بینی قرار می‌گیرند، به طوری که خوش‌بینی باعث می‌گردد که مدیران به دنبال راه‌هایی باشند که پیامدهای تصمیم‌گیری‌های خود را توجیه کنند و به این ترتیب بتوانند احترام دیگران را به خودشان جلب کنند (استیت من و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵؛ مالمندیر و تیت<sup>۳</sup>، ۲۰۰۸؛ مالمندیر و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۱؛ احمد و دوئل من<sup>۵</sup>، ۲۰۱۳). خوش‌بینی مدیران می‌تواند به شکل‌های مختلفی از جمله «تأثیر بیش از میانگین»، «گریز از کنترل‌ها» و «درجه‌بندی نادرست» نمایان شود. افراد قابل انتصاب به «تأثیر بیش از میانگین» معتقدند که نسبت به افراد شبیه به خود در خاصه‌های مختلف مانند تصمیمات تجاری و خرید سهام بهتر عمل می‌کنند؛ بنابراین مدیرانی که دارای ویژگی «تأثیر بیش از میانگین» هستند ممکن است مهارت‌های مدیریتی یا توانایی خود را برای از بین بردن ریسک بیشتر از واقع برآورد کنند؛ این مدیران معتقدند که توانایی‌های بیشتری نسبت به سایر افراد دارند، می‌توانند ریسک‌های موجود در خارج از حوزه اختیارات خود را کنترل کنند و پیش‌بینی‌های آنان بسیار دقیق‌تر از آن چیزی است که در واقعیت اتفاق می‌افتد (چن و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۴). ویژگی «گریز از کنترل‌ها» بیانگر گرایش افراد به برآورد بیش از واقع توانایی خود

- 1 . Bharati et al.
- 2 . Statman et al.
- 3 . Malmendier & Tate
- 4 . Malmendier et al.
- 5 . Ahmed & Duellman
- 6 . Chen et al.

برای کنترل رویدادهایی است که تأثیر آنان را محدود می‌کند. به‌عنوان مثال، برخی از مدیران معتقدند که می‌توانند از طریق مهارت‌های مدیریتی خود بر ریسک غلبه کنند. این اثر را می‌توان به‌عنوان یکی از نتایج تقویت‌شده و ویژگی تأثیر بیش از میانگین نیز قلمداد کرد (پرسون و بناسای<sup>۱</sup>، ۱۹۹۶). در نهایت، مدیرانی که دارای ویژگی «درجه‌بندی نادرست» هستند خوش‌بینی بیش‌ازحدی در خصوص دقت باورهای خود دارند و همچنین به برآورد کمتر از واقع واریانس پیامدهای تصمیمات گرایش دارند (بن دیوید و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳). همچنین، خوش‌بینی بیش‌ازاندازه مدیران معمولاً به‌صورت توانایی مدیریت در پیش‌بینی نتایج مثبت‌تر یا دست‌بالا گرفتن احتمال نتایج تعریف می‌شود (مالمندر و تیت، ۲۰۰۸)؛ بنابراین استدلال شده است که اعتماد به‌نفس بیش‌ازاندازه مدیر نوعی از تشخیص پیش از وقوع است که جایگاه گزارش مالی نادرست را توجیه می‌کند که می‌تواند به ارائه مجدد ختم شود. علاوه بر این ادعا شده است که چون مدیریت بیش‌ازحد مطمئن ممکن است از تعصب خودآگاه نباشد، در ذهن خود به‌صورت ناخواسته صورت‌های مالی را بیش‌ازحد خوش‌بینانه، غلط و غیرواقعی ارائه دهد (پرسلی و ابوت<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳). می‌توان گفت خوش‌بینی مدیریتی برای شرکت‌هایی که دارای عملکرد ضعیف بوده‌اند و شرکت‌هایی که دارای سطوح بالای مالکیت داخلی و مدیریتی و شرکت‌های کوچک‌تر، بیشتر اتفاق می‌افتد. همچنین خوش‌بینی در پیش‌بینی‌های مدیران از سالی به سال دیگر تکرار می‌شود و نیروهای بازار، نقشی در نظم بخشیدن به صحت پیش‌بینی‌ها ندارند (هاتن و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۹).

در ادبیات موضوعی تاکنون معیارهای متفاوتی برای اندازه‌گیری خوش‌بینی مدیریت (بیش اطمینانی) ارائه شده است. یکی از این معیارها، تصمیمات مدیران در خصوص اعمال اختیار خرید سهام آن‌ها است؛ مدیران ریسک‌گریز تمایل دارند اختیار خرید سهام را زودتر اعمال کنند؛ اما مدیرانی که به‌صورت داوطلبانه اختیارهای ارزشمند خود را به مدت طولانی‌تری حفظ می‌کنند، احتمالاً نسبت به توانایی‌های خود و چشم‌انداز شرکت بیش اطمینان و خوش‌بین هستند (مالمندر و تیت، ۲۰۰۵؛ احمد و دوئلمن، ۲۰۱۳). معیار دیگر خوش‌بینی مدیریت، خالص خرید سهام شرکت توسط مدیر است؛ مدیران بیش اطمینان نسبت به سایر مدیران، سهام شرکت خود را بیشتر می‌خرند (احمد و دوئلمن، ۲۰۱۳). شهرت رسانه‌ای و پاداش نسبی مدیران معیارهای دیگری است که برای سنجش خوش‌بینی مدیریت مورد استفاده قرار گرفته است. انتظار بر این است مدیرانی که ارزیابی عملکرد بالایی دارند، پاداش زیادی دریافت می‌کنند و شهرت رسانه‌ای خوبی دارند، تمایل بیشتری به بیش اطمینانی داشته باشند (مالمندر و تیت، ۲۰۰۵). لین و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۰۵) از سودهای پیش‌بینی‌شده توسط مدیران، به‌عنوان معیارهای اندازه‌گیری خوش‌بینی مدیران استفاده کردند. در صورتی که تعداد دفعاتی که مدیران سود را بیش از واقع پیش‌بینی می‌کنند بیش از تعداد دفعاتی باشد که سود را کمتر از واقع پیش‌بینی می‌کنند، مدیران دارای خوش‌بینی بیش‌ازاندازه شناسایی

- 1 . Presson & Benassi
- 2 . Ben-David et al.
- 3 . Presley & Abbott
- 4 . Hutton et al.
- 5 . Lin et al.

می‌کردند. به اعتقاد کمپل و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت نیز حاوی اطلاعاتی درباره خوش‌بینی مدیران است. بن دیوید و همکاران (۲۰۱۳) دریافتند که مخارج سرمایه‌ای شرکت‌های دارای مدیران بیش اعتماد، بیشتر از سایر شرکت‌هاست. به‌علاوه مامندیر و تیت (۲۰۰۵) نشان دادند که مدیران خوش‌بین در پروژه‌های سرمایه‌ای سرمایه‌گذاری می‌کنند. همچنین، خوش‌بینی مدیریت را می‌توان با استفاده از روش‌های مبنی بر میزان سرمایه‌گذاری انجام‌شده موردسنجش قرارداد (شراند و زچمن<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲).

### خوش‌بینی بیش از حد و بازده سهام

به‌طور معمول مهم‌ترین معیار ارزیابی عملکرد مؤسسات؛ در حال حاضر نرخ بازده سهام است. وقتی این معیار کاهش یابد زنگ خطر برای شرکت است و عملکرد شرکت را مناسب نشان نمی‌دهد. این معیار دارای محتوای اطلاعاتی زیادی می‌باشد، زیرا ارزیابی عملکرد بر مبنای ارزش بازار، اطلاعات سرمایه‌گذاران را به‌خوبی منعکس می‌کند. در فرایند سرمایه‌گذاری نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. یک ارزیابی از بازده تنها راه منطقی (قبل از ارزیابی ریسک) است که سرمایه‌گذاران می‌توانند برای مقایسه سرمایه‌گذاری‌های جایگزین و متفاوت از هم انجام دهند (احرار و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۴). اندیشمندان مالی بیان می‌کنند که حوزه مالی رفتاری می‌تواند بیان‌کننده علت برخی استنهای تجربی موجود در نظریه‌های رایج مالی باشد؛ زیرا گاهی افراد تحت تأثیر احساساتشان، رفتاری کاملاً متفاوت با منطق اقتصادی از خود نشان می‌دهند؛ بنابراین درک آثار ویژگی‌های شخصیتی افراد (مدیران) بر سازمان از اهمیت بسزایی برخوردار است (خواجوی و همکاران، ۱۳۹۵). مدیران همواره به‌صورت کاملاً عقلایی رفتار نکرده و تحت تأثیر اعتمادبه‌نفس بیش از حد و خوش‌بینی‌های مفرط ممکن است تصمیماتی غیر عقلایی اتخاذ کنند که تأثیری مهم بر فعالیت‌های مالی شرکت، علی‌الخصوص بحث سرمایه‌گذاری داشته باشد (باکر و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۷). از عوامل مؤثر در انتخاب سرمایه‌گذاری، توجه سرمایه‌گذار به ریسک و بازده است. سرمایه‌گذاران سعی دارند منابع مالی خود را به سویی سوق دهند که کمترین ریسک و بیشترین بازده را داشته باشد (احمدپور و جمکرانی، ۱۳۸۴)؛ اما خوش‌بینی بیش از حد مدیر باعث می‌شود وی در پروژه‌هایی با ریسک بالا سرمایه‌گذاری کند تا بازده بیشتری از سرمایه‌گذاری خود کسب کنند. شرکت‌هایی با چنین مدیرانی، نوسانات بازدهی بیشتری دارند و سرمایه‌گذاری بیشتری در فعالیت‌های نوآورانه انجام می‌دهند (هیرشلیفر و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۲). مدیران بیش اعتماد تمایل دارند بازده سرمایه‌گذاری‌ها را بیش از اندازه و احتمال و دامنه تغییرات شوک‌های منفی را کمتر از اندازه برآورد کنند (سپاسی و اسدی و صفی، ۱۳۹۵). همچنین در ادبیات مالی، یک مدیر خوش‌بین مدیری است که به‌طور سیستماتیک بازده آینده‌ی شرکت و یا احتمال و تأثیر وقایع مطلوب بر جریان نقد شرکت را بالاتر از

