

## بررسی رابطه فرا اطمینانی مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام در صنایع

### منتخب بورس اوراق بهادار تهران<sup>۱</sup>

دکتر مهدی بشکوه<sup>۲</sup> و فاطمه کشاورز<sup>۳</sup>

### چکیده

هدف این پژوهش، بررسی رابطه بین بیش اعتمادی مدیریت و ریسک سقوط قیمت سهام است. برای این منظور داده‌های مربوط به ۷۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۴ با به کارگیری رگرسیون لجستیک و چند متغیره با داده‌های تابلویی مورد بررسی قرار گرفت. در این پژوهش از سه معیار مخارج سرمایه‌ای مازاد، رشد غیرعادی دارایی‌ها و پیش‌بینی خوش‌بینانه سود جهت اندازه‌گیری بیش اعتمادی مدیران و چهار معیار شامل دوره سقوط قیمت سهام، چولگی منفی بازده سهام، سیگمای حداکثری و نوسان بالا به پایین برای سنجش ریسک سقوط قیمت سهام استفاده گردید.

نتایج این پژوهش نشان داد بیش اعتمادی مدیران با معیار پیش‌بینی سود و رشد غیرعادی دارایی‌ها بر ریسک سقوط قیمت سهام بر اساس نوسان بالا به پایین و سیگمای حداکثری تأثیر مستقیم و معناداری دارد. به عبارت دیگر با افزایش بیش اعتمادی مدیران، شرکت‌ها در معرض ریسک سقوط قیمت سهام بیشتری قرار می‌گیرند. لذا به نهادهای تصمیم‌گیر پیشنهاد می‌گردد با تقویت مکانیسم‌های نظارتی، موجب محدود شدن فرا اطمینانی در رفتار مدیران گردیده و به تبع آن ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را کاهش دهند.

**واژه‌های کلیدی:** فرا اطمینانی؛ ریسک سقوط قیمت سهام؛ اهرم مالی؛ فرصت‌های رشد

طبقه‌بندی موضوعی: C12، C23، G12، M41

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/jfm.2018.15245.1366

۲. استادیار گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران، نویسنده مسئول، Email: beshkooch@gmail.com

۳. کارشناس ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی غزالی، قزوین، ایران. Email: fatemehkeshavarz12@yahoo.com

#### مقدمه

موضوع تغییرات ناگهانی قیمت سهام طی سال‌های اخیر، به‌ویژه بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۸، توجه بسیاری از دانشگاهیان و افراد حرفه‌ای را به خود جلب کرده است. ریزش قیمت سهام پدیده‌ای است که در آن قیمت سهام دچار تعدیل شدید منفی و ناگهانی می‌گردد (چن و هانگ<sup>۱</sup>، ۲۰۰۱). در پژوهش‌های اخیر کیم و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۴) در زمینه ریزش قیمت سهام دو جزء اصلی شناخته می‌شود. اول مدیریت شرکت که به دلیل انگیزه‌های خودخواهانه (در جهت منافع شخصی خود) اقدام به بیش‌نمایی عملکرد شرکت از طریق به تعویق انداختن در انتشار اخبار بد و نیز تسریع در انتشار اخبار خوب می‌نمایند (که این روند ایجاد حباب در قیمت سهام شرکت را در پی دارد) و دوم سیستم حسابداری و استفاده از آن در جهت این اقدام مدیریت می‌باشد که به مدیریت اجازه انجام اقدامات فوق را می‌دهد. چنین رفتار مدیریتی صرف‌نظر از مسائل نمایندگی، می‌تواند ناشی از عوامل روان‌شناختی و ویژگی‌های رفتاری همچون اطمینان بیش‌ازحد نیز باشد

فرا اطمینانی یا اعتماد به نفس بیش‌ازحد<sup>۳</sup>، یکی از مهم‌ترین مفاهیم مالی مدرن است که هم در تئوری‌های مالی و هم روان‌شناسی جایگاه ویژه‌ای دارد. روان‌شناسان به این نتیجه رسیده‌اند افرادی که دارای اطمینان بیش‌ازحد بوده، امکان موفقیت خود را بیش‌ازحد ارزیابی می‌کنند، موفقیتشان را مدیون توانایی‌های خود دانسته و نقش شانس و عوامل خارجی را در این امر کمتر از حد ارزیابی می‌کنند. (فلاح شمس لیالستانی و همکاران، ۱۳۸۹).

مدیران دارای بیش اطمینانی بازده‌های آینده ناشی از پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت را بیشتر از واقعیت تخمین می‌زنند و احتمال و تأثیر رویدادهای منفی را کمتر از واقعیت ارزیابی می‌کنند لذا ممکن است شناسایی زیان را به تأخیر انداخته و برآوردهای خوش‌بینانه در تعیین ارزش دارایی‌های جاری و بلندمدت داشته باشند. در این راستا نگهداری پروژه‌های با عملکرد منفی باعث می‌شود تا زیان آن‌ها انباشته شده و در سررسید نمایان شود این امر منجر به سقوط قیمت سهام خواهد شد. (جین و میرز<sup>۴</sup>، ۲۰۰۶). به عبارتی حتی اگر مدیریت، همواره در جهت تأمین منافع سهامداران تلاش کند، وجود ویژگی اطمینان بیش‌ازحد می‌تواند احتمال سقوط آتی قیمت سهام را افزایش دهد.

