

تأثیر خوش بینی مدیران بر هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر ایمان داداشی* دکتر محمود یحیی‌زاده فر** عباس شامخی امیری***
دانشگاه آزاد اسلامی، واحد بابل دانشگاه مازندران مؤسسه آموزش عالی راه دانش بابل

چکیده

هم‌زمانی قیمت معیاری نسبی از اطلاعات خاص شرکت در مقایسه با اطلاعات بازار و صنعت است که در قیمت سهام منعکس می‌شود؛ لذا با شفافیت رابطه معکوس دارد. خوش‌بینی یکی از انواع سوگیری‌های رفتاری مدیران است که آن‌ها را از ارزیابی درست شرکت باز می‌دارد. شفافیت اطلاعات تحت تأثیر این ویژگی رفتاری است. خوش‌بینی منجر به کاهش کیفیت و محتوای اطلاعاتی افشاها می‌شود که به تبع آن هم‌زمانی قیمت افزایش می‌یابد. پژوهش حاضر به بررسی تأثیر خوش‌بینی مدیریت بر هم‌زمانی قیمت با استفاده از داده‌های ۱۱۲ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ پرداخته است. برای سنجش هم‌زمانی از مدل بیوتروسکی و روستون (۲۰۰۵) و برای خوش‌بینی از سه شاخص باقی‌مانده مدل رشد، دقت پیش‌بینی سود فصلی و مازاد مخارج سرمایه‌ای استفاده شد. یافته‌ها نشان داد مطابق با مباحث تئوریک، خوش‌بینی (مازاد مخارج سرمایه‌ای) اثر مثبت و معناداری بر هم‌زمانی دارد. درخصوص دو پروکسی دیگر خوش‌بینی، اثر معناداری مشاهده نشد.

کلیدواژه‌ها: خوش‌بینی مدیران، هم‌زمانی قیمت سهام، مالی رفتاری، شفافیت اطلاعاتی، پانل
مقاوم.

* استادیار گروه حسابداری i.dadashi@gmail.com

** استاد گروه مدیریت m.yahyazadeh@umz.ac.ir

*** کارشناس ارشد حسابداری shamekhiabbas@gmail.com

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۲/۲۲

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۱۱/۱۷

۱. مقدمه

شواهد عینی بیان‌گر آن است که مدیران از قابلیت‌های متفاوتی در اجرای وظایف مدیریتی خود برخوردارند. این تفاوت در قابلیت‌های مدیران می‌تواند یکی از عوامل توجیه‌کننده ویژگی‌های رفتاری آنان باشد (نیک بخت، دهقانی و قوهستانی، ۱۳۹۶). از سوی دیگر، ویژگی‌های رفتاری مدیران تأثیر زیادی بر نحوه تصمیم‌گیری‌های آن‌ها پیرامون گزارشگری مالی و در نتیجه کیفیت این گزارش‌ها دارد. خوش‌بینی یا بیش‌اعتمادی مدیران یکی از این ویژگی‌هاست که در پژوهش‌های انجام شده در این زمینه کمتر به آن توجه شده است (مرادی و قدیریان، ۱۳۹۶). خوش‌بینی یکی از مفاهیم مهم مالی رفتاری مدرن است که سبب می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش‌ازحد تخمین بزند و پیش‌بینی وی از احتمال وقوع پدیده‌ها خیلی افراطی یا خیلی تفریطی باشد (سلیمانی و گروه‌ای، ۱۳۹۶). براساس تئوری پله‌های ترقی، تجربیات و ارزش‌ها و شخصیت مدیران بر تصمیم‌گیری آن‌ها تأثیرگذار است. در ادبیات مالی رفتاری، گرایش خوش‌بینانه مدیران، برآورد سیستماتیک یا بیش از واقع متوسط جریان‌های نقدی و بازده آتی ناشی از فعالیت‌های شرکت، همچون سرمایه‌گذاری، ادغام، اکتساب، تأمین مالی و پرداخت سود سهام و نتایج ناشی از آن‌ها است همراه با درجه خاصی از نبودن عقلانیت. خوش‌بینی یکی از ویژگی‌های مهم شخصیتی مدیران است که بر ریسک‌پذیری تأثیر می‌گذارد (دوئلمن^۱ و همکاران، ۲۰۱۵). باروس و سیلیویرا^۲ (۲۰۰۹) نشان دادند شرکت‌های دارای مدیران خوش‌بین^۳ سیاست مالی تهاجمی انتخاب می‌کنند که باعث می‌شود نسبت اهرم مالی بیشتر باشد. خوش مالی رفتاری مدرن است که هم در تئوری‌های مالی و هم روان‌شناسی جایگاه ویژه‌ای دارد. خوش‌بینی سبب می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش‌ازحد و ریسک‌ها را کمتر از حد تخمین بزند و احساس کند بر مسائل و رویدادها کنترل دارد، در حالی که ممکن است در واقعیت این گونه نباشد (فروغی و نخبه فلاح، ۱۳۹۲).

اولین بار، ایده هم‌زمانی را در دهه ۱۹۲۰ در روان‌شناسی، کارل یونگ^۴، روان‌شناس سوئیسی، مطرح کرد. عبارت هم‌زمانی به رخ دادن دو اتفاق یا بیشتر گفته می‌شود که حادثه‌ای معنی‌دار تشکیل دهند. هم‌زمانی قیمت سهام حوزه نسبتاً جدیدی در تحقیقات مالی و اقتصادی محسوب می‌شود و رابطه نزدیکی با توسعه اقتصادی و ثبات بازارهای مالی دارد؛ اما مفهوم اصلی آن در ادبیات مالی جدید نیست. جانسون^۵ (۹۰۰۲) هم‌زمانی قیمت سهام را این‌گونه تعریف می‌کند: درجه‌ای از اطلاعات بازار و صنعت است که در قیمت سهام شرکت منعکس می‌شود. هم‌زمانی قیمت سهام ابزاری برای سنجش حرکت قیمت سهام است؛ همچنین درجه اطلاعات خاص شرکت را در سطح

بازار و صنعت منعکس می‌کند (رول،^۸ ۱۹۸۸) هر چه کیفیت و شفافیت اطلاعات خاص شرکتی بیشتر باشد، هم‌زمانی قیمت کاهش می‌یابد (عمادی‌فر، ۱۳۹۵).

با توجه به اینکه قیمت سهام ترکیب طیف گسترده‌ای از اطلاعات، به عنوان مثال درآمد، اخبار اقتصاد کلان، پیش‌بینی تحلیلگران مالی و دیگر اطلاعات مالی است، بررسی هم‌زمانی قیمت اجازه می‌دهد تا محقق به مطالعه طیف گسترده‌ای از اثرات اطلاعاتی بپردازد. هم‌زمانی قیمت مدتی طولانی است که در پژوهش‌های مالی بررسی می‌شود و اخیراً در مطالعات حسابداری هم استفاده می‌شود. مطالعات اولیه به بررسی این می‌پردازد که آیا این نوسانات بازده توضیح‌ناپذیر (هم‌زمانی قیمت اندک) به علت اطلاعات خصوصی است یا به دلیل اشتباهات قیمت‌گذاری؛ به عنوان مثال رول (۱۹۸۸) و فرنچ^۷ و رول (۱۹۸۶). علاوه بر این، بسیاری از مطالعات اخیر از هم‌زمانی قیمت برای بررسی اثر محیط اطلاعاتی در اطلاعات خاص شرکت، منعکس شده در قیمت استفاده می‌کنند؛ یعنی هم‌زمانی قیمت کمتر به معنی اطلاعات خاص بیشتر شرکت است (چنگ^۸ و همکاران، ۲۰۱۲). خوش‌بینی مدیران در قلمرو مفاهیمی است که استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی مایل به شناخت دقیق آن هستند؛ زیرا مرور پیشینه پژوهش‌ها نشان می‌دهد شفافیت اطلاعات ارائه‌شده از سوی شرکت، تحت تأثیر این ویژگی رفتاری مدیران است و خوش‌بینی عموماً منجر به کاهش کیفیت اطلاعات ارائه‌شده از سوی شرکت می‌شود. اندک بودن محتوای اطلاعاتی افشاهای انجام‌شده از سوی شرکت می‌تواند سبب بروز هم‌زمانی قیمت سهام شود. هدف و سؤال اصلی این پژوهش این است که آیا بین خوش‌بینی مدیران و هم‌زمانی قیمت سهام رابطه‌ای وجود دارد یا خیر.