1 . Campbell et al.

2 . Scherand & Zechman

3 . Ahrar et al.

4 . Baker et al.

5 . Hirshleifer et al.

واقعیت و احتمال و تأثیر وقایع منفی و نامطلوب بر جریان نقدی شرکت را پایین تر از واقعیت تخمین می‌زند (مالمندیر و تیت، ۲۰۰۸؛ احمد و دوئلمن، ۲۰۱۳).

### پیشینه تجربی پژوهش

دسی و ژائو<sup>۱</sup> (۲۰۱۸) با بررسی خوش‌بینی مدیران در بین ۳۸ کشور مورد بررسی دریافتند که اعتماد به نفس بیش از حد با توجه به شرایط محیطی حاکم بر فضای اقتصادی هر کشور می‌تواند متفاوت باشد. همچنین، نتایج نشان داد اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت در کشورهایی با اقتصاد پویا ظاهر می‌شود؛ و در جوامع با شرایط اقتصادی پایداری بالا کمتر رایج است. پیکولینا و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهش خود به بررسی رابطه خوش‌بینی بیش از حد مدیریت و انتخاب سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد بین خوش‌بینی بیش از حد و انتخاب سرمایه‌گذاری رابطه مستقیم و معناداری برقرار است. به عبارت دقیق‌تر، خوش‌بینی بیش از حد بالا منجر به سرمایه‌گذاری بیشتر و خوش‌بینی پایین‌تر مدیریت منجر به سرمایه‌گذاری کمتر می‌شود. در حالی که خوش‌بینی متوسط مدیریت، به سرمایه‌گذاری دقیق منجر می‌شود. بهاراتی و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی تحت عنوان اطمینان مدیران و بازده سهام، به این نتیجه رسیدند که اطمینان بیش از حد مدیران باعث پذیرش ریسک بالاتر، نوسان بازده سهام و بازده تعدیل شده بر اساس ریسک بیشتر شده که این امر منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود. کرامر و لیو (۲۰۱۶) در پژوهش خود به بررسی اثرات اطمینان بیش از حد مدیران و پیش‌بینی سود پرداختند. نتایج آن‌ها نشان داد که در شرکت‌هایی که مدیران بیش اطمینان دارند، سود پیش‌بینی شده خود را، خوش‌بینانه اندازه‌گیری می‌کنند. بدین معنا که پیش‌بینی سود را بیش از واقع در نظر می‌گیرند. همچنین نتایج نشان داد که مدیران بیش اطمینان، تمایل کمتری به پیش‌بینی‌های پراکنده دارند. دوئلمن و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۵) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که بیش اعتمادی در مدیران باعث می‌گردد که آن‌ها به بازده آینده تصمیمات سرمایه‌گذاری خود در شرکت بیش از اندازه خوش‌بین باشند. آن‌ها معتقدند که استفاده از حسابداری محافظه کارانه به این دسته از مدیران کمک می‌کند تا در تشخیص و به تأخیر انداختن پروژه‌هایی که بازده آن‌ها کمتر هستند، بهتر عمل کنند. اکتاس و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۵) در پژوهش خود بیان کردند که ویژگی‌های رفتاری مانند بیش اعتمادی مدیریتی نیز باید در هنگام بررسی سیاست‌های نقدی مورد توجه قرار بگیرد. آنان همچنین عنوان کردند که بیش اعتمادی مدیریتی برای شرکت‌هایی که شرایط قابل اطمینانی دارند، می‌تواند سودمندتر باشد. این امر به ویژه برای آن شرکت‌هایی که در حال انجام پروژه‌های ریسک دار هستند، مهم است.

در ایران، سلیمانی امیری و گروه‌ای (۱۳۹۶) به بررسی اثر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک پرداختند. یافته‌ها بر اساس معیار بیش سرمایه‌گذاری جهت اندازه‌گیری بیش اطمینانی نشان داد که بین اطمینان بیش از حد و ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک رابطه مثبت و معناداری برقرار است. دارابی و زارعی (۱۳۹۶) با بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر ریسک سقوط قیمت سهام با تأکید بر نقش تعدیل‌کنندگی محافظه‌کاری حسابداری بیان نمودند که بیش اطمینانی مدیریت و محافظه‌کاری بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر گذار است. همچنین نتایج پژوهش نشان داد که محافظه‌کاری به‌عنوان متغیر تعدیل‌کننده، اثر منفی بر تأثیر بیش

1 . Dessi & Zhao

2 . Duellman et al.

3 . Aktas et al.

اطمینانی مدیریت بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد. مهربان پور و همکاران (۱۳۹۶) با بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و کنترل‌های داخلی حاکم بر گزارشگری مالی نشان دادند که بیش اطمینانی مدیران با نقاط ضعف بااهمیت کنترل‌های داخلی رابطه مثبت و معناداری دارد؛ و مدیران بیش از اطمینان توانایی رفع پیامدهای منفی ناشی از ضعف کنترل‌های داخلی (عدم کارایی سرمایه‌گذاری و عدم کارایی عملیاتی) را ندارند. هاشمی و طباطبایی (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر معیارهای منتخب بر رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیریتی و دقت پیش‌بینی سود پرداختند. نتایج نشان داد که اطمینان بیش از حد مدیریتی بر دقت پیش‌بینی سود تأثیر منفی و معناداری دارد. همچنین، خوش‌بینانه بودن پیش‌بینی سود سال گذشته و اختیار مدیریتی بر رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیریتی و دقت پیش‌بینی سود تأثیر منفی و معنادار اما افق زمانی بر این رابطه اثر مثبت و معنی‌داری دارند. عبدلی و امیری اسفندقه (۱۳۹۵) با بررسی ارتباط بین اطمینان بیش از حد مدیران و پیش‌بینی سود مدیریت دریافتند که بین بیش اطمینانی مدیریت و دقت پیش‌بینی سود توسط مدیریت رابطه منفی و معناداری برقرار است. همچنین نتایج نشان داد که بیش اطمینانی مدیریت باعث افزایش تعدیل مثبت سود پیش‌بینی شده نسبت به تعدیل منفی سود پیش‌بینی شده می‌شود. بدین معنا که مدیرانی که دچار بیش اطمینانی هستند، تعدیل مثبت سود پیش‌بینی شده بیشتری دارند.

### فرضیه‌های پژوهش

با در نظر گرفتن مبانی نظری و پیشینه تجربی پژوهش و همچنین معیارهایی که در ادبیات موضوعی برای سنجش خوش بینی مدیریت معرفی شده است، در پژوهش حاضر به پیروی از بهاراتی و همکاران (۲۰۱۶)؛ احمد و دوئلمن (۲۰۱۳)؛ لی و تانگک<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) و کمپل و همکاران (۲۰۱۱)؛ از معیارهای سوگیری در پیش‌بینی سود مدیران (تفاوت بین سود پیش‌بینی شده و سود واقعی)، تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت (مخارج سرمایه‌ای) و میزان سرمایه‌گذاری به‌عنوان متغیرهای سنجش خوش بینی مدیریت جهت تبیین و آزمون فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر استفاده شده است:

**فرضیه اصلی:** بین خوش بینی مدیران و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه فرعی اول:** بین اختلاف سود پیش‌بینی شده هر سهم با سود واقعی آن و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه فرعی دوم:** بین رشد مخارج سرمایه‌ای و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه فرعی سوم:** بین مقدار سرمایه‌گذاری مازاد در دارایی‌ها و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

در این پژوهش جامعه آماری، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. اطلاعات و داده‌های آماری در فاصله زمانی ۱۳۹۱-۱۳۹۶ در نظر گرفته شده و نمونه‌ای مشتمل بر ۱۵۹ شرکت به روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک بر اساس محدودیت‌های زیرانتخاب گردیده است:

- جهت افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفندماه هر سال باشند و طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ تغییر سال مالی نداشته باشند.
- تمام اطلاعات مالی مورد نیاز در دوره پژوهش در دسترس باشند.