- 
1. Chen and hong
  2. Kim et al
  3. overconfidence
  4. Jin and myers

لذا در این پژوهش سعی شده است که رابطه بین فرا اطمینانی مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام ارزیابی شود بدین منظور برای ارزیابی ریسک سقوط سهام، از چهار مدل چولگی منفی بازده سهام، دوره سقوط قیمت سهام، سیگمای حداکثری ونوسان پایین به بالا به عنوان متغیر وابسته و برای ارزیابی فرا اطمینانی، از سه شاخص که دو شاخص مبتنی بر سرمایه گذاری و یک شاخص مبتنی بر پیش بینی سود، به عنوان سنج‌های بیش اطمینانی استفاده شده است.

این پژوهش به عنوان یک دستاورد علمی می‌تواند اطلاعات مفیدی را در اختیار مدیران، سرمایه‌گذاران و قانون‌گذاران در حوزه بازار سرمایه قرار دهد و ایده‌های جدیدی برای انجام پژوهش‌های آتی در حوزه حسابداری، پیشنهاد نماید.

بخش‌های بعدی مقاله به ترتیب به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، روش‌شناسی و تحلیل داده‌ها می‌پردازد و در انتها نیز نتیجه‌گیری و پیشنهادها ارائه می‌گردد.

### مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

مدیران به عنوان مسئول تهیه صورت‌های مالی با آگاهی کامل از وضعیت مالی واحد تجاری و با برخورداری از اطلاعات بیشتر نسبت به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان، به طور بالقوه سعی می‌کنند تصویر واحد تجاری را مطلوب جلوه دهند و در این راستا تمایل دارند تا افشای اخبار بد را به تأخیر انداخته و اخبار خوب را سریع‌تر افشا کنند.

این رفتار دوگانه مدیران صرف‌نظر از مسائل نمایندگی می‌تواند ناشی از عوامل روان‌شناختی و ویژگی‌های رفتاری همچون اطمینان بیش‌ازحد باشد. (خان و واتس<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹).

اطمینان بیش‌ازحد به عنوان یکی از تورش‌های رفتاری بوده و از خوش‌بینی افراد نسبت به دانش، توانایی‌ها و پیش‌بینی‌هایشان نشئت می‌گیرد (ون و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷؛ فلاح‌پور و عبداللهی، ۱۳۹۰).

یک مدیر با اطمینان بیش‌ازحد، به طور سیستماتیک بازده آتی ناشی از پروژه‌های سرمایه‌گذاری را بیش‌ازحد تخمین زده، یا می‌توان گفت احتمال و اثر رویدادهای مطلوب بر جریان‌های نقدی شرکت را بیش‌ازحد و احتمال و اثر رویدادهای نامطلوب بر جریان‌های نقدی شرکت را کمتر از حد تخمین می‌زند. لذا می‌رود مدیران با اطمینان بیش‌ازحد، دارای مخارج سرمایه‌ای بالاتری بوده، سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد در پروژه‌های سرمایه‌گذاری انجام دهند (مالمندیر و تیت<sup>۳</sup>، ۲۰۰۵).

1. Khan&watts  
2. Wen et al  
3. Malmendire and titee

چنانچه مدیران برای یک دوره طولانی اقدام به نگهداری و انباشت اخبار بد در داخل شرکت کنند، انباشت و عدم افشای اخبار منفی توسط مدیران، سهامداران و اعضای هیئت مدیره را از اقدامات به موقع جهت شناسایی و تصفیه پروژه‌های زیان ده بازمی‌دارد از این رو این پروژه‌های زیان ده به فعالیت خود ادامه می‌دهند و عملکرد منفی آن‌ها به مرور زمان در داخل انباشت می‌شود و بین قیمت ذاتی سهام شرکت و ارزش تعیین شده برای آن توسط سرمایه‌گذاران یک شکاف بزرگ<sup>۱</sup> (حباب قیمتی سهام) ایجاد می‌شود. هنگامی که توده اخبار منفی انباشته شده به نقطه انفجار می‌رسد به یکباره وارد بازار شده و به ترکیدن حباب‌های قیمتی سهام و موجب بازده‌های منفی بالا، برای سهامی می‌شود که بازار با آن سازگاری یافته است و به دنبال آن سرمایه‌گذاران سهام خود را برای فروش عرضه می‌کنند که منجر به سقوط قیمت سهام شرکت در بازار می‌شود (هاتن و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹).

کیم و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی تأثیر بیش اطمینانی بر ریسک سقوط سهام پرداختند نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد رفتار مدیریت در نگهداشت اخبار بد علاوه بر انگیزه‌های شخصی می‌تواند نشئت گرفته از یک خصیصه رفتاری تحت عنوان اطمینان بیش از حد مدیریت نیز باشد هر چند که این عمل برگرفته از انگیزه‌ها و منافع شخصی مدیران نباشد و در جهت اهداف سازمان (خیرخواهانه) باشد به هر حال منجر به انباشت اخبار بد در داخل شرکت می‌شود که این امر به نوبه خود احتمال سقوط آتی قیمت سهام را افزایش می‌دهد.