۲. مبانی نظری پژوهش

۲.۱. هم‌زمانی قیمت سهام

ارزش یک بنگاه اقتصادی چقدر است؟ این پرسشی است که معمولاً علاقمندان و فعالان بازار سرمایه از خود می‌پرسند. بسیاری از دانشگامیان و فعالان بازار معتقدند بهترین پاسخ به این پرسش را باید در قیمت سهام بنگاه اقتصادی در بازار بهادار جستجو کرد. در این صورت با افزایش قیمت سهام، ارزش بنگاه و در پی آن رفاه (ثروت) کل اجتماع نیز افزایش می‌یابد. قیمت اوراق بهادار تخمین مناسبی از ارزش ذاتی آن بوده و علامت مناسبی برای تخصیص منابع است. چنانچه شرکتی درست عمل کند، طبیعاً قیمت سهام آن افزایش می‌یابد و در صورت نیاز قادر خواهد بود سرمایه خود را افزایش دهد. چنین شرکت‌هایی دسترسی بیشتری به بازار سرمایه دارند و منابع مالی به راحتی

به طرف آنان سرازیر می‌شود. از طرف دیگر چنانچه سهام به قیمت روز به فروش رود، سهامداران نیز دچار زیان نمی‌شوند؛ بنابراین قیمت سهام معیار خوبی برای تخصیص منابع می‌شود. هدف سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها، کسب بازده معقول است. بازده سهام از دو بخش تغییرات قیمت سهام و سود سهام دریافتی تشکیل می‌شود؛ بنابراین قیمت سهام (تغییرات آن) یکی از معیارهای تصمیم‌گیری در مورد خرید و فروش سهام است (ابراهیمی و سعیدی، ۱۳۸۹).

رفتار قیمت سهام از دو عامل حرکت بازار و اطلاعات خاص شرکتی تبعیت می‌کند. حرکت بازار از طرفی متأثر از عوامل مختلف، اعم از مسائل داخلی و خارجی و سیاسی و ... است و از طرف دیگر متأثر از اطلاعات خاص شرکتی است که مربوط به عوامل خود شرکت است. اعتماد بیشتر سرمایه‌گذار به سود شرکت وابسته به اطلاعات خاص شرکتی بیشتر است. اعتماد بیشتر سرمایه‌گذار به سود شرکت وابستگی بیشتری به اطلاعات خاص شرکتی دارد و در صورتی که ارتباط بین بازده شرکت و بازده بازار هم‌زمانی قیمت اندک باشد، نشان‌دهنده بیشتر بودن اطلاعات خاص شرکتی است؛ بنابراین می‌توان گفت پایین بودن هم‌زمانی بازده سهام شرکت‌ها، در واقع بیان‌گر این موضوع است که قیمت آن‌ها وابستگی کمتری به حرکت بازار دارد؛ چون مقدار بیشتری از اطلاعات خاص شرکتی وجود دارد که فعالان بازار به آن اطمینان می‌کنند. حرکت بازار هم متأثر از عوامل مختلف اعم از مسائل داخلی و خارجی و سیاسی ... است و هم متأثر از اطلاعات خاص شرکتی که مربوط به عوامل خود شرکت است. اعتماد بیشتر سرمایه‌گذار به سود شرکت وابسته به اطلاعات خاص شرکتی بیشتر است. اعتماد بیشتر سرمایه‌گذار به سود شرکت، وابستگی بیشتری به اطلاعات خاص شرکتی دارد و در صورتی که ارتباط بین بازده شرکت و بازده بازار (هم‌زمانی قیمت) اندک باشد، نشان‌دهنده بیشتر بودن اطلاعات خاص شرکتی است؛ بنابراین می‌توان گفت پایین بودن هم‌زمانی بازده سهام شرکت‌ها، در واقع بیان‌گر این موضوع است که قیمت آن‌ها وابستگی کمتری به حرکت بازار دارد؛ چون مقدار بیشتری از اطلاعات خاص شرکتی وجود دارد که فعالان بازار به آن اطمینان می‌کنند. بیوتروسکی و روستون^۱ (۲۰۰۵)؛ هم‌زمانی بازده سهام را این گونه تعریف کرده‌اند: نشان‌دهنده این است که تا چه حد بازده بازار و صنعت، تغییرات بازده سهام شرکت را شرح می‌دهد. با توجه به این تعاریف، می‌توان گفت هم‌زمانی قیمت برابر است با نسبت ریسک سیستماتیک به غیرسیستماتیک. رول (۱۹۹۸) بیان کرد فقدان قدرت توضیحی، اطلاعات خاص شرکتی را افزایش می‌دهد و این نکته را روشن کرد که حرکت سهام بستگی به مقدار نسبی اطلاعات شرکت و بازار دارد که در قیمت سهام منعکس می‌شود. توجه به این نکته که قدرت توضیحی، شاخص‌های بازار و صنعت که مقدار

نسبی اطلاعات بازار صنعت و اطلاعات خاص شرکتی را در بر می‌گیرد، در قیمت سهام منعکس می‌شود. هم‌زمانی قیمت سهام ابزاری برای سنجش حرکت قیمت سهام است؛ همچنین درجه اطلاعات خاص شرکت را در سطح بازار و سطح کشور منعکس می‌کند.

۲.۲. خوش‌بینی مدیران

خوش‌بینی یکی از انواع سوگیری‌های رفتاری است که در پژوهش‌های مالی رفتاری به خوبی مستند شده است. هیتون^{۱۰} (۲۰۰۲)، مالمندیر و تیت^{۱۱} (۲۰۰۵، ۲۰۰۸)، کمپل^{۱۲} و همکاران (۲۰۱۱)، بن محمد^{۱۳} و همکاران (۲۰۱۴) آغازگر بحثی در مورد اثر خوش‌بینی مدیریتی بر سرمایه‌گذاری و ارتباط آن با نقدینگی داخلی بودند. آن‌ها گرایش به خوش‌بینی را به‌عنوان خطایی روان‌شناختی بیان کرده‌اند که می‌تواند باعث شود مدیران به این باور برسند که بازار شرکت آن‌ها را کمتر از واقع ارزش‌گذاری کرده است. گرایش خوش‌بینی، مدیران را از ارزیابی درست شرکت خود باز می‌دارد. آن‌ها همیشه به برآورد بیش از واقع بازده مورد انتظار شرکت و پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود تمایل دارند. وی به لحاظ نظری پیش‌بینی کرد خوش‌بینی‌های مدیریتی می‌تواند تصمیم‌گیری شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. در ادبیات مالی رفتاری، گرایش خوش‌بینی مدیران، برآورد سیستماتیک بیش از واقع متوسط جریان‌های نقدی و بازده آتی ناشی از فعالیت‌های شرکت همچون سرمایه‌گذاری، ادغام، اکتساب، تأمین مالی و پرداخت سود سهام و نتایج ناشی از آن‌ها، همراه با درجه خاصی از نبودن عقلانیت است.

این مدیران اعتقاد دارند بازار، شرکت آن‌ها را کمتر از واقع ارزش‌گذاری می‌کند و باعث می‌شود تأمین مالی خارجی پرهزینه شود؛ به همین دلیل در صورتی که شرکت دارای منابع داخلی باشد، ممکن است مدیر خوش‌بین تمایل بیشتری به بیش‌سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سرمایه‌گذاری، پذیرش پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی و ادغام و اکتساب کاهنده ارزش بازده عملیاتی منفی داشته باشد؛ اما در صورتی که تأمین مالی پروژه‌ها نیازمند منابع خارجی باشد، ممکن است کم‌سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سرمایه‌گذاری، رد پروژه‌ها با خالص ارزش فعلی مثبت ادغام و اکتسابات افزایش‌دهنده ارزش بازده عملیاتی مثبت انجام شود. هیئت‌مدیره بخش مهمی از ساختار سازمانی است. آن‌ها رابط بین مردم که سرمایه‌سهمداران را تأمین می‌کنند و مدیران که از سرمایه برای ایجاد ارزش استفاده می‌کنند، هستند. نقش اصلی هیئت‌مدیره نظارت بر مدیریت به نمایندگی از سهامداران است. نظام راهبری شرکت به طور تلویحی پیشنهاد می‌کند نظام راهبری شرکت و

هیئت مدیره منطقی راه‌حلی برای محدود کردن مدیران غیرمنطقی است، به ویژه آن‌هایی که از خوش‌بینی مدیریتی ناشی شده است (باکر^{۱۴} و همکاران، ۲۰۱۳).