۳- جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی مانند بانک‌ها و شرکت‌های سرمایه و مؤسسات بیمه‌گذاری نباشند؛ چراکه ماهیت فعالیت این شرکت‌ها متفاوت و خاص می‌باشند.

۴- وقفه معاملاتی بیش از سه ماه نداشته باشند.

۵- از آنجایی که برای تعیین ارزش شرکت نیاز به تعیین ارزش بازار حقوق صاحبان سهام است، لذا سهام شرکت در ماه پایان سال مالی شرکت بایستی حداقل یک‌بار معامله شده باشد.

روش مورد استفاده جمع‌آوری داده‌ها، روش اسناد کاوی و کتابخانه‌ای است و برای جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز از اطلاعات صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه استفاده شده است. بدین منظور از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و همچنین از طریق کاوش اینترنتی (سایت کدال وابسته به شرکت بورس اوراق بهادار تهران) استفاده شده است. همچنین برای انجام محاسبات لازم و جهت تجزیه و تحلیل نهایی، از اکسل و نرم‌افزار Eviews9 استفاده شده است.

روش پژوهش حاضر با توجه به هدف، کاربردی و طرح آن از نوع شبه تجربی است و با توجه به روش پژوهش، بر اساس روش‌های توصیفی و همبستگی صورت گرفته است. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش و تجزیه و تحلیل داده‌ها از رگرسیون چند متغیره با به کارگیری داده‌های ترکیبی، ضریب تعیین و الگوی رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. فرضیه‌های پژوهش با پیروی از مدل بهاراتی و همکاران (۲۰۱۶) مورد آزمون قرار گرفته‌اند:

مدل (۱)

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{OverCon}_{i,t} + \beta_2 \text{AGE}_{i,t} + \beta_3 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_4 \text{LEV}_{i,t} + \beta_5 \text{ROA}_{i,t} + \beta_6 \text{Growth}_{i,t} + \beta_7 \text{CFO}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن،  $R_{it}$ : بازده سهام؛  $\text{OverCon}_{i,t}$ : خوش‌بینی مدیریت که برای سنجش آن از سه معیار سود پیش‌بینی هر سهم با سود واقعی (Mo)، رشد مخارج سرمایه‌ای (Capex) و مازاد سرمایه‌گذاری (OverInv) استفاده می‌شود؛  $\text{AGE}_{i,t}$ : سن شرکت؛  $\text{Size}_{i,t}$ : اندازه شرکت؛  $\text{LEV}_{i,t}$ : اهرم مالی؛  $\text{ROA}_{i,t}$ : نرخ بازده دارایی‌ها؛  $\text{GROWTH}_{i,t}$ : فرصت رشد؛  $\text{CFO}_{i,t}$ : جریان نقدی عملیاتی،  $\varepsilon_{i,t}$ : خطای مدل. با توجه به وجود سه معیار متمایز جهت سنجش خوش‌بینی بیش از حد مدیریت، مدل پژوهش در مجموع سه بار به صورت جداگانه مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد.

### نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

بازده سهام

بازده، عبارت است از نسبت کل عایدی (ضرر) حاصل از سرمایه‌گذاری در یک دوره معین، به سرمایه‌ای که برای به دست آوردن فایده در ابتدای دوره مصرف گردیده است. در این پژوهش، مطابق با پژوهش دیدار و بیکی (۱۳۹۶) برای محاسبه بازده واقعی سهام از رابطه (۱) استفاده شده است:

$$R_{it} = \frac{P_{i,t}(1+\alpha+\beta) + D_{i,t} - P_{i,t-1} - C\alpha}{P_{i,t-1} + C\alpha} \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در آن،  $R_{it}$ : بازده واقعی سهم  $i$  در دوره  $t$ ؛  $P_{i,t}$ : قیمت سهم  $i$  در پایان دوره  $t$ ؛  $P_{i,t-1}$ : قیمت سهم  $i$  در پایان دوره  $t-1$ ؛  $D_{i,t}$ : سود نقدی پرداختی در سال  $t$ ؛  $\alpha$ : درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی سهامداران؛  $\beta$ : درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته؛  $C$ : مبلغ اسمی پرداخت شده از سوی سرمایه گذار بابت افزایش سرمایه از محل آورده نقدی.

### متغیر مستقل

#### خوش بینی بیش از حد مدیریت

در این پژوهش از سه معیار جهت اندازه گیری خوش بینی بیش از حد مدیریت، با توجه به اطلاعات در دسترس در بورس اوراق بهادار تهران استفاده می شود:

#### نخستین معیار خوش بینی بیش از حد مدیریت

معیار نخست از طریق محاسبه اختلاف سود فصلی پیش بینی شده هر سهم با سود واقعی آن محاسبه می شود. چنانچه در یک سال تعداد فصولی که سود پیش بینی شده در آن از سود واقعی بیشتر است، بیش از دو فصل باشد، عدد یک خواهد گرفت که در این صورت مدیر خوش بین خوانده می شود؛ و در غیر این صورت عدد صفر را به خود اختصاص خواهد داد (لی و تانگ، ۲۰۱۲).

#### دومین معیار خوش بینی بیش از حد مدیریت

پژوهشگران نشان دادند که تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ها، حاوی اطلاعاتی مرتبط با پیش اعتمادی مدیریت است (کمپل و همکاران، ۲۰۱۱). لذا معیار بعدی خوش بینی کاذب مدیریتی مبتنی بر تصمیمات سرمایه گذاری مدیران می باشد که یک متغیر مجازی است. اگر مخارج سرمایه ای در یک دوره معین، تقسیم بر کل دارایی های ابتدای دوره بزرگ تر از سطح میانه آن صنعت مربوطه در آن سال باشد، برابر با یک و در غیر این صورت برابر صفر است. این معیار مبتنی بر یافته های بن دیوید و همکاران (۲۰۱۰) و مالمندیر و تیت (۲۰۰۵) است که نشان دادند در شرکت هایی با مدیران خوش بین، مخارج سرمایه ای بزرگ تر است.

$$C/E = \frac{C.E_t}{TA_{t-1}} \quad \text{رابطه (۲)}$$

$C.E_t$ : مخارج سرمایه ای، مبالغی که صرف خرید یا بهبود و ارتقای دارایی های مولد مانند ماشین آلات، ساختمان های تجاری و تولیدی، وسایل نقلیه و غیره در سال  $t$  می شود و بر اساس مطالعه لولن و بدریناس (۱۹۹۷)، از تفاوت خالص ارزش دفتری دارایی های ثابت در ابتدا و پایان دوره به علاوه هزینه استهلاک محاسبه می گردد؛  $TA_{t-1}$ : کل دارایی ها در پایان سال  $t-1$ .

#### سومین معیار خوش بینی بیش از حد مدیریت

همچون پژوهش احمد و دونلمن (۲۰۱۳) از شاخص سرمایه گذاری بیش از حد در دارایی ها استفاده می شود. سرمایه گذاری بیش از حد در دارایی ها از باقیمانده ای مدل رگرسیونی رشد دارایی ها بر رشد فروش بر مبنای سال - صنعت محاسبه می شود. سریع تر بودن رشد دارایی ها نسبت به رشد

فروش نشانگر این است که مدیر نسبت به شرکت‌های مشابه (متوسط صنعت) سرمایه‌گذاری بیشتری انجام داده است؛ بنابراین مثبت بودن باقیمانده‌ی این الگوی رگرسیونی نشانگر سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد در دارایی‌ها و خوش‌بینی بیش‌ازحد مدیریت است، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته می‌شود. مدل رگرسیونی یادشده به شرح زیر است:

$$AG = \beta_0 + \beta_1 SG + \varepsilon \quad \text{رابطه (۳)}$$

AG: رشد جمع دارایی‌های سال جاری در مقایسه با سال قبل در هر شرکت؛ SG: رشد فروش سال جاری نسبت به سال قبل در هر شرکت؛  $\varepsilon$ : خطای مدل که نشان‌دهنده خوش‌بینی مدیر می‌باشد.

### متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی استفاده‌شده در این پژوهش به‌عنوان سایر عوامل تأثیرگذار بر بازده سهام عبارت‌اند از: **عمر شرکت**: لگاریتم طبیعی اختلاف زمانی دوره موردبررسی با سال پذیرش شرکت‌ها در بورس می‌باشد (دارایی و زارعی، ۱۳۹۶).