آکتاس و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۶) به بررسی رابطه بین فرا اطمینانی مدیریت و نگهداشت وجه نقد پرداختند. نتایج پژوهش ایشان نشان می‌دهد که در شرکت‌هایی که محدودیت مالی و فرصت‌های رشد بیشتری وجود دارد، فرا اطمینانی مدیریت با نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری دارد.

ریحاب و لطفی<sup>۴</sup> (۲۰۱۶) به بررسی رابطه بین فرا اطمینانی مدیریت و استقراض خارجی پرداختند. نتایج پژوهش ایشان نشان داد که مدیران فرا اطمینان تمایل بیشتری به استقراض خارجی (در ساختار سرمایه) دارند.

دوئلمن، هارویتز و سان<sup>۵</sup> (۲۰۱۵) به بررسی ارتباط بیش اطمینانی مدیریت و حق الزحمه حسابرسی پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد شرکت‌هایی که مدیران بیش اطمینان دارند، برای

- 
1. Stochastic Stock Price Bubble Model
  2. Hatteen et al
  3. Akteas and et al
  4. Rahiab and lotfi
  5. Doelman , Haroitez and sune

حسابرسی حق الزحمه کمتری پرداخت می کنند. همچنین مدیران بیش اطمینان با احتمال کمتری از حسابرس متخصص صنعت استفاده می کنند.

بر اساس نتایج پژوهش بومن<sup>۱</sup> (۲۰۱۴)، بین بیش اطمینانی مدیران و هموارسازی سود رابطه مثبتی وجود دارد. به بیان دیگر، مدیران بیش اطمینان در مقایسه با سایر مدیران، به هموارسازی سود بیشتری اقدام می کنند.

کالین و فانگ<sup>۲</sup> (۲۰۱۳)، به بررسی رابطه مالکیت نهادی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداختند.

نتایج پژوهش آنها نشان داد که بین مالکیت نهادی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام رابطه مثبتی وجود دارد. آنها سرمایه گذاران نهادی را به کوتاه مدت، اختصاصی و شبه شاخص گذار تقسیم کردند.

نتایج آنها نشان داد که رابطه مثبت بین مالکیت نهادی و ریسک سقوط قیمت سهام به گونه عمده ناشی از مؤسسات موقتی است. مؤسسات اختصاصی نقش نظارتی در کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارند.

فروغی و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهش خود به بررسی تأثیر شفاف نبودن اطلاعات مالی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که بین عدم شفافیت اطلاعات مالی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام رابطه مستقیم وجود دارد. همچنین، آنها نشان دادند که در شرایطی که بین مدیران و سرمایه گذاران عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، اثر عدم شفافیت اطلاعات مالی بر افزایش ریسک سقوط آتی قیمت سهام بیشتر است.

دیانتی و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی تأثیر سرمایه گذاران نهادی بر کاهش ریسک سقوط ارزش سهام پرداختند. آنها به منظور اندازه گیری ریزش قیمت سهام از مدل محاسبه تعداد دفعات ریزش قیمت سهام هاتن (۲۰۰۹) استفاده کردند. نتایج حاصله نشان داد که وجود سرمایه گذاران نهادی احتمال سقوط قیمت سهام را کاهش می دهد.

فروغی و همکاران (۱۳۹۱)، در پژوهشی تحت عنوان «تأثیر فرار مالیاتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، طی سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ به بررسی رابطه بین فرار مالیاتی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنها بیان می دارند که پرداخت مالیات منجر به کاهش سود و

1. Bomen

2. Callen and Fang

و جوه نقد باقیمانده برای سایر ذینفعان شرکت از جمله سهامداران می‌شود. از این رو به‌طور طبیعی این انگیزه وجود دارد تا شرکت و سهامداران آن اقداماتی را جهت فرار از پرداخت مالیات انجام دهند. استراتژی‌های مؤثر جهت فرار از مالیات، مستلزم استفاده از یک سیستم گزارشگری پیچیده و مبهم است. این موضوع زمینه را برای اقدامات فرصت‌طلبانه مدیران فراهم می‌کند تا در راستای منافع شخصی خود از افشای اخبار منفی خودداری کرده و آن‌ها را در داخل شرکت پنهان کنند. هنگامی که این توده اطلاعات منفی وارد بازار می‌شود به سقوط قیمت سهام می‌انجامد.

حساس یگانه، حسنی القار، مرفوع (۱۳۹۴). در پژوهشی به بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر حق الزحمه حسابرسی پرداختند. در این پژوهش برای اندازه‌گیری بیش اطمینانی مدیریت از دو سنجه مبتنی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد بین بیش اطمینانی مدیریت و حق الزحمه حسابرسی ارتباط منفی معناداری برقرار است. بر اساس بررسی‌های بیشتر، بیش اطمینانی مدیریت بر استفاده از حسابرس متخصص صنعت، تأثیر معناداری ندارد.

عرب صالحی و هاشمی (۱۳۹۴). در پژوهشی به بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر اجتناب مالیاتی پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد بیش اطمینانی مدیران سبب افزایش اجتناب مالیاتی در فرآیند گزارشگری مالی می‌شود.