۳. پیشینه پژوهش

۳.۱. پیشینه داخلی

آهنگر دارابی (۱۳۹۶) طی پژوهشی به بررسی رابطه بین خطای پیش‌بینی سود و هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نمونه آماری پژوهش شامل ۱۱۲ شرکت طی دوره زمانی پنج‌ساله است. نتایج نشان داد بین خطای پیش‌بینی سود و هم‌زمانی قیمت سهام، رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

قربانی (۱۳۹۶) به بررسی رابطه میان مازاد بازده و هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. برای اندازه‌گیری مازاد بازده از مدل سه‌عاملی فاما و فرنچ و برای سنجش هم‌زمانی قیمت سهام از بازده هفتگی شرکت‌ها، صنایع و بازار استفاده شد. نتایج حاصل از بررسی داده‌های ۱۰۵ شرکت طی دوره زمانی پنج‌ساله نشان داد بین مازاد بازده و هم‌زمانی قیمت سهام رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

بابانژاد (۱۳۹۶) طی پژوهشی به بررسی تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. در این پژوهش برای سنجش هم‌زمانی از مدل بیوتروسکی و روستون (۲۰۰۵) و برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری از شاخص گیولی و هاین (۲۰۰۰) استفاده شد. نتایج حاصل از بررسی داده‌های ۸۴ شرکت طی دوره زمانی شش‌ساله نشان داد محافظه‌کاری حسابداری تأثیر معناداری بر هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌های بررسی‌شده نداشته است.

حقی (۱۳۹۶) تأثیر مالکیت خانوادگی بر ارتباط بین معاملات با اشخاص وابسته و هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرد. نتایج حاصل از بررسی داده‌های ۱۰۱ شرکت طی دوره زمانی پنج‌ساله نشان داد بین معاملات با اشخاص وابسته و هم‌زمانی قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد؛ همچنین محقق بیان کرد مالکیت خانوادگی تأثیر معناداری بر رابطه میان معاملات با اشخاص و هم‌زمانی قیمت سهام دارد.

حسین زاده (۱۳۹۶) ارتباط بین گزارشگری مسئولیت اجتماعی و هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرد. نتایج حاصل از بررسی داده‌های

۹۸ شرکت طی دوره زمانی پنج‌ساله نشان داد ارتباط معناداری بین گزارشگری مسئولیت اجتماعی و هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌های بررسی شده وجود ندارد.

کامیابی و پرهیزکار (۱۳۹۵) رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. نتایج تحقیق آن‌ها حاکی از وجود ارتباط منفی معناداری بین سرمایه‌گذاری نهادی و هم‌زمانی قیمت سهام است؛ همچنین دریافتند بین پایداری سرمایه‌گذاران نهادی و هم‌زمانی قیمت سهام رابطه منفی معناداری وجود دارد، در حالی که بین ناپایداری سرمایه‌گذاران نهادی و هم‌زمانی قیمت سهام رابطه مثبت معناداری وجود دارد.

فروغی و فرجامی (۱۳۹۴) تأثیر هم‌زمانی قیمت و نوسان‌های بازده سهام بر نقدشوندگی سهام را بررسی کردند. آن‌ها برای سنجش هم‌زمانی قیمت سهام از معیار ضریب تعیین مدل بازار و نوسان‌های بازده سهام به تفکیک نوسان سیستماتیک و غیرسیستماتیک، به ترتیب از طریق جذر واریانس سیستماتیک و غیرسیستماتیک سهام استفاده کردند. آن‌ها دریافتند هم‌زمانی قیمت سهام و نوسان سیستماتیک بازده سهام بر نقدشوندگی سهام تأثیر مثبت دارد در حالی که نوسان غیرسیستماتیک بازده سهام تأثیر منفی بر نقدشوندگی سهام دارد.

دولو و امامی (۱۳۹۴) در تحقیقی با عنوان بررسی رابطه میان هم‌زمانی قیمت سهام و نقدشوندگی، ۱۶۲ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۱ را بررسی کردند. نتایج حاکی از رابطه مستقیم هم‌زمانی قیمت سهام و نقدشوندگی است. پس از تفکیک هم‌زمانی قیمت سهام به مؤلفه‌های تشکیل‌دهنده آن، شامل نوسان‌پذیری سیستماتیک و نوسان‌پذیری غیرسیستماتیک و آزمون اثرگذاری آن‌ها بر نقدشوندگی، مشخص شد رابطه متغیرهای اخیر با نقدشوندگی به ترتیب مستقیم و معکوس است و اثر معکوس نقدشوندگی و نوسان‌پذیری، بیشتر تحت تأثیر نوسانات غیرسیستماتیک بازده است. از طرفی تحلیل حساسیت نتایج نشان داد پدیده معاملات اندک، بر رابطه هم‌زمانی و نقدشوندگی اثر معنی‌دار دارد.

بوستانی و رضایی (۱۳۹۴) در تحقیقی تأثیر خوش‌بینی مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت را بررسی کردند. نتایج حاصل از بررسی نشان داد مدیرانی که خوش‌بینی زیادی دارند و در شرکت‌های با سطح سرمایه‌گذاری کم فعالیت می‌کنند، موجب افزایش سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌شوند. درحالی که وجود مدیران با سطح خوش‌بینی کم در شرکت‌های با سطح سرمایه‌گذاری زیاد موجب کاهش سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نشد؛ همچنین نتایج نشان‌دهنده آن

است که خوش‌بینی بیشتر (کمتر) مدیران در شرکت‌های با سطح سرمایه‌گذاری کم (زیاد) موجب افزایش ارزش شرکت نمی‌شود.

۳.۲. پیشینه خارجی

چانگ، هانگ، لی و ژو^{۱۵} (۲۰۱۸) با گردآوری داده‌های ۷۴۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس تایوان‌های طی سال‌های ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۲، تأثیر خوش‌بینی و بیش‌اعتمادی مدیران بر مدیریت سود واحدهای تحت کنترل آن‌ها را بررسی کردند. آن‌ها دریافتند مدیران با درجه خوش‌بینی زیادتر، با احتمال بیشتری اقدام به هر دو نوع مدیریت سود واقعی و اقلام تعهدی اختیاری می‌کنند.

زاورتیوا، ایتوریگ و کومینوا^{۱۶} (۲۰۱۸) با استفاده از داده‌های ۷۶۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس هفت کشور اروپایی طی سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۳، تأثیر خوش‌بینی مدیران بر درصد هزینه‌های تحقیق و توسعه انجام‌شده در شرکت‌های تحت کنترل آن‌ها را بررسی کردند. آن‌ها بعد از کنترل فاکتورهای چون سال، صنعت و کشور دریافتند مدیران خوش‌بین اقدام به صرف هزینه‌های تحقیق و توسعه بیشتری می‌کنند.

احمد و حبیب^{۱۷} (۲۰۱۸) تأثیر خوش‌بینی مدیران بر نحوه تأمین مالی شرکت‌ها را بررسی کردند. نتایج حاصل از بررسی داده‌های گردآوری‌شده به روش پیمایشی نشان داد با افزایش سطح خوش‌بینی مدیران، استفاده از روش‌های تأمین مالی خارجی نیز افزایش می‌یابد.

لینگ‌ژا، چنگ‌لی، دانگ و چنگ می^{۱۸} (۲۰۱۸) هم‌زمانی بین قیمت سهام و شاخص بازار با استفاده از اطلاعات موجود در بازار را بررسی کردند. آن‌ها بیان کردند هم‌زمانی با وجود اطلاعات خاص شرکتی در سطح وسیع، کاهش می‌یابد و هم‌زمانی قیمت برای معاملات عمده سهام کمتر رخ می‌دهد.

کان^{۱۹} و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی، به ۵۶۹ شرکت فهرست‌شده بازار سهام شانگهای را از سال ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۲ پرداختند، تا تأثیر رفتارهای سرمایه‌گذاران نهادی بر هم‌زمانی قیمت سهام را بررسی کنند. نتایج تحقیق آن‌ها حاکی است که سرمایه‌گذاران نهادی در سرمایه‌گذاری بلندمدت می‌توانند هم‌زمانی قیمت سهام را کاهش دهند و بهره‌وری اطلاعات بازار سهام را افزایش دهند.