**اندازه شرکت**: به‌عنوان جایگزین محیط اطلاعاتی شرکت در نظر گرفته‌شده است. هر چه اندازه شرکت بزرگ‌تر باشد، شرکت از اعتبار بیشتر برخوردار خواهد بود. شرکت‌های بزرگ به دلیل تنوع‌بخشی بیشتر، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مختلف، امکان استفاده از منابع مالی متنوع و افشای متنوع اطلاعات، ریسک کمتری دارند. برای محاسبه اندازه شرکت از لگاریتم ارزش بازار سهام (حاصل ضرب قیمت سهام در تعداد سهام) در پایان سال استفاده‌شده است (باومن، ۲۰۱۴؛ رحیمیان و حسنی القار، ۱۳۹۴).

**اهرم مالی**: از طریق تقسیم جمع بدهی‌ها بر جمع حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید. شرکت‌های دارای درجه اهرم بالا، دارای تعارض‌های نمایندگی بین اعتباردهندگان و سهام‌داران هستند (باومن، ۲۰۱۴).

**نرخ بازده دارایی‌ها**: با تقسیم سود خالص بر مجموع کل دارایی‌ها به دست می‌آید. **فرصت رشد**: از طریق نسبت ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری آن‌ها محاسبه می‌شود (مشایخ و بهزادپور، ۱۳۹۴).

**جریان نقد عملیاتی**: جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های اصلی و مستمر هر واحد تجاری که از صورت جریان وجوه نقد قابل استخراج است (سلیمانی امیری و گروه ای، ۱۳۹۶).

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

ابتدا جهت تحلیل داده‌ها، آماره‌های توصیفی داده‌های تحت مشاهده محاسبه می‌گردد. جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر مقدار پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به‌صورت مجزا می‌باشد.

همان‌طور که در جدول (۱) مشاهده می‌شود با توجه به نزدیکی میانه و میانگین می‌توان بیان کرد تمام متغیرهای پژوهش از توزیع آماری مناسبی برخوردارند، همچنین با توجه به اینکه انحراف معیار هیچ‌کدام از متغیرها صفر نمی‌باشد، می‌توان در مدل رگرسیونی از آن‌ها استفاده نمود. بودن میانگین نسبت به میانه نشان‌دهنده چوله به راست بودن داده‌ها و بیشتر بودن میانگین نسبت به

میانۀ نشان دهنده چوله به چپ بودن آن هاست. در نتیجه، متغیر اختلاف سود پیش بینی شده هر سهم با سود واقعی و بازده دارایی ها چوله به راست بوده و سایر متغیرها چوله به چپ هستند. همچنین، نتایج جدول (۱) نشان می دهد، ماکزیمم و مینیمم شاخص های خوش بینی مدیریت ۱ و صفر است؛ شایان ذکر است که این متغیرها مجازی هستند که هر یک دارای ارزش صفر و ۱ است. با توجه به میانگین متغیرهای ساختگی خوش بینی بیش از حد مدیران، برای شاخص اول حدود ۸۹ درصد و برای دو شاخص دیگر به ترتیب در حدود ۴۲ و ۴۳ درصد از مدیران شرکت های نمونه در دوره مورد بررسی، خوش بینی بیش از حد دارند. همچنین، میانگین بازده سهام برابر با ۰/۴۶۶۷ می باشد که این نتیجه نشان می دهد متوسط بازده کسب شده توسط شرکت ها در دوره مورد بررسی حدود ۴۷ درصد بوده است.

جدول ۱. نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

| متغیر                                       | میانگین | میانۀ  | حداکثر | حداقل   | انحراف معیار |
|---------------------------------------------|---------|--------|--------|---------|--------------|
| بازده سهام                                  | ۰/۴۶۶   | ۰/۱۵۴  | ۴/۶۱۲  | -۰/۷۱۷  | ۰/۹۱۷        |
| اختلاف سود پیش بینی شده هر سهم با سود واقعی | ۰/۸۸۹   | ۱      | ۱      | ۰       | ۰/۳۱۳        |
| رشد مخارج سرمایه ای                         | ۰/۴۲۱   | ۰      | ۱      | ۰       | ۰/۴۹۴        |
| سرمایه گذاری مازاد                          | ۰/۴۳۵   | ۰      | ۱      | ۰       | ۰/۴۹۶        |
| عمر شرکت                                    | ۲/۸۴۶   | ۲/۸۳۳  | ۳/۹۱۲  | ۲/۰۷۹   | ۰/۴۱۶        |
| اندازه شرکت                                 | ۱۱/۹۳۷  | ۱۱/۸۷۰ | ۱۴/۲۱۹ | ۱۰/۰۳۸  | ۰/۷۵۰        |
| اهرم مالی                                   | ۱/۶۴۸   | ۱/۴۲۹  | ۷۴/۶۶۰ | -۵۷/۸۹۷ | ۷/۰۷۰        |
| بازده دارایی ها                             | ۰/۲۳۹   | ۰/۲۴۲  | ۹/۴۸۶  | -۱۰/۴۰۸ | ۰/۷۸۷        |
| فرصت رشد                                    | ۲/۲۶۶   | ۲/۰۶۷  | ۲۹/۴۹۸ | -۴۴/۰۹۲ | ۳/۵۳۷        |
| جریان نقد عملیاتی                           | ۰/۱۱۲   | ۰/۰۹۵  | ۰/۶۸۰  | -۰/۳۳۶  | ۰/۱۳۵        |

### آزمون تشخیص روش تخمین مدل

نرمال بودن متغیرها (به خصوص متغیر وابسته در مدل های رگرسیونی)، شرط اولیه انجام کلیه آزمون های پارامتریک می باشد. نکته شایان ذکر اینکه بر اساس قضیه حد مرکزی، ضرایب در داده های با تعداد مشاهدات بالا نرمال محسوب می شوند، هر چند توزیع اجزا نرمال نباشد (گرین<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱). در این پژوهش نیز از آنجا که تعداد داده ها از ۹۵۴ سال- شرکت تشکیل شده است، مشکلی از این بابت وجود نخواهد داشت.

جهت آزمون فرضیه ها ابتدا باید مدل رگرسیون مورد برآزش قرار گیرند. در اینجا به منظور تعیین مدل مناسب (تلفیقی یا تابلویی با اثرات ثابت یا تصادفی) بر اساس شاخص های مدنظر برای بیش اعتمادی مدیران از آزمون های چاو و هاسمن<sup>۲</sup> استفاده می شود.

1 . Greene

2 . Chow & Hausman

## جدول ۲. نتایج آزمون چاو و هاسمن

| آزمون هاسمن |              |              | آزمون چاو        |              |         | مدل                   |
|-------------|--------------|--------------|------------------|--------------|---------|-----------------------|
| نتیجه       | سطح معناداری | آماره Chi-Sq | نتیجه            | سطح معناداری | آماره F |                       |
| اثرات ثابت  | ۰/۰۰۰۱       | ۳۰/۰۸        | داده‌های تابلویی | ۰/۰۰۰۸۴      | ۱/۳۲    | مدل بر مبنای شاخص اول |
| اثرات ثابت  | ۰/۰۰۰۰       | ۳۴/۳۵        | داده‌های تابلویی | ۰/۰۰۰۳۷      | ۱/۳۷    | مدل بر مبنای شاخص دوم |
| اثرات ثابت  | ۰/۰۰۰۱       | ۳۰/۲۸        | داده‌های تابلویی | ۰/۰۰۰۴۸      | ۱/۳۵    | مدل بر مبنای شاخص سوم |

با توجه به اینکه سطح معناداری در آزمون چاو و آزمون هاسمن در جدول (۲) برای مدل پژوهش بر اساس هر سه شاخص مدنظر کمتر از سطح خطا (۵٪) می‌باشد، بنابراین از روش پانل-دیتا و همچنین از روش اثرات ثابت جهت برازش مدل رگرسیونی آزمون تمامی فرضیه‌ها استفاده می‌شود.

## آزمون ناهمسانی واریانس مدل پژوهش

یکی از فروض کلاسیک آماری، همسانی واریانس باقی‌مانده‌ها است که از فرضیه‌های اساسی هر رابطه آماری محسوب می‌شود. برای بررسی فرض ناهمسانی واریانس در پژوهش حاضر، از آزمون وایت بر اساس سه شاخص خوش‌بینی بیش‌ازحد مدیران به‌صورت جداگانه در مدل پژوهش استفاده شده که نتایج آن در جدول (۳) ارائه شده است.