فروغی و نخبه‌فلاح (۱۳۹۳) در پژوهشی تأثیر اطمینان بیش‌ازحد مدیریتی را بر محافظه‌کاری شرطی و غیرشرطی بررسی کردند. یافته‌های آن‌ها حاکی از آن است که اطمینان بیش‌ازحد مدیریت موجب کاهش هردو نوع محافظه‌کاری می‌شود؛ به این مفهوم که مدیران بیش‌ازحد مطمئن، دارایی‌ها را بیش‌ازحد و بدهی‌ها را کمتر از حد تخمین می‌زنند و درآمدها را به‌سرعت و زیان‌ها را با تأخیر شناسایی می‌کنند.

### فرضیه پژوهش

با توجه به هدف پژوهش و مبانی نظری، فرضیه پژوهش به این شرح تدوین شده است:  
بین بیش اعتمادی مدیران و ریسک سقوط سهام ارتباط مستقیم و معناداری دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نوع کاربردی است و از نوع پژوهش‌های توصیفی - همبستگی است و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی است؛ و به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیونی چند

متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی سال ۱۳۹۴-۱۳۸۲ می‌باشد و برای تعیین نمونه مورد مطالعه، ابتدا کلیه داده‌های شامل فهرست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره (سال مالی ۱۳۹۴-۱۳۸۲) از اطلاعات بورس و نرم‌افزارهای اطلاعاتی دریافت و با توجه به ماهیت پژوهش و نیز وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک (هدفمند) استفاده می‌شود. شرایط زیر به منظور تعیین نمونه پژوهش در نظر گرفته شده است.

۱- برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری اطلاعات، سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفندماه هر سال باشد.

۲- وقفه معاملاتی بیش از سه ماه نداشته باشند.

۳- جزء شرکت‌های واسطه‌ای، سرمایه‌گذاری، بیمه و بانک‌ها نباشد.

۴- قبل از سال مالی ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و طی سال‌های مالی ۸۲ الی ۹۴ تغییر فعالیت و یا تغییر سال مالی نداشته باشد.

۵- اطلاعات مورد نیاز به منظور استخراج داده‌ها در دسترس باشد.

در نهایت با اعمال شرایط فوق تعداد ۷۱ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شد.

### مدل و متغیرهای پژوهش

در برآورد مدل با استفاده از معیار دوره سقوط بسته به ماهیت صفر و یکی این معیار از الگوی رگرسیون لاجیت (رگرسیون لجستیک) و در برآورد سه مدل دیگر ریسک سقوط (چولگی منفی بازده سهام و نوسان پایین به بالا و سیگمای حداکثری) از الگوی رگرسیون حداقل مربعات استفاده شده است. برای آزمون فرضیه‌ها از مدل زیر استفاده گردید:

$$\text{CrashRisk}_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{Overconfident CEO}_{j,t-1} + \gamma \text{ControlVariables}_{j,t-1} + \varepsilon$$

CrashRisk<sub>j,t</sub>: ریسک سقوط قیمت سهام است که برای اندازه‌گیری آن از چهار معیار مشروح (دوره سقوط قیمت سهام، چولگی منفی بازده سهام، سیگمای حداکثری و نوسان پایین به بالا) استفاده شده است.

Overconfident CEO:  $j,t-1$  اطمینان بیش از حد مدیریتی شرکت  $j$  در سال  $t$ .

Control:  $j,t-1$  متغیرهای کنترلی پژوهش

### متغیر وابسته:

در این پژوهش، ریسک سقوط قیمت سهام به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته می شود. برای اندازه گیری این متغیر از چهار معیار چولگی منفی بازده سهام<sup>۱</sup>، سیگمای حداکثری<sup>۲</sup>، نوسان پایین به بالا<sup>۳</sup> و دوره سقوط قیمت سهام<sup>۴</sup> استفاده می شود.

طبق تعریف هاتن و همکاران (۲۰۰۹) و کیم و همکاران (۲۰۱۱) اگر قیمت سهم شرکتی در دوره تحت بررسی دچار کاهش شدید شده باشد، قیمت سهم آن شرکت در آن دوره سقوط کرده است از آنجا که ممکن است کاهش های شدید قیمت سهم در نتیجه کاهش عمومی قیمت ها در بازار باشد، باید به وضعیت عمومی بازار نیز توجه داشت و کاهش شدید بازده سهم را باید در مقایسه با بازده بازار معنی کرد. به همین منظور برای محاسبه بازده خاص شرکت از مدل رگرسیون به شرح رابطه (۱) استفاده می شود:

رابطه (۱)

$$r_{j,t} = \alpha_j + \beta_1 r_{m,t} + \beta_2 r_{m,t-1} + \beta_3 r_{m,t-2} + \beta_4 r_{m,t-3} + \beta_5 r_{m,t-4} + \varepsilon_{j,t}$$

$r_{j,t}$ : بازده سهام شرکت  $j$  در ماه  $t$

$r_{m,t}$ : بازده شاخص کل بازار سهام در ماه  $t$

$\varepsilon_{j,t}$ : بازده باقیمانده سهام شرکت  $j$  در ماه  $t$

باقیمانده های رابطه (۱) بازده خاص شرکت نسبت به بازار را نشان می دهند که برای نزدیک کردن توزیع آن ها به توزیع نرمال از رابطه (۲) استفاده می شود:

$$w_{j,t} = \ln(1 + \varepsilon_{j,t}) \quad \text{رابطه (۲)}$$

$W_{j,t}$ : بازده ماهانه خاص شرکت  $j$  در ماه  $t$

- 
1. Stock Price Crash Period
  2. Negative Skewness of Stock Returns
  3. down-to-up volatility
  4. Extreme Sigma