گراول^{۲۰} و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی اهمیت اطلاعات مطمئن برای سرمایه‌گذاری و هم‌زمانی قیمت سهام را بررسی کردند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌هایی که به‌طور داوطلبانه اطلاعات بیشتری افشا می‌کنند، همگام‌سازی بازده بازار و صنعت کاهش می‌یابد؛ در نتیجه

هم‌زمانی قیمت سهام کاهش پیدا می‌کند.

آنجلیلی^{۲۱} و همکاران (۲۰۱۷) دریافتند خوش‌بینی می‌تواند به طور درخور توجهی منجر شود به مالکیت سهام و افزایش ثروت مالی سرمایه‌گذاری شده در این دارایی‌ها.

کاپس^{۲۲} و همکاران (۲۰۱۶) با بررسی ارتباط ادبیات حسابداری با مفهوم خوش‌بینی ذاتی و ارائه این بینش در گزارشگری مالی به این نتیجه دست یافتند که خوش‌بینی ذاتی افراد به احتمال زیاد بر گزارشگری مالی تأثیر می‌گذارد و از سوی دیگر نشان دادند در حسابداری، خوش‌بینی افراد اغلب از طریق دو عامل بیش‌اعتمادی و دلایل انگیزشی ایجاد می‌شود.

اکتاس^{۲۳} و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهش خود بیان کردند به ویژگی‌های رفتاری، مانند بیش‌اعتمادی مدیریتی هم باید در هنگام بررسی سیاست‌های نقدی توجه شود. آنان همچنین عنوان کردند بیش‌اعتمادی مدیریتی برای شرکت‌هایی که شرایط مطمئنی دارند، می‌تواند سودمندتر باشد این نکته به‌ویژه برای آن شرکت‌هایی که در حال انجام پروژه‌های ریسک‌دار هستند، مهم است.

بومن^{۲۴} (۲۰۱۵) دریافت مدیران خوش‌بین بیشتر از سایر مدیران، سود را هموار می‌کنند. او همچنین نشان داد سودی که مدیران خوش‌بین اعلام می‌کنند با سودی که تحلیل‌گران مالی انتظار آن را دارند تقریباً یکسان است.

دوئلمن و همکاران (۲۰۱۵) عقیده دارند اگر حسابرسان دریابند مدیران شرکت رسیدگی‌شونده تمایلات بیش‌اعتمادی دارند، در آن صورت وقت بیشتری برای حسابرسی صرف می‌کنند؛ در نتیجه خواهان حق‌الزحمه حسابرسی بیشتری هستند؛ همچنین برعکس، نشان دادند مدیران بیش‌اعتماد تمایل کمتری به رسیدگی‌های حسابرسی دارند و برای پرداخت حق‌الزحمه کمتر، حسابرس متخصص صنعت را به عنوان حسابرس انتخاب نمی‌کنند.

کیم، وانگ و ژانگ^{۲۵} (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان «اطمینان بیش‌از حد مدیریتی و ریسک سقوط قیمت سهام» نشان دادند پس از کنترل مدیریت سود برگرفته از مسائل نمایندگی، ویژگی اطمینان بیش‌از حد مدیر احتمال سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد.

چن^{۲۶} و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت بر کنترل‌های داخلی پرداختند. آن‌ها دریافتند در شرکت‌های با مدیران بیش‌اطمینان احتمال بیشتری برای حفظ کنترل‌های داخلی بی‌اثر وجود دارد؛ همچنین نتایج پژوهش نشان داد در شرکت‌های با مدیران بیش‌اطمینان، اما با ساختارهای حاکمیت شرکتی قوی، احتمال بیشتری برای حفظ کنترل‌های داخلی مؤثر وجود دارد.

۴. فرضیه پژوهش

با توجه به پیشینه و مبانی نظری ذکرشده، فرضیه پژوهش حاضر به شرح زیر تدوین شده است:

❖ خوش‌بینی مدیران اثر مثبت و معناداری بر هم‌زمانی قیمت سهام دارد.

۵. روش شناسی پژوهش

در هر تحقیقی ابتدا باید ماهیت، اهداف و دامنه آن مشخص شود تا بتوان با استفاده از قواعد، ابزار و از راه‌های معتبر به واقعیت‌ها دست یافت. فرآیند تحقیق، فرآیندی است که طی آن محقق می‌کوشد با پردازش علمی و منظم درون داده‌ها، فرضیه‌های خود را به بوتۀ آزمایش بگذارد. روش تحقیق این پژوهش از نوع نیمه‌تجربی و پس‌رویدادی است؛ بر اساس اهداف نیز کاربردی است. به‌منظور بررسی فرضیه پژوهش و با توجه به ماهیت داده‌های پژوهش که مبتنی بر اطلاعات کمی و واقعی گذشته است، از رگرسیون استفاده می‌شود.

۶. جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که ویژگی‌های زیر را دارند:

- ۱) به‌منظور مقایسه‌پذیر بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد؛
 - ۲) به دلیل نیاز به قیمت سهام شرکت‌ها برای سنجش متغیر هم‌زمانی، تنها شرکت‌هایی بررسی می‌شوند که نماد آن‌ها در سال مدنظر، توفقی بیشتر از چهار ماه نداشته باشد؛
 - ۳) شرکت مدنظر طی دوره پژوهش تغییر سال مالی نداده باشد؛
 - ۴) جزو شرکت‌های فعال در صنعت واسطه‌گری مالی نباشد.
- با در نظر گرفتن شرایط مذکور، ۱۱۲ شرکت طی دوره هفت‌ساله ۱۳۸۹-۱۳۹۵ به عنوان جامعه همگن‌شده تحقیق انتخاب شد و در مجموع تعداد ۷۸۴ سال^۰ شرکت بررسی شد.

۷. روش گردآوری داده‌ها

در این تحقیق برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات از روش کتابخانه‌ای و میدانی استفاده شده است. اطلاعات مربوط به مبانی نظری و تئوریک پژوهش از مقالات فارسی و لاتین جمع‌آوری شده

است. اطلاعات مربوط به صورت‌های مالی شرکت‌ها از سایت کدال و سایر سایت‌های اطلاع‌رسانی بورس تهران استخراج شده است.

۸. مدل پژوهش و تعریف عملیاتی متغیرها

برای آزمون فرضیه تحقیق از مدل رگرسیونی خطی زیر استفاده می‌شود. در این مدل اثرات مربوط به سال و صنعت کنترل خواهند شد.

$$\begin{aligned} Synchron_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 Opt_{it} + \alpha_2 Return_{it} + \alpha_3 Sigma_{it} + \alpha_4 Accm_{it} + \alpha_5 Ocf_{it} \\ & + \alpha_6 Lev_{it} + \alpha_7 Size_{it} + \alpha_8 Growth_{it} + \alpha_9 MB_{it} + \alpha_{10} Roa_{it} \\ & + \sum_{\alpha=11}^{17} Fixed Year + \sum_{\alpha=18}^{32} Fixed Industry + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

برای برآزش مدل رگرسیونی فوق از نرم افزار استاتا نسخه ۱۴,۱ و روش پانل مقاوم استفاده شده است.

۸.۱. متغیر وابسته: هم‌زمانی قیمت سهام

برای اندازه‌گیری این متغیر همانند بیوتروسکی و روستون (۲۰۰۵) ابتدا مدل رگرسیونی بازار طبق رابطه ۱ برای هر یک از شرکت‌ها در همه سال‌ها به اجرا درآمد و ضریب تعیین مدل (R^2) به‌عنوان معیاری برای سنجش هم‌زمانی در نظر گرفته شد. منظور از مدل بازار، مدل رول (۱۹۸۸) است. این مدل بین بازدهی خاص یک سهم با بازده صنعت مربوط به آن و بازده بازار ارتباط برقرار می‌کند.

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,t} + \beta_2 R_{j,t} + \epsilon_{i,t} \quad (\text{رابطه ۱})$$

در رابطه فوق $R_{i,t}$ بازده سهام، $R_{m,t}$ بازده بازار و $R_{j,t}$ بازده صنعت است. ضریب تعیین (R^2) به دست‌آمده از مدل بازار در رابطه ۱ نشان‌دهنده سهم تغییرات در بازده سهام یک شرکت ناشی از تغییرات بازده بازار و صنعت است. از آنجا که R^2 چولگی زیادی دارد و بین صفر و یک قرار می‌گیرد، با انجام تبدیل لگاریتمی، متغیر هم‌زمانی قیمت سهام با توزیع نزدیک به نرمال از طریق رابطه ۲ به دست می‌آید.

$$ynch = \text{Log} \left[\frac{R^2}{1-R^2} \right] \quad (\text{رابطه ۲})$$

در این رابطه، $Synch$ معیاری از هم‌زمانی قیمت سهام برای شرکت i در سال مالی t است.