## جدول ۳. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

| فرضیه H <sub>0</sub> | مدل                  | سطح معناداری | آماره آزمون | نتیجه                    | روش تخمین |
|----------------------|----------------------|--------------|-------------|--------------------------|-----------|
| همسانی واریانس       | مدل بر اساس شاخص اول | ۰/۰۰۰۰       | ۳/۵۱        | H <sub>0</sub> رد می‌شود | GLS       |
| همسانی واریانس       | مدل بر اساس شاخص دوم | ۰/۰۰۰۰       | ۲/۷۰        | H <sub>0</sub> رد می‌شود | GLS       |
| همسانی واریانس       | مدل بر اساس شاخص سوم | ۰/۰۰۰۰       | ۳/۱۵        | H <sub>0</sub> رد می‌شود | GLS       |

نتایج جدول (۳) نشان می‌دهد که آماره احتمال محاسبه شده در آزمون وایت برای مدل پژوهش بر اساس شاخص‌های بیان شده جهت سنجش خوش‌بینی مدیران کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاقی می‌باشد. لازم به توضیح است که این مشکل در تخمین نهایی مدل رفع گردیده است. چراکه برای رفع ناهمسانی واریانس در برازش نهایی مدل، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است.

## نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

## آزمون فرضیه اول

همان‌طور که در جدول (۴) مشاهده می‌شود مقدار آماره دورین-واتسون مدل پژوهش برای معیار اول (اختلاف سود پیش‌بینی شده هر سهم با سود واقعی) برابر است با ۱/۸۷ که مؤید این مطلب است بین اجزاء اختلال خودهمبستگی وجود ندارد؛ زیرا این مقدار در فاصله ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد؛ و همچنین مقدار ضریب تعیین تعدیل شده نیز ۰/۴۲ می‌باشد.

به این معنی است که حدود ۴۲ درصد از تغییرات بازده سهام شرکت‌ها را می‌توان با استفاده از متغیرهای مدل رگرسیونی پیش‌بینی کرد. همچنین، همچنین برای معناداری مدل رگرسیونی از آماره F در سطح ۹۵ درصدی استفاده شده است. با توجه به اینکه سطح معناداری کمتر از مقدار خطا (۵٪) می‌باشد، پس مدل رگرسیونی خطی است.

جدول ۴. نتایج تخمین فرضیه اول

| نام متغیر                | ضریب برآوردی | آماره t             | سطح معناداری |
|--------------------------|--------------|---------------------|--------------|
| عرض از مبدأ              | -۱/۴۱۷۹      | -۴/۱۷۷۲             | ۰/۰۰۰۰       |
| شاخص اول خوش‌بینی مدیران | ۰/۰۴۱۶       | ۱/۲۷۱۰              | ۰/۲۰۴۱       |
| عمر شرکت                 | -۰/۱۴۴۶      | -۵/۱۸۲۴             | ۰/۰۰۰۰       |
| اندازه شرکت              | ۰/۱۵۷۸       | ۵/۰۹۶۵              | ۰/۰۰۰۰       |
| بازده دارایی‌ها          | ۰/۰۰۱۱       | ۰/۰۶۵۱              | ۰/۹۴۸۱       |
| اهرم مالی                | -۰/۰۰۲۰      | -۰/۸۹۸۳             | ۰/۳۶۹۳       |
| فرصت رشد                 | -۰/۰۰۵۷      | -۱/۳۰۲۸             | ۰/۱۹۳۰       |
| جریان نقد عملیاتی        | ۰/۲۱۵۸       | ۳/۱۳۵۲              | ۰/۰۰۱۸       |
| آماره F                  | ۳/۴۶         | احتمال آماره F      | ۰/۰۰۰        |
| ضریب تعیین تعدیل شده     | ۰/۴۲         | آزمون دوربین-واتسون | ۱/۸۷         |

(\*) آزمون در سطح ۵٪ معنادار می‌باشد)

فرضیه اول پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا بین اختلاف سود پیش‌بینی شده هر سهم با سود واقعی هر سهم و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد یا خیر؟ همان‌طور که در جدول (۴) مشاهده می‌شود، مقدار سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر اختلاف سود پیش‌بینی شده هر سهم با سود واقعی هر سهم برابر ۰/۲۰۴۱ می‌باشد. در نتیجه با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان ادعان نمود که بین اختلاف سود پیش‌بینی شده هر سهم با سود واقعی هر سهم و بازده سهام رابطه معناداری وجود ندارد، به عبارت دیگر، این یافته نشان می‌دهد با وجود اینکه رابطه مثبت و مستقیم بین خوش‌بینی بیش از حد مدیریت و بازده سهام وجود دارد، اما به دلیل عدم معناداری و بالا بودن سطح خطای معنادار، رابطه مورد بررسی فرضیه اول رد شده و خوش‌بینی مدیران باعث افزایش بازده سهام نشده است. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد، از متغیرهای کنترلی وارد شده در مدل رگرسیون، بین اندازه شرکت و جریان نقد عملیاتی با بازده سهام رابطه مثبت و معنادار و بین عمر شرکت با بازده سهام رابطه منفی و معنادار برقرار است. به عبارتی، افزایش جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی و بزرگی اندازه شرکت‌ها باعث افزایش بازده سهام آن‌ها شده، ولی افزایش قدمت و عمر بنگاه‌ها باعث افزایش بازده سهام در شرکت‌های مورد بررسی نشده است. در عین حال، بین نرخ بازده دارایی‌ها، اهرم مالی و فرصت رشد نیز با بازده سهام هیچ گونه رابطه معناداری یافت نشد.

### آزمون فرضیه دوم

برای بررسی اعتبار کلی الگوی چند متغیره از آماره F فیشر استفاده شده است. با توجه به سطح معناداری (۰/۰۰۰) آن در جدول (۵) می‌توان نتیجه گرفت که این الگو در سطح اطمینان معنادار است. میزان ضریب تعیین تعدیل شده این الگو (۰/۴۹) محاسبه شده است. این ضریب نشان می‌دهد که تقریباً ۵۰ درصد از تغییرات در بازده سهام شرکت‌ها با تغییرات در متغیرهای مورد استفاده در الگوی پژوهش، توضیح داده می‌شود. آماره دوربین-واتسون نیز ۱/۸۶ را نشان می‌دهد؛ که می‌توان

نتیجه گرفت در تخمین مدل مذکور مشکل خودهمبستگی یا همبستگی سریالی بین جملات خطا وجود ندارد.

جدول ۵. نتایج تخمین فرضیه دوم

| نام متغیر                | ضریب برآوردی | آماره               | سطح معناداری |
|--------------------------|--------------|---------------------|--------------|
| عرض از مبدأ              | -۱/۴۹۳۰      | -۴/۵۰۴۰             | ۰/۰۰۰۰       |
| شاخص دوم خوش‌بینی مدیران | -۰/۰۲۴۴      | -۱/۷۰۴۰             | *۰/۰۸۸۸      |
| عمر شرکت                 | ۰/۱۳۷۱       | -۵/۴۴۷۰             | ۰/۰۰۰۰       |
| اندازه شرکت              | ۰/۱۶۶۳       | ۵/۵۰۲۴              | ۰/۰۰۰۰       |
| بازده دارایی‌ها          | ۰/۰۱۰۱       | ۰/۵۹۴۹              | ۰/۵۵۲۱       |
| اهرم مالی                | -۰/۰۰۱۳      | -۰/۶۱۸۷             | ۰/۵۳۶۳       |
| فرصت رشد                 | -۰/۰۰۶۵      | -۱/۶۲۰۲             | ۰/۱۰۵۶       |
| جریان نقد عملیاتی        | ۰/۲۰۵۱       | ۳/۳۱۶۲              | ۰/۰۰۱۰       |
| آماره F                  | ۴/۶۲         | احتمال آماره F      | ۰/۰۰۰        |
| ضریب تعیین تعدیل‌شده     | ۰/۴۹         | آزمون دوربین-واتسون | ۱/۸۶         |

(\*آزمون در سطح ۱۰٪ معنادار می‌باشد)

همان‌طور که در جدول (۵) مشاهده می‌شود، مقدار سطح معناداری محاسبه‌شده برای متغیر رشد مخارج سرمایه‌ای برابر ۰/۰۸۸۸ می‌باشد، در نتیجه فرضیه صفر رد شده و فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌گردد و با اطمینان ۹۰ درصد می‌توان اذعان نمود که بین رشد مخارج سرمایه‌ای و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد. همچنین ضریب برآورد شده خوش‌بینی مدیریت منفی است که نشان‌دهنده تأثیر معکوس متغیر موردبررسی بر متغیر وابسته می‌باشد. به عبارت دیگر، خوش‌بینی بیش‌ازحد مدیریت در انجام مخارج سرمایه‌ای بالاتر از صنعت مورد فعالیت شرکت خود منجر به کاهش بازده سهام می‌گردد. همچنین از میان متغیرهای کنترلی، بین متغیرهای عمر شرکت، اندازه شرکت و جریان نقد عملیاتی با بازده سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، در حالی که بین بازده دارایی‌ها، اهرم مالی و فرصت رشد با متغیر وابسته هیچ‌گونه رابطه معناداری یافت نشد؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت شرکت‌های بزرگ و قدیمی و همچنین شرکت‌هایی که جریان‌های نقدی فعالیت‌های عملیاتی بالاتری دارند، بازده سهام بیشتری را دارا می‌باشند.