$\theta, \xi, \zeta$ : بازده باقیمانده سهام شرکت  $\zeta$  در ماه  $\theta$  و عبارت است از باقیمانده یا پسماند مدل در رابطه (۱) برای محاسبه بازده ماهانه بازار، شاخص پایان ماه از شاخص ابتدای ماه کسر شده و حاصل بر شاخص ابتدای ماه تقسیم می شود. سپس با استفاده از بازده ماهانه خاص شرکت، چهار متغیر وابسته به شیوه های زیر محاسبه می شود:

#### دوره سقوط قیمت سهام

بر اساس مطالعات هاتن و همکاران (۲۰۰۹) و کالین و فانگ (۲۰۱۳) دوره سقوط یک سال مالی معین، دوره ای است که طی آن بازده ماهانه خاص شرکت برابر با  $3/2$  انحراف معیار کمتر از میانگین بازده ماهانه خاص آن باشد. اساس این تعریف بر این مفهوم آماری قرار دارد که با فرض نرمال بودن توزیع بازده ماهانه خاص شرکت، نوسان هایی که در فاصله میانگین به علاوه  $3/2$  انحراف معیار و میانگین منهای  $3/2$  انحراف معیار قرار می گیرند، از جمله نوسان های عادی و نوسان های خارج از این فاصله جزئی از موارد غیرعادی قلمداد می شود. با توجه به این که سقوط قیمت سهام یک نوسان غیرعادی است، عدد  $3/2$  به عنوان مرز بین نوسانات عادی و غیرعادی مطرح است و با توجه به بررسی های صورت گرفته در زمینه مدل دوره سقوط قیمت سهام هاتن و تهرانیان (۲۰۰۹) در فاصله  $3,2$  انحراف معیار از میانگین هیچ ریزش قیمت سهامی در نمونه آماری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مشاهده نگردیده است. به همین جهت ما در این پژوهش بعد از آزمون فاصله  $3,2$  انحراف معیار، فاصله  $1,96$  انحراف معیار از میانگین را برای بررسی های خود در نظر گرفته ایم، در این پژوهش، دوره سقوط قیمت سهام، متغیر مجازی است که اگر شرکت تا پایان سال مالی حداقل یک دوره سقوط را تجربه کرده باشد، مقدار آن یک و در غیر این صورت، صفر خواهد بود.

#### چولگی منفی بازده سهام

چن و همکاران (۲۰۰۱)، معتقدند که نشانه های سقوط قیمت سهام از یک سال قبل از وقوع این پدیده شکل می گیرد و یکی از این نشانه ها وجود چولگی منفی در بازده سهام شرکت است؛ بنابراین شرکت هایی که در سال گذشته چولگی منفی بازده سهام را تجربه کرده اند، با احتمال بیشتری در

سال آینده با پدیده سقوط قیمت سهام مواجه خواهند بود. هانگ و همکاران (۲۰۰۳) نیز بیان کردند که چولگی منفی بازده سهام یکراه جایگزین برای اندازه گیری عدم تقارن در توزیع بازده است. برای محاسبه چولگی منفی بازده سهام از رابطه ۳ استفاده می شود:

رابطه (۳)

$$NCSKEW_{j,t} = - \left[ \frac{n(n-1)^{3/2} \sum_{\theta=1}^{\theta=12} w_{j,\theta}^3}{(n-1)(n-2) \left( \sum_{\theta=1}^{\theta=12} w_{j,\theta}^2 \right)^{3/2}} \right]$$

$NCSKEW_{jt}$ : چولگی منفی بازده سهام شرکت ز طی سال مالی  $t$

$W_{j,\theta}$ : بازده ماهانه خاص شرکت ز در ماه  $\theta$

$n$ : تعداد ماهایی که بازده آنها محاسبه شده، برای شرکت در هر سال

#### سیگمای حداکثری

برادشو و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) بیان کردند سیگمای حداکثری به منظور ایجاد یک معیار کمی و پیوسته برای اندازه گیری ریسک سقوط قیمت سهام به کار می رود. همچنین، سیگمای حداکثری به عنوان بازده های پرت با توجه به انحراف معیار یک شرکت خاص تعریف می گردد. برای محاسبه این متغیر از رابطه ۴ استفاده می شود:

رابطه (۴)

$$EXTR\_SIGMA_{j,t} = -\text{Min} \left[ \frac{W_{j,\theta} - \bar{W}_{j,t}}{\partial W} \right]$$

$W_{j,\theta}$ : بازده ماهانه خاص شرکت ز در ماه  $\theta$

$\bar{W}_{j,t}$ : میانگین بازده ماهانه خاص شرکت ز طی سال مالی  $t$

$\partial W$ : انحراف استاندارد بازده ماهانه خاص شرکت ز طی سال مالی  $t$

### نوسان پایین به بالا

چن و همکاران (۲۰۰۱) بیان کردند که نوسان پایین به بالا، نوسانات نامتقارن بازده را کنترل می‌کند. همچنین، میزان بالاتر این معیار مطابق با توزیع دارای چولگی چپ بیشتر است. ابتدا میانگین بازده خاص شرکت‌ها محاسبه و سپس داده‌های مربوط به آن به دودسته کمتر از میانگین و بیشتر از میانگین تفکیک شده و به‌طور مجزا محاسبه شده است برای محاسبه این متغیر از رابطه ۵ استفاده می‌شود:

$$DUVOL_{j,t} = \log\left\{\frac{(n_u - 1) \sum \text{DOWN } w^2_{j,\theta}}{(n_d - 1) \sum \text{UP } w^2_{j,\theta}}\right\} \quad (5)$$