۲. ۸. متغیر مستقل: خوش بینی مدیران

در این پژوهش برای سنجش خوش بینی مدیران از سه پروکسی باقی مانده مدل رشد شرکت، دقت پیش بینی سود فصلی و مازاد مخارج سرمایه‌ای استفاده شده است که در ادامه به تفکیک تشریح می‌شوند.

۱. ۲. ۸. باقی مانده مدل رشد شرکت:

همانند تحقیق شراند و زجمن (۲۰۱۲) برای سنجش خوش بینی مدیران از شاخص بیش اطمینانی مبتنی بر سرمایه‌گذاری استفاده خواهد شد. بدین منظور ابتدا مدل رگرسیونی رابطه ۳ به صورت مقطعی برآورد می‌شود و پس از آن در هر سال، باقی مانده محاسبه خواهد شد. چنانچه باقیمانده مدل رگرسیونی رابطه ۳ برای شرکتی بزرگ‌تر از صفر باشد، یعنی در آن شرکت بیش از حد سرمایه‌گذاری شده است؛ از این رو، این شاخص برابر با یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود. استفاده از این شاخص بر این مبناست که در شرکت‌هایی که دارایی‌ها با نرخ بیشتری نسبت به فروش رشد می‌کنند، مدیران در مقایسه با هم‌تایان خود، در شرکت بیشتر سرمایه‌گذاری می‌کنند.

$$Gasset_{it} = \beta_0 + \beta_1 Gsale_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{رابطه ۳})$$

$Gasset_{it}$ رشد دارایی‌های شرکت i در سال t ؛

$Gsale_{it}$ رشد فروش شرکت i در سال t .

۲. ۲. ۸. دقت پیش بینی سود فصلی:

سرمایه‌گذاران به اطلاعاتی نظیر پیش بینی سود هر سهم اتکا کرده و در قیمت‌گذاری سهام از آن استفاده می‌کنند. این پیش بینی، بیان‌کننده انتظارات مدیران در مورد رویدادهای آتی است که ممکن است به وقوع بپیوندد. تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای خرید، فروش یا نگهداری سهام بر مبنای سودهای پیش‌بینی شده، بر اهمیت دقت پیش‌بینی سود می‌افزاید؛ بنابراین دقت پیش‌بینی سود نقش مهمی در عملکرد بازار ثانویه دارد. همانند لی و تانگ^{۲۸} (۲۰۱۲) و لین^{۲۹} و همکاران (۲۰۰۵) شاخص دوم سنجش خوش بینی مدیران از طریق محاسبه اختلاف سود فصلی پیش‌بینی شده هر سهم با سود واقعی آن محاسبه می‌شود. چنانچه در یک سال تعداد فصولی که سود پیش‌بینی شده در آن از سود واقعی بیشتر است، بیش از دو فصل باشد، عدد یک خواهد گرفت

که در این صورت مدیر اعتماد به نفس کاذب دارد و در غیر این صورت عدد صفر را به خود اختصاص خواهد داد.

۳.۲.۸. مازاد مخارج سرمایه‌ای:^{۳۰}

همانند مالمندیر و تیت (۲۰۰۵) و دیوید^{۳۱} و همکاران (۲۰۱۰) از پروکسی مازاد مخارج سرمایه‌ای برای سنجش خوش‌بینی مدیران استفاده شده است. محققان نشان دادند تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، حاوی اطلاعاتی مرتبط با خوش‌بینی مدیران است. آن‌ها بیان کردند در شرکت‌های با مدیران بیش‌اطمینان، مخارج سرمایه‌ای بزرگ‌تر است. مخارج سرمایه‌ای در این پژوهش از تفاضل خالص دارایی عملیاتی طی دو سال متوالی به علاوه استهلاک سال جاری محاسبه شده است. این ارقام با مجموع دارایی‌های شرکت در سال جاری همگن شده‌اند. به شرکت‌هایی با مخارج سرمایه‌ای بیشتر از سطح میانه عدد یک و به شرکت‌های با مخارج سرمایه‌ای کمتر از این سطح، عدد صفر اختصاص داده شده است.

۳.۸. متغیرهای کنترلی

میانگین بازده هفتگی سهام (Return): میانگین بازده هفتگی سهام شرکت I طی سال مالی t. بای^{۳۲} و همکاران (۲۰۱۶) و حقیقت^{۳۳} و همکاران (۲۰۱۵) نیز در پژوهش خود از این متغیر به‌عنوان کنترلی استفاده کرده‌اند.

انحراف معیار بازده هفتگی سهام (Sigma): انحراف معیار بازده هفتگی سهام شرکت I طی سال مالی t. بای و همکاران (۲۰۱۶)، بوباکر^{۳۴} و همکاران (۲۰۱۳) و حقیقت و همکاران (۲۰۱۵) نیز در پژوهش خود از این متغیر به‌عنوان کنترلی استفاده کرده‌اند.

اقدام تعهدی اختیاری (Accm): قدرمطلق باقی‌مانده مدل دیچاو و دیچو (۲۰۰۲) به‌عنوان شاخصی برای سنجش اقدام تعهدی اختیاری شرکت I در سال مالی t. جانسون (۲۰۰۹) نیز در پژوهش خود از این متغیر به‌عنوان کنترلی استفاده کرده است.

جریان نقد عملیاتی (Ocf): جریان‌های نقدی عملیاتی به کل دارایی‌های شرکت I در پایان سال مالی t. بوباکر و همکاران (۲۰۱۳) نیز در پژوهش خود از این متغیر به‌عنوان کنترلی استفاده کرده‌اند.

نسبت بدهی (LEV): نسبت بدهی به دارایی‌های شرکت I در پایان سال مالی t. بای و همکاران (۲۰۱۶)، جوشا دریه^{۳۵} (۲۰۱۲)، داسگپتا^{۳۶} و همکاران (۲۰۰۹)، حقیقت و همکاران

(۲۰۱۵) و بوباگر و همکاران (۲۰۱۳) نیز در پژوهش خود از این متغیر به‌عنوان کنترلی استفاده کرده‌اند.

اندازه شرکت (Size): لگاریتم کل دارایی‌های شرکت i در پایان سال مالی t . بای و همکاران (۲۰۱۶)، جوشا دریه (۲۰۱۲)، داسگپتا و همکاران (۲۰۰۹)، حقیقت و همکاران (۲۰۱۵) و بوباگر و همکاران (۲۰۱۳) نیز در پژوهش خود از این متغیر به‌عنوان کنترلی استفاده کرده‌اند.

شاخص رشد (Growth): رشد درآمد کل شرکت i در پایان سال مالی t . جوشا دریه (۲۰۱۲) نیز در پژوهش خود از این متغیر به‌عنوان کنترلی استفاده کرده است.

بازده دارایی‌ها (ROA): نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌های شرکت i در پایان سال مالی t . بای و همکاران (۲۰۱۶)، جوشا دریه (۲۰۱۲)، داسگپتا و همکاران (۲۰۰۹) و حقیقت و همکاران (۲۰۱۵) نیز در پژوهش خود از این متغیر به‌عنوان کنترلی استفاده کرده‌اند.

نسبت ارزش بازار به دفتری (MB): خان و واتس^{۳۷} (۲۰۰۹)، بیان کرده‌اند شرکت‌های با نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام زیاد، فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری پیش روی خود دارند. به علاوه انتظار می‌رود بازده سهام این شرکت‌ها، نوسان بیشتری داشته باشد؛ زیرا بخش بیشتری از ارزش بازار آن‌ها به سبب فرصت‌های سرمایه‌گذاری است که بازدهی آن‌ها با نوسان همراه است. از طرف دیگر شرکت‌هایی که بازده سهام آن‌ها پرنوسان‌تر است، احتمال بیشتری وجود دارد که زیان‌های بزرگی را تجربه کنند. این عوامل می‌تواند دلایل مدیر برای کاهش شفافیت ارائه اطلاعات خاص شرکتی و افزایش هم‌زمانی قیمت سهام باشد. بای و همکاران (۲۰۱۶)، داسگپتا و همکاران (۲۰۰۹) و حقیقت و همکاران (۲۰۱۵) نیز در پژوهش خود از این متغیر به‌عنوان کنترلی استفاده کرده‌اند.