### آزمون فرضیه سوم

با توجه به سطح معناداری آماره F (۰/۰۰۰) در جدول (۶) می‌توان نتیجه گرفت که این الگو در سطح اطمینان موردنظر معنادار است. میزان ضریب تعیین تعدیل‌شده این الگو نیز (۰/۴۷) نشان می‌دهد که ۴۷ درصد از تغییرات در بازده سهام شرکت‌ها با تغییرات در متغیرهای مورد استفاده در الگوی پژوهش، توضیح داده می‌شود. آماره دوربین-واتسون نیز ۱/۸۸ را نشان می‌دهد؛ که می‌توان نتیجه گرفت در تخمین مدل مذکور مشکل خودهمبستگی یا همبستگی سریالی بین جملات خطا وجود ندارد.

نتایج جدول (۶) نشان می‌دهد که مقدار سطح معناداری محاسبه‌شده برای متغیر سرمایه‌گذاری مازاد در کل دارایی‌ها برابر ۰/۰۰۰۰ می‌باشد. در نتیجه فرضیه صفر رد شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان اذعان نمود که بین مقدار سرمایه‌گذاری مازاد در دارایی‌ها و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد، همچنین ضریب برآورد

شده متغیر سرمایه گذاری مازاد در کل دارایی ها مثبت بوده و بیانگر آن است که بین مقدار سرمایه گذاری مازاد در دارایی ها و بازده سهام رابطه مثبت (مستقیم) و وجود دارد؛ به عبارت دیگر خوش بینی بیش از حد مدیریت در افزایش دارایی ها منجر به افزایش بازده سهام شرکت ها می گردد و با توجه به اینکه فرضیه دوم نشان داد که سرمایه گذاران به افزایش دارایی های ثابت نسبت به متوسط صنعت عکس العمل منفی نشان می دهند، بنابراین می توان گفت این رابطه تا میزان حد متوسط صنعت برقرار است و بعد از آن به صورت منفی بازده سهام با افزایش دارایی ها کاهش می یابد؛ با توجه به این نتایج فرضیه سوم پژوهش تأیید می شود. همچنین، از میان متغیرهای کنترلی بین بازده دارایی ها، اهرم مالی و فرصت رشد با بازده سهام شرکت ها نیز رابطه معنادار وجود ندارد.

### جدول ۶. نتایج تخمین فرضیه سوم

| نام متغیر                   | ضریب برآوردی | آماره t             | سطح معناداری |
|-----------------------------|--------------|---------------------|--------------|
| عرض از مبدأ                 | -۱/۳۰۸۹      | -۴/۰۳۷۰             | ۰/۰۰۰۱       |
| شاخص سوم بیش اعتمادی مدیران | ۰/۰۶۳۰       | ۴/۵۴۷۲              | ۰/۰۰۰۰       |
| عمر شرکت                    | -۰/۱۴۱۸      | -۴/۷۰۴۹             | ۰/۰۰۰۰       |
| اندازه شرکت                 | ۰/۱۴۸۵       | ۴/۹۸۰۷              | ۰/۰۰۰۰       |
| بازده دارایی ها             | ۰/۰۰۳۰       | ۰/۱۸۰۳              | ۰/۸۵۶۹       |
| اهرم مالی                   | -۰/۰۰۱۶      | -۰/۶۹۸۷             | ۰/۴۸۴۹       |
| فرصت رشد                    | -۰/۰۰۷۵      | -۱/۶۰۴۱             | ۰/۱۰۹۱       |
| جریان نقد عملیاتی           | ۰/۲۸۱۶       | ۳/۹۱۳۱              | ۰/۰۰۰۱       |
| آماره F                     | ۳/۱۵         | احتمال آماره F      | ۰/۰۰۰        |
| ضریب تعیین تعدیل شده        | ۰/۴۷         | آزمون دوربین-واتسون | ۱/۸۸         |

(\*آزمون در سطح ۵٪ معنادار می باشد)

### استحکام نتایج

در پژوهش های حسابداری و مالی معمولاً به جز متغیر مستقل، یک یا چند متغیر کنترلی نیز وارد مدل می گردد. برای اطمینان از استحکام نتایج آزمون فرضیه های پژوهش، برای بررسی اینکه آیا این متغیرهای کنترلی باعث بهبود کیفیت مدل شده اند یا خیر، آزمون مربوط به آماره های اطلاعاتی آکائیک و شوآرتز اجرا می شود.

### جدول ۷. نتایج بررسی کفایت متغیرهای کنترلی با استفاده از آماره آکائیک و شوآرتز

| نتیجه                 | آماره شوآرتز | آماره آکائیک | شرح                      |               |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------------------|---------------|
| کفایت متغیرهای کنترلی | -۵۶۲/۲۹۶     | -۵۹۷/۴۰۰     | مدل با متغیرهای کنترلی   | مدل اول پژوهش |
|                       | -۳۳۹/۶۱۹     | -۳۴۹/۶۴۸     | مدل بدون متغیرهای کنترلی |               |
| کفایت متغیرهای کنترلی | -۳۳۱/۹۰۵     | -۳۰۱/۸۱۶     | مدل با متغیرهای کنترلی   | مدل دوم پژوهش |
|                       | -۲۳۶/۶۰۵     | -۲۴۶/۶۳۵     | مدل بدون متغیرهای کنترلی |               |
| کفایت متغیرهای کنترلی | -۲۹۶/۲۸۲     | -۳۳۱/۳۸۶     | مدل با متغیرهای کنترلی   | مدل سوم پژوهش |
|                       | -۲۴۶/۴۹۸     | -۲۳۶/۴۶۹     | مدل بدون متغیرهای کنترلی |               |

بدین صورت که یکبار مدل بدون متغیرهای کنترلی برازش شده و آماره های اطلاعاتی برای آن محاسبه می شود. سپس مدل به همراه متغیرهای کنترلی برازش می شود و مجدداً آماره های اطلاعاتی محاسبه می گردد. چنانچه مقدار آماره های اطلاعاتی بعد از وارد کردن متغیرهای کنترلی به مدل کاهش پیدا کنند،



نشان خواهد داد که متغیرهای کنترلی باعث بهبود مدل شده‌اند (افلاطونی، ۱۳۹۵). همان‌طور که در جدول (۷) مشاهده می‌شود مقدار آماره‌های اطلاعاتی آکائیک و شوآرتز با اضافه کردن متغیرهای کنترلی به مدل، کاهش پیدا کرده‌اند و این مورد نشان از برازش مطلوب مدل به همراه متغیرهای کنترلی دارد.

## نتیجه‌گیری و بحث

هدف این پژوهش بررسی تأثیر خوش‌بینی بیش‌ازحد مدیریت بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است، به‌منظور دستیابی به این هدف سه فرضیه تدوین گردید که در ادامه به ارائه نتایج آن پرداخته می‌شود:

آزمون فرضیه اول پژوهش رابطه بین اختلاف سود پیش‌بینی شده هر سهم با سود واقعی آن و بازده سهام را مورد بررسی قرار داد. بر مبنای نتایج به‌دست آمده، فرضیه اول پژوهش رد شده و نمی‌توان گفت که اختلاف سود پیش‌بینی شده هر سهم با سود واقعی آن با بازده سهام رابطه معناداری دارد؛ که این یافته با نتایج پژوهش بهاراتی و همکاران (۲۰۱۶) در تناقض است. این نتیجه حاکی از آن است که سود پیش‌بینی شده هر سهم توسط مدیریت سبب افزایش یا کاهش بازده سهام در سطح اطمینان بالا نمی‌گردد، اما با توجه به اینکه نتایج پژوهش نشان داد که اختلاف سود پیش‌بینی شده هر سهم و سود واقعی با بازده سهام رابطه مثبتی دارد به‌گونه‌ای که این رابطه در سطح اطمینان کمتر تأیید می‌شود؛ اما در حالت کلی در صورتی که سطح اطمینان افزایش یابد، این نتایج رد شده و می‌توان گفت که اختلاف سود پیش‌بینی شده هر سهم با سود واقعی عامل مؤثری بر بازده سهام در سطح اطمینان بالایی نیست. علاوه بر این بر مبنای نتایج به‌دست آمده، فرضیه دوم پژوهش رد نشده و می‌توان گفت که بین رشد مخارج سرمایه‌ای و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد. این نتایج حاکی از آن است که مخارج سرمایه‌ای که شرکت انجام می‌دهد سبب تغییرات بازده سهام در بازار شده و با توجه به اینکه نتایج حاکی از تأثیر منفی مخارج مازاد شرکت نسبت به صنعت بر بازده سهام است، می‌توان گفت که هر چه مخارج سرمایه‌ای شرکت نسبت به صنعت فزونی یابد بازار آن را به‌عنوان زیانی نگریده که غیرقابل برگشت است و در نتیجه عکس‌العملی به‌صورت کاهش قیمت و کاهش ارزش نمایان می‌شود؛ بنابراین، خوش‌بینی بیش‌ازحد مدیریت که ناشی از افزایش مخارج سرمایه‌ای نسبت به صنعت بوده و این بیش‌اعتمادی در جهت افزایش منافع شرکت می‌باشد، در دوره‌ای که مخارج صورت می‌گیرد تحقق نمی‌یابد و سبب کاهش بازده سهام می‌گردد؛ که این نتیجه با نتایج پژوهش بهاراتی و همکاران (۲۰۱۶) هماهنگ می‌باشد. همچنین، نتایج پژوهش نشان داد که بین سرمایه‌گذاری مازاد در کل دارایی‌ها با بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد. این یافته حاکی از آن است که مخارجی که شرکت برای افزایش بینه مالی و رقابتی خود انجام می‌دهد سبب تغییرات بازده سهام در بازار شده و با توجه به اینکه نتایج حاکی از تأثیر مثبت مخارج شرکت در کلیه دارایی‌ها از جمله دارایی‌های جاری بر بازده سهام می‌باشد، می‌توان نتیجه گرفت که هر چه میزان کل دارایی‌های شرکت فزونی یابد بازار آن را به‌عنوان کاهش ریسک و تقویت مالی شرکت نگریده که سبب افزایش توانایی شرکت برای رقابت در بازار و ایفای تعهدات می‌گردد؛ و در نتیجه عکس‌العملی به‌صورت افزایش قیمت و افزایش ارزش نمایان می‌شود. با توجه به نتایج به‌دست آمده در این فرضیه می‌توان گفت که افزایش کل دارایی‌ها و بالطبع سهم افزایش دارایی‌های ثابت از کل دارایی‌ها نباید از میزان صنعت بیشتر شود و تغییرات کل دارایی‌ها باید تمام بخش‌های دارایی از جمله دارایی‌های جاری را نیز شامل شود تا بازده سهام فزونی یابد. این یافته نیز نتایج پژوهش بهاراتی و همکاران (۲۰۱۶) را تأیید می‌کند.

با توجه به اینکه فرضیه اصلی پژوهش حاضر بررسی نقش خوش بینی مدیریت بر بازده سهام می باشد؛ و با در نظر گرفتن نتایج حاصل از فرضیه های فرعی پژوهش می توان به صورت کلی نتیجه گرفت، از آنجایی که تصمیم های سرمایه گذاری شرکت، حاوی اطلاعاتی درباره میزان خوش بینی بیش از حد مدیریتی است، بنابراین با استفاده از شاخص های مبتنی بر این تصمیمات (مازاد سرمایه گذاری و مخارج سرمایه ای) در فرضیه های دوم و سوم بهتر می توان به تحلیل بررسی نقش خوش بینی مدیریت بر بازده سهام شرکت ها پرداخت. همچنین، با در نظر گرفتن این اصل که شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار باید سود پیش بینی شده خود را افشا کنند، در فرضیه اول نتوانستیم در سطح اطمینان بالا به رابطه معناداری بین این شاخص (اختلاف سود پیش بینی شده با سود واقعی) با بازده سهام دست یابیم؛ که یکی از دلایل این نتیجه می تواند افزایش ناقص یا به موقع نبودن اطلاعات مربوط به سود پیش بینی شده توسط شرکت ها در دوره مورد بررسی باشد.

بر اساس نتایج فرضیه اول به سهامداران و تحلیل گران پیشنهاد می شود در بررسی ویژگی های شرکت و عوامل مؤثر بر بازده سهام برای پیش بینی های مدیریت اهمیت کمتری قائل شده چرا که این عامل با دیدگاه های جانب گرایانه مختلفی ارائه می شود و نتایج پژوهش نیز نشان داد در سطح اطمینان بالا بر بازده سهام مؤثر نمی باشد. همچنین، بر اساس نتایج فرضیه دوم به گروه مدیریت شرکت ها پیشنهاد می گردد در زمان تصمیم گیری مبنی بر افزایش مخارج سرمایه ای به متوسط صنعت توجه نموده و سرمایه گذاری خود را کمتر از متوسط صنعت انجام دهند چرا که افزایش آن تأثیر منفی بر بازده سهام دارد و در صورتی که خواهان افزایش بیشتر از آن هستند شرایط را به نحو مطلوب سنجیده و ارزش فعلی بازده آتی را در تحلیل های خود محاسبه نمایند و در صورت فرونی بازده آتی با شرایط یاد شده که علاوه بر بازگردانی اصل سرمایه، بازده مورد انتظار را نیز شامل شود و همچنین منافع ازدست رفته ناشی از کاهش بازده سهام و دیدگاه سرمایه گذاران را نیز شامل گردد، سرمایه گذاری را به انجام برسانند؛ و در پایان، بر اساس یافته های فرضیه سوم به تحلیل گران و سایر اشخاصی که قصد بررسی و تحلیل افزایش سرمایه و دارایی های شرکت ها را دارند، پیشنهاد می شود که به میزان سرمایه گذاری صورت گرفته در شرکت و تنوع آن توجه نموده و در صورتی که افزایش سرمایه منجر به پوشش مناسب کلیه نواقص شرکت از جمله کمبود نقدینگی، کاهش بدهی ها و افزایش دارایی ها و در کل افزایش انعطاف پذیری شرکت گردیده است سرمایه گذاری در آن شرکت را انجام داده و بازده افزایشی را نصیب خود نمایند.

مهم ترین محدودیت پژوهش حاضر که در تفسیر نتایج و قابلیت تعمیم آن باید به آن توجه شود، آن است که خوش بینی یکی از ویژگی های رفتاری مدیریت است که ممکن است تحت تأثیر تغییرات مدیریت قرار گیرد. به علت گردش زیاد مدیران شرکت های مورد بررسی طی دوره پژوهش، امکان حذف اثر آن بر خوش بینی مدیریتی وجود نداشت. چرا که منجر به کاهش نمونه می شد. همچنین، پیشنهاد می شود در پژوهش های بعدی، ضمن مقایسه خوش بینی بیش از حد مدیران در صنایع مختلف، تأثیر نوع صنعت بر رابطه بین مدیران خوش بین و بازده سهام نیز مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد. در ضمن، پژوهشگران علاقه مند می توانند آثار تعدیلی متغیرهای دیگری مانند جنسیت، تجربه و تحصیلات مدیران را بر رابطه بین خوش بینی بیش از حد مدیریت و بازده سهام را بررسی نمایند. در پایان، یادآور می شود که یافته های این پژوهش می تواند به ارکان راهبری شرکت ها در توجه به ویژگی های شخصیتی مدیران و نقش چنین ویژگی هایی در تصمیم گیری های شرکت، به منظور عزل و نصب مدیران کمک نماید. از سوی دیگر، به سرمایه گذاران نیز پیشنهاد می شود هنگام اخذ تصمیمات سرمایه گذاری و برآورد بازده آتی سرمایه گذاری ها، ویژگی های شخصیتی مدیران را نیز مدنظر قرار دهند.