$n_d$  و  $n_u$ : تعداد ماه‌های بالا و پایین طی سال مالی  $t$

$W_{j,\theta}$ : بازده ماهانه خاص شرکت ز در ماه  $t$  طی سال مالی

### متغیر مستقل

در این پژوهش از سه معیار جهت اندازه‌گیری بیش اطمینانی مدیریت استفاده شده است که دو سنجه آن مبتنی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران است و یک معیار پیش‌بینی سود برای محاسبه بیش اطمینانی مدیریت استفاده شده است. کمپل و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) نشان دادند که تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مرتبط با بیش اطمینانی مدیران است. اولین شاخص مبتنی بر سرمایه‌گذاری جهت سنجهش بیش اطمینانی مدیریت یک متغیر مجازی است که اگر مخارج سرمایه‌ای در یک دوره معین، تقسیم‌بر کل دارایی‌های ابتدای دوره بزرگ‌تر از سطح میانه آن صنعت مربوطه در آن سال باشد، برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر است. این شاخص مبتنی بر یافته‌های بن داوید و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۰) و مالمندیر و تیت (۲۰۰۵) است که نشان دادند در شرکت‌های با مدیران بیش اطمینان، مخارج سرمایه‌ای بزرگ‌تر است.

1. Campbell
2. CAPEX
3. Ben-David

مخارج سرمایه‌ای عبارت است از مخارج صرف شده برای خرید دارایی‌های ثابت و مولد جدید، جهت محاسبه آن، تفاضل دارایی‌های ثابت سال مالی جاری و سال مالی قبل استفاده می‌شود. برای محاسبه این متغیر از رابطه ۶ استفاده می‌شود:

$$(C/A)_{j,t} = \frac{C.E_t}{TA_{t-1}} \quad \text{رابطه (۶)}$$

$C.E_t$ : مخارج سرمایه‌ای

$A_{j,t-1}$ : مجموع دارایی‌های شرکت ز در پایان سال  $t-1$

دومین شاخص بیش اطمینانی مبتنی بر سرمایه‌گذاری به پیروی از شراند وزچمن<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) انتخاب شد. این شاخص که میزان سرمایه‌گذاری مازاد<sup>۲</sup> در دارایی‌ها را نشان می‌دهد، از باقیمانده رگرسیون رشد دارایی‌های کل بر رشد فروش که برای هر سال صنعت جداگانه برآورد می‌شود به دست می‌آید. اگر باقیمانده رگرسیون بزرگ‌تر از صفر باشد، این شاخص برابر یک و در غیر این صورت، برابر با صفر است. استفاده از این شاخص بر این مبنا است که در شرکت‌هایی که دارایی‌ها با نرخ بالاتری نسبت به فروش رشد می‌کنند، مدیران نسبت به هم‌تاهای خود بیشتر سرمایه‌گذاری می‌کنند، به عبارت دیگر، مدیران بیش اطمینان به سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها در مقایسه با فروش، تمایل بیشتری دارند.

$$\text{Asset. Gr}_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sale. Gr}_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad \text{رابطه (۷)}$$

SG: رشد در فروش شرکت ز در سال  $t$  نسبت به سال  $t-1$

AG: رشد در دارایی‌ها شرکت ز در سال  $t$  نسبت به سال  $t-1$

$\varepsilon$ : باقیمانده رگرسیون

سومین شاخص مبتنی بر پیش‌بینی سود<sup>۳</sup> خالص به پیروی از لی و تانگ (۲۰۱۲) انتخاب شده است و از طریق محاسبه اختلاف آخرین سود پیش‌بینی شده هر سهم با سود واقعی در آن سال محاسبه

1. Schrand and Zechman  
2. overinvestment  
3. PROFIT FORECAST<sub>t-1</sub>

می‌شود. چنانچه در یک سال سود پیش‌بینی شده در آن از سود واقعی بیشتر است عدد یک خواهد گرفت که در این صورت مدیر دارای اعتماد به نفس کاذب است و در غیر این صورت عدد صفر را به خود اختصاص خواهد داد. سود واقعی هر سهم شرکت در سه‌ماهه نخست سال بعد مشخص می‌شود.