۹. تجزیه و تحلیل داده‌ها

اطلاعات مربوط به آمار توصیفی متغیرهای استفاده‌شده در این پژوهش در نگاره (۱) منعکس شده است.

نگاره ۱: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	نماد	میانگین	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
هم زمانی قیمت سهام	Synch	-۱,۴۸۹	۱۲,۲۷۱	-۹,۴۶۱	۱,۷۳۹
خوش بینی مدیر ۱	Opt 1	۰,۴۲۰	۱	۰	۰,۴۹۴
خوش بینی مدیر ۲	Opt 2	۰,۹۱۴	۱	۰	۰,۲۷۹
خوش بینی مدیر ۳	Opt 3	۰,۵۷۰	۱	۰	۰,۴۹۵
انحراف معیار بازده هفتگی سهام	Sigma	۰,۰۰۳	۰,۰۴۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۲
اقدام تعهدی اختیاری	Dacc	۰,۱۱۱	۰,۹۱۸	۰,۰۰۰	۰,۱۱۲
بازار به دفتری سهام	MB	۲,۲۸۰	۱۲۱,۵	-۴۴,۰۹	۶,۰۳۶
میانگین بازده هفتگی سهام	Return	-۰,۰۰۲	۰,۰۳۲	-۰,۱۱۲	۰,۰۰۶
نرخ بازده دارایی ها	Roa	۰,۱۲۰	۰,۶۲۶	-۱,۰۲۸	۰,۱۵۱
جریان نقدی عملیاتی	Ocf	۰,۱۲۳	۰,۶۴۲	-۰,۳۰۱	۰,۱۳۴
نسبت بدهی	Lev	۰,۵۸۳	۲,۳۱۵	۰,۰۱۲	۰,۲۳۸
اندازه شرکت	Size	۶,۱۷۸	۸,۳۱۶	۴,۴۴۱	۰,۶۸۹
رشد فروش	Growth	۰,۲۰۵	۷,۸۱۵	-۰,۹۳۱	۰,۵۰۹

منبع: یافته های محقق

میانگین پروکسی دوم خوش بینی مدیران برابر ۰,۹۱۴ است. این عدد نشان می دهد درصد زیادی از مدیران، سودهای فصلی را بیشتر از حد واقعی پیش بینی می کنند که بیان گر وجود نامتقارنی اطلاعات بسیار زیاد بین مدیران و سرمایه گذاران شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران است. این شاخص مرکزی برای دو پروکسی دیگر خوش بینی مدیران به ترتیب ۰,۴۲ و ۰,۵۷ است که بیان گر متعادل تر بودن شاخص های مرتبط با تصمیمات سرمایه گذاری مدیران شرکت های بررسی شده است. میانگین ۲,۲۸ برای متغیر کنترلی ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام، بیان گر وجود فرصت رشد زیاد برای شرکت های بررسی شده در این تحقیق است که براساس مبانی نظری ذکر شده، احتمال وجود هم زمانی برای آن ها را تأیید می کند.

در این تحقیق، بر مبنای مدل رگرسیونی پیش گفته، اثرات سال و صنعت کنترل می شود و برازش مدل از نوع مقطعی خواهد بود؛ لذا نیازی به انجام آزمون های تشخیصی لیمر و هاسمن برای تفکیک اثرات مشترک، ثابت و تصادفی نیست. قبل از برازش نهایی مدل تحقیق، ابتدا

پیش‌فرض‌های کلاسیک رگرسیون، مانند ناهمسانی واریانس اجزای خطا، خودهمبستگی مرتبه اول جملات اخلاص و همخطی متغیرهای توضیحی بررسی می‌شوند. در صورتی که تعداد مقاطع از دوره زمانی بیشتر باشد، می‌توان انتظار داشت اجزای اخلاص ناهمسانی واریانس داشته باشند. در نگاره ۲ نتایج مربوط به بررسی ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی مرتبه اول جملات اخلاص ارائه شده است.

نگاره ۲: نتایج بررسی فروض کلاسیک رگرسیون خطی

پیش‌فرض	آزمون	آماره	معناداری	نتیجه
ناهمسانی واریانس	بروش پاگان آزمون کوک ویزبرگ	۵,۲۸	۰,۰۲۱۶	وجود مشکل ناهمسانی واریانس
خودهمبستگی ی	آزمون ولد ریچ	۱,۴۵۶	۰,۲۳۰۱	وجود نداشتن خودهمبستگی مرتبه اول

منبع: یافته‌های محقق

در این پژوهش، بعد از کنترل اثرات سال و صنعت و برازش مدل رگرسیونی به روش پانل مقاوم با استفاده از دستور *Vce cluster firms*، ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی جملات خطای هر شرکت در بازه بررسی شده، رفع و خروجی نهایی را به شرح نگاره ۳ می‌توان ارائه کرد؛ همچنین برای بررسی هم‌خطی از عامل تورم واریانس استفاده شده است. براساس نگاره تمامی عوامل تورم واریانس (VIF) کمتر از پنج است که بیان‌گر نبودن هم‌خطی بین متغیرهای توضیحی تحقیق است. همان‌طور که در نگاره شماره (۳) مشاهده می‌شود، ضریب تعیین مدل برابر ۳۱,۷۸٪ است که نشان می‌دهد تغییرات متغیر وابسته به همین مقننر به‌وسیله متغیرهای توضیحی مدل تبیین‌شدنی هستند. مقدار و سطح معناداری آماره F نیز به ترتیب ۱۳,۵۶۱ و ۰,۰۰۰ است که دلیلی بر صحت مدل برازش‌شده در سطح اطمینان ۹۹ درصد است. نتایج حاصل از برازش مدل پژوهش نشان می‌دهد پروکسی سوم خوش‌بینی مدیران (مازاد مخارج سرمایه‌ای) دارای ضریب ۰,۲۳۲ و سطح معناداری ۰,۰۶۵ است. چون فرضیه تحقیق یک‌سویه است، لذا نصف سطح معناداری این متغیر یعنی ۰,۰۳۲۵ با حداکثر خطای پذیرفتنی محقق یا سطح ملاک ۰,۰۵ مقایسه می‌شود. کمتر بودن سطح معناداری نسبت به ملاک ۵ درصد بیان‌گر آن است که همسو با مباحث تئوریک، پروکسی سوم خوش‌بینی مدیران (مازاد مخارج سرمایه‌ای) اثر منفی و معناداری بر

هم‌زمانی قیمت سهام دارد و به معنی تأیید فرضیه تحقیق است؛ اما در خصوص پروکسی‌های اول و دوم خوش‌بینی مدیران (باقی‌مانده مدل رشد شرکت و دقت پیش‌بینی سود فصلی)، هیچ اثر معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد بر هم‌زمانی قیمت سهام مشاهده نشد. از بین متغیرهای کنترلی فقط اندازه شرکت اثر مثبت و معناداری بر هم‌زمانی قیمت سهام دارد.

نگاره ۳: نتایج تخمین نهایی مدل تحقیق به روش پانل مقاوم

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معناداری	تورم واریانس
Opt 1	-۰,۲۱۵	۰,۱۳۳	-۱,۶۱	۰,۱۱۰	۱,۳۲
Opt 2	۰,۰۵۰	۰,۲۲۲	۰,۲۳	۰,۸۲۰	۱,۲۰
Opt 3	۰,۲۳۲	۰,۱۲۴	۱,۸۷	۰,۰۶۵	۱,۲۵
Return	۱۱,۸۷۹	۹,۳۳۰	۱,۲۷	۰,۲۰۶	۱,۵۱
Sigma	۴,۹۱۴	۱۹,۹۹۷	۰,۲۵	۰,۸۰۶	۱,۵۶
Accm	۰,۰۴۴	۰,۵۲۲	۰,۰۸	۰,۹۳۳	۱,۲۴
Ocf	-۰,۱۱۶	۰,۴۴۲	-۰,۲۶	۰,۷۹۴	۱,۵۵
Lev	۰,۰۹۰	۰,۵۴۳	۰,۱۷	۰,۸۶۸	۳,۰۲
Size	۰,۹۵۹	۰,۱۸۶	۵,۱۵	۰,۰۰۰	۱,۵۷
Growth	۰,۰۵۸	۰,۰۷۰	۰,۸۳	۰,۴۰۹	۱,۲۰
Roa	۰,۰۶۳۶	۰,۷۷۰	۰,۸۳	۰,۴۱۱	۴,۱۵
MB	۰,۰۰۰	۰,۰۰۷	۰,۰۱	۰,۹۹۵	۱,۰۴
مقدار ثابت	-۶,۹۷۸	۱,۵۸۸	-۴,۳۹	۰,۰۰۰	-
اثر سال	کنترل شد				
اثر صنعت	کنترل شد				
ضریب تعیین		۳۱,۷۸			
آماره F		۱۳,۵۶۱			
معناداری آماره F		۰,۰۰۰۰			
مجذور میانگین مربعات خطا (RMSE)		۱,۴۶۷			