## منابع

- احمدپور، احمد و غلامی جمکرانی، رضا (۱۳۸۴). بررسی رابطه اطلاعات حسابداری و ریسک بازار. پیشرفت‌های حسابداری، شماره بیست و دوم، دوره دوم، صص ۱۸-۳۰.
- افلاطونی، عباس (۱۳۹۵). تجزیه و تحلیل آماری با EViews در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی، انتشارات ترمه.
- خواجهی، شکرالله، دهقانی سعدی، علی اصغر و گرامی شیرازی، فرزاد (۱۳۹۵). تأثیر خودشیفتگی مدیران بر مدیریت سود و عملکرد مالی، مجله پیشرفت‌های حسابداری، شماره هشتم، دوره ۲، صص ۱۲۳-۱۴۹.
- دارابی، رویا و زارعی، علی (۱۳۹۶). تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر ریسک سقوط قیمت سهام: با تأکید بر نقش تعدیل‌کنندگی محافظه‌کاری حسابداری. مجله دانش حسابداری مالی، دوره چهارم شماره اول، صص ۱۲۱-۱۳۹.
- دیدار، حمزه و بیکی، خدیجه (۱۳۹۶). بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و مازاد بازده در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۴، شماره ۲، صص ۱۹۷-۲۲۰.
- رحیمیان، نظام‌الدین و حسنی القار، مسعود (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیریت و استفاده از حسابرسی متخصص صنعت. مجله دانش حسابداری مالی، دوره دوم، شماره ۴(۷)، صص ۷۱-۸۸.
- سپاسی، سحر و اسدی وصفی، مهدی (۱۳۹۵). بیش اعتمادی مدیران و حق‌الزحمه حسابرسی با تأکید بر نقش کمیته حسابرسی. مجله دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال پنجم، شماره ۱۹، صص ۱۲۹-۱۳۸.
- سلیمانی امیری، غلامرضا و گروه‌ای، پگاه (۱۳۹۶). بررسی اثر اطمینان بیش‌ازحد مدیریت بر ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک. مجله پیشرفت‌های حسابداری، دوره نهم، شماره اول، صص ۹۹-۱۲۴.
- عبدلی، محمدرضا و امیری اسفندقه، ملیحه (۱۳۹۵). بررسی ارتباط بین اطمینان بیش‌ازحد مدیران و پیش‌بینی سود مدیریت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار. فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال نهم، شماره ۳۵، صص ۵-۲۵.
- مشایخ، شهناز و بهزادپور، سمیرا (۱۳۹۴). تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۴، صص ۴۸۵-۵۰۴.
- مهربان پور، محمدرضا، محمدی، منصور و رجب بیگی، محمدعلی (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و کنترل‌های داخلی حاکم بر گزارشگری مالی. مجله دانش حسابداری، دوره هشتم، شماره ۴، صص ۱۱۹-۱۴۰.
- هاشمی، عباس و طباطبایی، زهرا (۱۳۹۵). تأثیر معیارهای منتخب بر رابطه بین اطمینان بیش‌ازحد مدیریتی و دقت پیش‌بینی سود. مجله دانش حسابداری مالی، دوره سوم، شماره ۴، صص ۱-۲۲.
- Abdoli, M. & Amiri Esfandgheh, M. (2016). The Relationship between Overconfidence and Management Profit Forecasts at Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Securities Exchange*, 9(35), pp. 5-25. (in Persian)
- Aflatooni, A. (2016). *Statistical Analysis in Accounting and Financial Management by EViews*, Termeh Publishers. (in Persian)

- Ahmadpour, A. Gholami Jamkarani, R. (2006). Investigate the relationship between accounting information and market risk. *Journal of Accounting Advance*, 22(2) , pp. 18-30. (in Persian)
- Ahmed, A. S. & Duellman, S. (2013). Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 51, pp. 1-30.
- Aktas, N, Louca, CH, Petmezas, D. (2015). Is Cash More Valuable in the Hands of Overconfident CEOs? Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2692324>
- Baker, M. Ruback, R.S. Wurgler, J. (2007). Behavioral Corporate Finance: A Survey. In: Eckbo, (Ed). *The Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Elsevier, New York, pp.145–186
- Ben-David, I. Graham, J.R. & Harvey, C.R. (2010). Managerial miscalibration, *Working paper, Duke University*.
- Ben-David, I. Graham, J.R. Harvey, C.R. (2013). Managerial miscalibration. *Quarterly Journal of Economics*, 128(4), pp. 1547-1584.
- Bertrand, M. & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *Quarterly Journal of Economics*, 118(4) , pp. 301–330.
- Bharati, R. Doellman, T. & Fu, X. (2016). CEO confidence and stock returns. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 12, pp. 89-110.
- Bouwman, C. H. S. (2014). Managerial optimism and earnings smoothing. *Journal of Banking & Finance*, 41, pp. 283-303.
- Campbell, T. C. Galleyer, M. Johnson, S. A. Rutherford, J. & B. W. Stanley (2011). CEO Optimism and Forced Turnover. *Journal of Financial Economics*, 101, pp. 695-712.
- Chen, S. Lai, S. Liu, C. McVay, S. (2014). Overconfident managers and internal controls. *Working Paper, National Taiwan University and University of Washington*.
- Darabi, R. & zarei, A. (2017). Impact of overconfidence management on the crash risk of stock price: Emphasizing on the mediating role of accounting conservatism. *Empirical Research of Financial Accounting*, 4(1) , pp. 121-139. (in Persian)
- Dessi, R. & Zhao, X. (2018). **Overconfidence**, stability and investments. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 145, pp. 474-494.
- Didar, H. & Beiki, Kh. (2017). Reviewing the Effect of Corporate Governance Quality on Relationship between Capital Structure and Additional Return on Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of The Accounting And Auditing Review*, 24(2) , pp. 197-220. (in Persian)
- Duellman, S. H. Hurwitz, and Y. Sun. (2015). Managerial overconfidence and audit fees. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(2) , pp. 148-165.
- Giang, F. Zhang, M. Lu, Z. and Chen, C. (2009). Managerial Overconfidence, Firm Expansion and Financial distress. *Economic Research journal*, 1, pp. 131-143.
- Greene, W. (2011). *Econometric Analysis*. Seventh ED. *United states of America: Prentice-hall publication*.
- Hackbarth, D. (2008). Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(4) , pp. 843–882.
- Hashemi, A. & Tabatabaei, Z. (2017). The Effect of Selected Criteria on the Relationship between Managerial Overconfidence on the Accuracy of Earning Prediction. *Empirical Research of Financial Accounting*, 3(4) , pp. 1-22. (in Persian)
- Hirshleifer, D. Low, A. & Teoh, S. (2012). Are Overconfident CEOs Better Innovators? *Social Science Research Network Journal*, Retrieved from [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1598021](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1598021).
- Huang, W. Jiang, F. Liu, Z. and M. Zhang. (2011). Agency Cost, top executives' overconfidence, and investment-cash flow sensitivity: Evidence from listed companies in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19, pp. 261-277.

- Hutton, A.P. Marcus, A. J. & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 18 (4) , pp. 8-10.
- Khajavi, Sh. Dehghani Sa'di, A. & Gerami Shirazi, F. (2017). CEO narcissism impacts on earnings management and financial performance. *Journal of Accounting Advance*, 8(2) , pp. 123-149. (in Persian)
- Kramer, L.A. & Liao, C. M. (2016). The spillover effects of management overconfidence on analyst forecasts. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 12, pp. 79-92.
- Lewellen, W. G. & Badrinath, S. G. (1997). On the measurement of Tobin's q. *Journal of Financial Economics*, 44(1) , pp. 77-122.
- Li, J. and W. Tong. (2012). Managerial Overconfidence, CEO Selection and Corporate Investment: An Empirical Analysis. *Working paper, available at: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)*.
- Lin, Y. Hu, S. Chen, M. (2005), Managerial optimism and corporate investment: some empirical evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, pp. 523-546.
- Malmendier, U. & Tate, G. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *European Financial Management*, 11(5) , pp. 649-659.
- Malmendier, U. G. Tate, and J. Yan. (2011). Overconfidence and Early Life experiences: The effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of Finance*, 66(5) , pp. 1687-733.
- Malmendier, U. Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO optimism and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 88, pp. 323-354.
- Mashayekh, Sh. & Behzadpur, S. (2015). The effect of managers' overconfidence on dividend policy in the firms listed in Tehran stock market. *Journal of The Accounting And Auditing Review*, 21(4) , pp. 485-504. (in Persian)
- Mehrabanpour, M. Mohammadi, M. & Rajabbeyki, M.A. (2018). Relationship between Managerial Overconfidence and Internal Controls over Financial Reporting. *Journal of Accounting Knowledge*, 8(4) , pp. 119-140. (in Persian)
- Pikulina, E. Renneboog, L. & Tobler, P.N. (2017). Overconfidence and investment: An experimental approach. *Journal of Corporate Finance*, 43, pp. 175-192.
- Presley, T.J. Abbott, L.J. (2013). CEO Overconfidence and the Incidence of Financial Restatement. *Advances in Accounting*, 29(1) , pp. 74-84.
- Presson, P.K. Benassi, V.A. (1996). Locus of control orientation and depressive symptomatology: A meta-analysis. *Journal of Social Behavior and Personality*, 11(1) , pp. 201-212.
- Rahimian, N. & Hasani Alghar, M. (2016). An Investigation into the Relationship between the Managerial Overconfidence and Using Industry Specialist Auditor in the Firms Listed in Tehran Stock Exchange. *Empirical Research of Financial Accounting*, 2(4) , pp. 71-88. (in Persian)
- Scherand, C.M. & Zechman, S.L. (2012). Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Financial Misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, 53(2) , pp. 6-12.
- Sepasi, S. & Asadi Vasfi, M. (2016). Effect of Managerial Overconfidence on Audit fee with emphasis on Audit fee Role. *Journal of Accounting Advance*, 5(19), pp. 129-138. (in Persian)
- Soleimany Amiri, Gh. & Gerveie, P. (2017). The Impact of Managerial Overconfidence on Systematic and Unsystematic Risk. *Journal of Accounting Advance*, 9(1) , pp. 99-124. (in Persian)
- Statman, M. Thorley, S. & Vorkink, K. (2005). Investor Overconfidence and Trading Volume. *The Review of Financial Studies*, 19, pp. 1531-1565.