سود واقعی هر سهم در سال  $t$  - آخرین سود پیش‌بینی شده هر سهم در سال  $t$  = شاخص بر اساس سود

### متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی مورد استفاده در این پژوهش عبارت‌اند از:

مدیریت سود ( $AEM_{j,t-1}$ ): مهم‌ترین متغیر کنترلی در این پژوهش مدیریت سود است که هم شاخصی از انگیزه‌های نمایندگی و هم معیاری برای شفاف نبودن اطلاعات محسوب می‌گردد. برای اندازه‌گیری مدیریت سود از معیار ارقام تعهدی اختیاری بر اساس مدل تعدیل شده جونز (۱۹۹۵) استفاده شده است. در این مدل ارقام تعهدی اختیاری از تفاوت کل ارقام تعهدی و ارقام تعهدی غیر اختیاری به دست می‌آید. بدین منظور ابتدا مدل رگرسیونی رابطه (۸) به روش مقطعی سالانه برآورد شده و سپس با استفاده از پارامترهای برآورد شده از آن، برای محاسبه ارقام تعهدی غیر اختیاری برای هر سال - شرکت از رابطه (۹) استفاده شده است.

رابطه (۸)

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

$$TACC_{j,t} = NI_{j,t} - CFO_{j,t}$$

رابطه (۹)

$$NDA_{j,t} = \hat{\alpha}_1 \left( \frac{1}{A_{j,t-1}} \right) + \hat{\alpha}_2 \left( \frac{\Delta REV_{jt} - \Delta REC_{jt}}{A_{j,t-1}} \right) + \hat{\alpha}_3 \left( \frac{PPE_{jt}}{A_{j,t-1}} \right)$$

$$AEM_{j,t-1} = \left| \frac{TACC_{j,t}}{A_{j,t-1}} - NDA_{j,t} \right|$$

$TACC_{j,t}$ : مجموع ارقام تعهدی شرکت زدر سال مالی  $t$

$A_{j,t-1}$ : مجموع دارائی‌های شرکت زدر پایان سال  $t-1$

$\Delta REV_{j,t}$ : تغییر در آمد عملیاتی حاصل از فروش، شرکت زد در سال  $t$  نسبت به سال قبل  
 $\Delta REC_{j,t}$ : تغییر در خالص حساب‌های دریافتی شرکت زد در سال  $t$  نسبت به سال قبل  
 $PPE_{j,t}$ : خالص دارایی‌های ثابت شرکت زد در سال  $t$  (اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت زد در سال  $t$ )

پارامترهای خاص هر شرکت:  $\hat{\alpha}_1, \hat{\alpha}_2, \hat{\alpha}_3$

$NDA_{j,t}$ : جمع اقلام تعهدی غیر اختیاری شرکت زد در سال

ناهمگنی عقاید سرمایه‌گذاران ( $DTURN_{j,t-1}$ ): تفاضل میانگین حجم معاملات ماهانه سهام در سال جاری و میانگین حجم معاملات ماهانه در سال قبل استفاده می‌شود (حجم معاملات ماهانه سهام از تقسیم سهام دادوستد شده در هر ماه بر تعداد سهام در جریان شرکت در آن ماه به دست می‌آید). هانگ و استین (۲۰۰۳) در پژوهش‌های خود از این متغیر استفاده کرده‌اند و بیان می‌کنند که ناهمگنی عقاید سرمایه‌گذاران منجر به سقوط بیشتر می‌گردد.

اندازه شرکت ( $SIZE_{j,t-1}$ ): لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در پایان سال مالی  $t-1$   
 بازده دارایی‌ها ( $ROA_{j,t-1}$ ): عبارت‌اند است از نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌های شرکت در پایان سال  $t-1$

فرصت رشد شرکت ( $MB_{j,t-1}$ ): نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در پایان سال مالی  $t-1$

اهرم مالی شرکت ( $LEV_{j,t-1}$ ): نسبت کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی  $t-1$

( $RET_{j,t-1}$ ): میانگین بازده ماهانه خاص شرکت در پایان سال مالی  $t-1$  است.

( $SIGMA_{j,t-1}$ ): انحراف معیار بازده ماهانه خاص شرکت در پایان سال مالی  $t-1$  است.

( $LNCSKEW_{j,t-1}$ ): چولگی منفی بازده ماهانه خاص شرکت در پایان سال مالی  $t-1$  است.

با توجه به مدل پژوهش برای بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر ریسک سقوط قیمت سهام، ضریب  $\alpha$  بررسی خواهد شد چنانچه این ضریب در سطح ۹۵ درصد مثبت و معنادار باشد، فرضیه پژوهش رد نخواهد شد، در غیر این صورت رد می‌شود.

با توجه به اینکه برای اندازه‌گیری متغیر وابسته پژوهش از چهار معیار استفاده شده است، مدل پژوهش نیز با استفاده از هر معیار به‌طور جداگانه برآورد شده است. در برآورد مدل با استفاده از معیار دوره سقوط بسته به ماهیت صفر و یکی این معیار از الگوی رگرسیون لاجیت (رگرسیون

لجستیک) و برای بررسی اعتبار و قدرت توجیه مدل از ضریب تعیین مک فادن استفاده شده است. در برآورد سه مدل دیگر ریسک سقوط (چولگی منفی بازده سهام و نوسان پایین به بالا و سیگمای حداکثری) از الگوی رگرسیون حداقل مربعات و به منظور انسجام نتایج در برآورد پارامترهای مدل، مواردی همچون عدم جود هم خطی و عدم وجود خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها بررسی شده است و نتایج آزمون هم خطی نیز نشان‌دهنده این بود که بین باقیمانده مدل‌ها مشکل هم خطی وجود ندارد و به منظور تشخیص خودهمبستگی از آماره دورین - واتسون استفاده شده است مقادیر این آماره بین ۱/۵ و ۲/۵ بوده و حاکی از عدم وجود مشکل خودهمبستگی در مدل است.