منبع: یافته‌های محقق

۱۰. نتیجه‌گیری

براساس تئوری نمایندگی، این امکان وجود دارد که مدیران در راستای منافع شخصی خود، همچون تثبیت موقعیت شغلی، دریافت پاداش بیشتر، دریافت تسهیلات و ...، بخواهند تصویر مطلوب‌تری از واحد تجاری به نمایش بگذارند و برای رسیدن به این هدف، اقداماتی انجام دهند که با هدف به حداکثر رساندن منافع سایر گروه‌ها در تضاد باشد. در بازارهای با کارایی ضعیف، مدیران محیط اطلاعاتی مبهم‌تری در اختیار دارند و می‌توانند با ارائه اطلاعات خوش‌بینانه‌ای که از نامتقارنی اطلاعاتی آن‌ها و سرمایه‌گذاران ناشی می‌شود، اهداف از پیش تعیین‌شده خود را دنبال کنند. خوش‌بینی سبب می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش‌ازحد و ریسک‌ها را کمتر از حد تخمین بزند و احساس کند بر مسائل و رویدادها کنترل دارد، در حالی که ممکن است در واقعیت این‌گونه نباشد. مرور پیشینه نشان می‌دهد شفافیت اطلاعاتی که شرکت ارائه می‌دهد، تحت تأثیر این ویژگی رفتاری مدیران قرار می‌گیرد و خوش‌بینی عموماً منجر به کاهش کیفیت اطلاعات ارائه‌شده از سوی شرکت می‌شود. پایین بودن محتوای اطلاعاتی که شرکت افشا می‌کند، می‌تواند سبب بروز هم‌زمانی قیمت سهام شود. هم‌زمانی قیمت موضوع مطلوبی در تعیین بازده سهام نیست؛ زیرا با شفافیت رابطه معکوس دارد (چان^{۳۸} و همکاران، ۲۰۱۳). در اقتصادی که شرکت‌ها اطلاعات خاص گوناگونی منتشر می‌کنند، بازده شرکت‌هایی که از اطلاعات خاص بیشتری برخوردارند، همبستگی کمتری با بازده بازار یا صنعت دارد. هم‌زمانی قیمت پایین‌تر نشان می‌دهد شرکت وابستگی کمتری به تغییرات بازار دارد؛ چون مشارکت‌کنندگان بازار در تصمیم‌گیری‌های مالی خود بیشتر بر اطلاعات خاص شرکت در مقایسه با تغییرات بازار استناد می‌کنند. در واقع هر قدر اطلاعات خاصی که شرکت ارائه می‌دهد کاهش یابد، قیمت سهام شرکت با قیمت آن در بازار و صنعت هم‌زمان خواهد شد. این یعنی هم‌زمانی قیمت سهام در زمانی رخ می‌دهد که شرکت اطلاعات ناکافی و ناقص ارائه دهد.

خوش‌بینی مدیریت به‌عنوان ویژگی روان‌شناختی، سبب می‌شود تا از صحت و قابلیت اتکای اطلاعات کاسته شود و اطلاعات خاص شرکتی، به دلیل وجود نامتقارنی اطلاعاتی ذاتی موجود بین مدیر و مالکان، با شفافیت کمتری روانه بازار شوند. هر قدر از شفافیت اطلاعات خاص شرکتی کاسته شود، قیمت سهام به مقدار بیشتری تحت تأثیر اطلاعات صنعت و بازار خواهد بود؛ در نتیجه هم‌زمانی قیمت سهام افزایش خواهد یافت. نتایج حاصل از بررسی داده‌های گردآوری‌شده از شرکت‌های عضو جامعه آماری این تحقیق، نشان داد در مورد پروکسی سوم خوش‌بینی مدیران (مازاد مخارج سرمایه‌ای)، مطابق با مباحث تئوریک، خوش‌بینی اثر مثبت و معناداری بر سطح هم‌زمانی قیمت

سهام در شرکت‌های بورسی بررسی شده داشته است؛ اما در مورد پروکسی‌های اول و دوم خوش‌بینی مدیران (باقی‌مانده مدل رشد شرکت و دقت پیش‌بینی سود فصلی)، هیچ اثر معناداری بر هم‌زمانی قیمت سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد مشاهده نشد. این یافته با نتایج تحقیق آهنگر دارابی (۱۳۹۶) مغایر است. با توجه به تحقیق اسلامی بیدگلی و شهریاری (۱۳۸۶)، علت آن را می‌توان در مسائلی غیر از اطلاعات مالی شرکت‌ها دانست. یکی از دلایل آن است که سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران از دانش مالی کافی برخوردار نیستند و تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را بر اساس مقدار شفافیت اطلاعات مالی شرکت‌ها اتخاذ نمی‌کنند؛ یعنی در تصمیم‌گیری‌های خود تابع رفتار جمعی هستند و احساسی عمل می‌کنند.

با توجه به یافته‌های حاصل از بررسی داده‌های گردآوری‌شده، به سهامداران پیشنهاد می‌شود برای انتخاب مدیران شرکت، به ویژگی‌های رفتاری، از جمله خوش‌بینی آن‌ها و نحوه برآورد آن‌ها از پروژه‌های سرمایه‌گذاری توجه ویژه‌ای کنند. این نظارت علاوه بر اینکه منجر به کاهش احتمال خطا در سرمایه‌گذاری‌ها می‌شود، سبب بهبود محتوای اطلاعاتی افشاهایی می‌شود که شرکت انجام داده است. همچنین باعث افزایش شفافیت اطلاعاتی و به تبع آن کاهش هم‌زمانی قیمت سهام خواهد شد.

در تعمیم نتایج حاصل از این تحقیق محدودیت‌هایی وجود دارد که باید آن‌ها را در نظر گرفت. نخست اینکه اندازه‌گیری دقیق عوامل رفتاری و ویژگی‌های روانشناختی، از جمله خوش‌بینی مدیران آسان نیست؛ زیرا افراد در شرایط مختلف، از جمله شرایط بیان‌شده در این پژوهش، واکنش‌ها و پردازش‌های ذهنی بسیار متفاوتی دارند؛ لذا در این پژوهش برای سنجش خوش‌بینی صرفاً از معیارهای مالی استفاده شده است. دوم اینکه برای محاسبه هم‌زمانی قیمت سهام نیاز به داده‌های قیمت به‌صورت هفتگی وجود دارد. بسته شدن مکرر نماد شرکت‌های بورسی در ایران عادی محسوب می‌شود که سبب کاهش تعداد شرکت‌های عضو جامعه تحقیق و تعداد سال‌های بررسی شده می‌شود که اثری منفی بر قدرت تعمیم یافته‌های حاصل از تحقیق دارد. این نکته و نیز وجود نواقص در پایگاه اطلاعاتی بورس سبب شده است در گردآوری برخی از داده‌ها دچار محدودیت شویم.

یادداشت‌ها

- | | |
|--------------------------|-------------------------------------|
| 1. Duellman | 20. Grewal |
| 2. Barros and Silveira | 21. Angelini |
| 3. Managerial optimism | 22. Capps |
| 4. Carl Jung | 23. Aktas |
| 5. Johnston | 24. Bouwman |
| 6. Roll | 25. Kim & Wang & Zhang |
| 7. French | 26. Chen |
| 8. Cheng | 27. Schrand & Zechman |
| 9. Piotroski & Roulstone | 28. Li and Tong |
| 10. Heaton | 29. Lin |
| 11. Malmendier and Tate | 30. Surplus of capital expenditures |
| 12. Campbell | 31. David |
| 13. Ben Mohamed | 32. Bai |
| 14. Baccar | 33. Haghghat |
| 15. Chang | 34. Boubaker |
| 16. Zavertiaeva | 35. Joshua Doriye |
| 17. Ahmad and Habib | 36. Dasgupta |
| 18. LingGao | 37. Khun and watts |
| 19. Kun | 38. Chan |

منابع

الف. فارسی

آهنگر دارابی، سلمان (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین خطای پیش‌بینی سود و هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد. موسسه آموزش عالی روزبهان.

ابراهیمی، محمد و سعیدی، علی (۱۳۸۹)، «تأثیر متغیرهای حسابداری و ویژگی‌های شرکت بر قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۷(۶۲)، ۱۶-۱.

بابانژاد، علیرضا (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه آزاد اسلامی واحد بابل.

حسین زاده، محمود (۱۳۹۶)، بررسی رابطه بین گزارشگری مسئولیت اجتماعی و هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد.

موسسه آموزش عالی روزبهان.

حقی، زینب (۱۳۹۶)، تأثیر مالکیت خانوادگی بر ارتباط بین معاملات با اشخاص وابسته و هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد. موسسه آموزش عالی روزبهان.

دولو، مریم و امامی، علی (۱۳۹۴)، «بررسی رابطه هم‌زمانی قیمت سهام و نقدشوندگی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۸ (۲۹)، ۳-۲۲.

سلیمانی امیری، غلامرضا و گروه‌ای، پگاه (۱۳۹۶)، «بررسی اثر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک»، پیشرفت‌های حسابداری، ۹(۱)، ص ۹۹-۱۲۴.

عمادی فر، سیده محبوبه (۱۳۹۵)، تأثیر استقلال کمیته حسابرسی بر ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و هم‌زمانی قیمت سهام، پایان‌نامه کارشناسی ارشد. موسسه آموزش عالی روزبهان.

فروغی، داریوش و نخبه‌فلاح، زهرا (۱۳۹۲)، «تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی»، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۶(۱)، ص ۲۷-۴۴.

فروغی، داریوش و فرجامی، ملیحه (۱۳۹۴)، «تأثیر هم‌زمانی قیمت سهام و نوسان‌های بازده سهام بر نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت دارایی و تامین مالی. ۳(۴) ۹۸-۸۵».

قربانی، حسین (۱۳۹۶)، بررسی رابطه بین مزاد بازده و هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد. موسسه آموزش عالی روزبهان.

کامیابی، یحیی و پرهیزکار، بتول (۱۳۹۵)، «بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، ۵ (۱۷)، ۱۶۵-۱۸۶.

مرادی، جواد و قدیریان آرانی، محمدحسین (۱۳۹۶)، «بیش‌اعتمادی مدیریت و تجدید ارائه صورت‌های مالی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران»، پیشرفت‌های حسابداری، ۹(۱)، ص ۱۶۹-۱۹۲.

نیک بخت، محمدرضا و دهقانی، علی اصغر و قوهستانی، سمانه. (۱۳۹۶)، «بررسی اثرگذاری قابلیت‌های مدیران، بر اطمینان بیش از حد و نگرش در انتخاب راهبرد»، پیشرفت‌های

حسابداری، ۹(۲)، ۱۷۸-۱۵۱.

ب. انگلیسی

- Ahmad, R. & Habib, Y. (2018). Overconfident Managers and External Financing Choice: Evidence from Pakistan. Retrieved from: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3106526>.
- Aktas, N., Louca, CH. & Petmezas, D. (2015). Is Cash More Valuable in the Hands of Overconfident CEOs? Retrieved from: <http://ssrn.com/abstract=2692324>
- Angelini, V. & Cavapozzi, D. (2017). Dispositional optimism and stock investments. *Journal of Economic Psychology*, 59, 113-128.
- Baccar, A., Ben Mohamed, E., & Bouri, A. (2013). Managerial optimism, overconfidence and board characteristics: Toward a new role of corporate governance. *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 7(7), 287-301.
- Bai, X., Hu, N., Liu, L. & Zhu, L. (2016). Credit derivatives and stock return synchronicity. *Journal of Financial Stability*, 28, 79-90.
- Barros, L., & Silveira, A. (2009). Overconfidence, managerial optimism, and the determinants of capital structure. *Brazilian Review of Finance* 6(3), 293-335.
- Ben Mohamed, E., Fairchild, R. & Bouri, A. (2014). Investment cash flow sensitivity under managerial optimism: New evidence from NYSE panel data firms. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 19, 11° 18.
- Boubaker, S., Mansali, H. & Rjiba, H. (2013). Large controlling shareholders and stock price synchronicity. *Journal of Banking and Finance, Forthcoming*. Retrieved from: <https://ssrn.com/abstract=2359053>.
- Bouwman, C. H. (2015). Managerial optimism and earnings smoothing. *Journal of Banking & Finance*, 41, 283-303. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.12.019>, PP.1-51.
- Campbell, T. C., Galleyer, M., Johnson S. A., Rutherford, J., & Stanley, B. W. (2011). CEO optimism and forced turnover. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 695- 712.
- Capps, G., Koonce, L. & Petroni, K. (2016). Natural optimism in financial reporting: A state of mind. *Accounting Horizons* 30 (1) 76-91.

- Chan, K., Hameed, A., & Kang, W. (2013), Stock price synchronicity and liquidity. *Journal of Financial Markets*, 16(3), 414-438. <http://dx.doi.org>.
- Chang, Shu-Ling, Hwang, Long-Jainn, Li, Chun-An, Jhou, Cian-Ting(2018). Managerial overconfidence and earnings management. *International Journal of Organizational Innovation*, 10(3), 189-205.
- Chen, S., Lai, S., Liu, C., & McVay, S. (2014). Over Confident Managers and Internal Controls. Working Paper, National Taiwan University and University of Washington.
- Cheng, C. S. A., Johnston, J. A., & Zhou, L. (2012). Accounting Quality and Price Synchronicity -Industry-Specific and Firm Specific Information. American Accounting Association Annual Meeting, Denver, Colorado.
- Dasgupta, S., Gan, J. & Gao, N. (2009). Transparency, Price Informativeness, Stock Return Synchronicity: Theory and Evidence. Retrieved from: english.ckgssb.edu.cn.
- Duellman, S., Hurwitz, H., & Sun, Y. (2015). Managerial overconfidence and audit fees. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(2), 148-165.
- Heaton, J. B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 31, 33-45
- Johnston. J. A. (2009). Accruals Quality and Price Synchronicity. LSU PhD Dissertation. Retrieved from: http://digitalcommons.lsu.edu/gradschool_dissertations.
- Joshua Doriye. E. (2012). Corporate Governance and Stock Price Synchronicity. PhD Dissertation. University of Leeds.
- Haghighat, A., Farhangzadeh. B., & Haghighat, M. (2015). The impact of institutional ownership on stock price synchronicity and crash risk. *International Journal of Business and Social Science*. 4(1), 181-189.
- Grewal, J., Hauptmann, C. & Serafeim, G. (2017). Stock Price Synchronicity and Material Sustainability Information. Business Research for Business Leaders Retrieved from: <https://hbswk.hbs.edu>.
- Kim, J. B., Wang, Z. & Zhang, L. (2014). CEO Overconfidence and Stock Price Crash Risk. Working Paper. Retrieved from: <http://www.ssrn.com>.
- Kun, L., Yu, L., & HU, X. (2017). The Impact of Institutional Investors on Stock Price Synchronicity: Evidenc from the Shanghai Stock Market. International Conference on Management Science and Engineering Management. Springer, Cham. pp. 1548-1558.

- Li, J., & Tong, W. (2012). Managerial Overconfidence, CEO Selection and Corporate Investment: An Empirical Analysis. Working Paper, Retrieved from: www.ssrn.com.
- Lin, Y.-H., Hu, S.-Y. & Chen, M.-S. (2005). Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13 (5), 523-546.
- Ling Gao, H., Cheng, Li, Dong, J., & ChengMei, W. (2018). The synchronicity between the stock and the stock index via information in market, *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*. 492(1), 1382-1388.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Financ*, 60(6), 2661-2700.
- Piotroski, J. D., & Roulstone, D. T. (2005). The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices. *The Accounting Review*, 79(4), 1119-1151.
- Roll, R. (1988). The stochastic dependence of security price changes and transaction volumes: Implications for the mixture-of-distributions hypothesis. *The Journal of Finance*, 43(3), 541-566.
- Schrand. C. M., & Zechman, S. L. (2012). Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1). 311-329.
- Zavertiaeva, M. A., Iturriaga, F. J. & Kuminova, E. V. (2018). Better innovators or more innovators? Managerial overconfidence and corporate R&D. *Managerial and Decision Economics*, 39(4), 447-461. <https://doi.org/10.1002/mde.2917>.