قبل از آزمون رگرسیون، برای بررسی نرمال بودن داده‌ها، آزمون کولموگروف - اسمیرنوف مورد استفاده قرار گرفت که نشان‌دهنده نرمال بودن توزیع داده بود.

### آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

جدول (۱) حاوی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش است. در این جدول حداقل، حداکثر، میانگین، میانه و انحراف معیار کلیه متغیرها ارائه گردیده است.

جدول ۱. آمار توصیفی داده‌ها

نماد متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
CRASH P	۰,۴۹	۰	۱	۰	۰,۵
LNCSKEW	۰,۱۶	۰,۱۵	۲,۶۱	-۱,۹۵	۰,۶۶
DUVOL	۰,۰۷۲	۰,۰۷	۱,۲۱	-۱,۰۸	۰,۳۴
EXTRA SIGMA	۱,۷۳	۱,۷	۲,۹۷	۰,۸۶	۰,۳۷
CAPEX	۰,۴۶	۰	۱	۰	۰,۴۹
OVERINV	۰,۴۳	۰	۱	۰	۰,۴۹
PROFIT FORECASTS	۰,۴۵	۰	۱	۰	۰,۴۹
NCSKEW	۰,۱۵	۰,۱۴	۲,۱۱	-۱,۶۶	۰,۶۵
SIGMA	۰,۰۸۴	۰,۰۷	۰,۹۵	۰,۰۰۲۹	۰,۰۶
RET	-۰,۰۰۶	-۰,۰۰۲۵	-۰,۰۰۰۰۴۳	-۰,۲۷	۰,۰۱۴۳
SIZE	۲۷,۲	۲۷,۱۷	۳۲,۲۴	۲۴,۰۲۱	۱,۴۸
MB	۲,۸۶	۲,۰۲	۱۲۱,۵	-۴۴,۰۹	۵,۸۵
LEV	۰,۶۱	۰,۶۳	۰,۹۹	۰,۰۱۲۷	۰,۱۸۱
ROA	۰,۱۵	۰,۱۳	۰,۶۲۷	-۰,۳۱	۰,۱۳
DTURN	۰,۰۰۱۱	-۰,۰۰۰۰۳۱	۰,۴۱۴	-۰,۴	۰,۰۳۱
AEM	۰,۱۳	۰,۰۹۵	۰,۹۹	۰,۰۰۰۱	۰,۱۳۸

انحراف داده‌ها از میانگین بین ۰/۰۱ تا ۵/۸۵ درصد می‌باشد، میانگین متغیر دوره سقوط قیمت سهام برابر ۰,۴۹ می‌باشد که نشان‌دهنده این است که به‌طور میانگین ۰,۴۹ درصد از شرکت-سال‌ها، حداقل یک‌بار پدیده سقوط قیمت سهام را تجربه کرده‌اند مقدار میانگین فرا اطمینانی مدیریت مبتنی بر پیش‌بینی سود در شرکت‌های نمونه ۰/۴۵ است یعنی به‌طور متوسط مدیران شرکت‌های نمونه سود پیش‌بینی‌شده هر سهم را ۰/۴۵ درصد بیشتر از سود واقعی پیش‌بینی نموده‌اند که بیانگر تصور و درک بهتر از عملکرد آتی خود نسبت به درک واقعی بازار است.

متغیر اندازه شرکت بالاترین میانگین و متغیر میانگین بازده ماهانه کمترین میانگین را دارد همچنین متغیر فرصت رشد شرکت بیشترین انحراف معیار را دارد این امر نشان می‌دهد که این متغیر بیشترین پراکندگی را داشته است.

### آزمون فرضیه

نتایج حاصل از برآورد معادله رگرسیونی که به بررسی تأثیر فرا اطمینانی بر ریسک سقوط قیمت سهام می‌پردازد، با استفاده از چهار معیار مختلف سقوط قیمت سهام و سه معیار فرا اطمینانی در جدول‌های ۵،۲،۳،۴ نشان داده شده است. زمانی که متغیر وابسته دوره سقوط قیمت سهام است از الگوی رگرسیون لاجیت (جدول ۲) و زمانی که متغیر وابسته چولگی بازده سهام، سیگمای حداکثری، و نوسان پایین به بالا باشد، از رگرسیون حداقل مربعات (جدول‌های ۵، ۴، ۳) استفاده شده است.

فرضیه: بین فرا اطمینانی مدیران (بر مبنای مخارج سرمایه‌ای و مازاد سرمایه‌گذاری و پیش‌بینی سود) و ریسک سقوط سهام (بر مبنای دوره سقوط قیمت سهام) رابطه معناداری وجود دارد.

با توجه به اینکه سطح معناداری آماره نسبت درست‌نمایی زمانی که متغیر مستقل بیش اطمینانی مبتنی بر سرمایه‌گذاری و مخارج سرمایه‌ای است کمتر از سطح خطای ۵ درصد است می‌توان نتیجه گرفت که کل مدل معنادار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است و سطح معناداری آماره LR برای متغیر مستقل (پیش‌بینی سود) بیشتر از سطح ۵ درصد است و مدل معنادار نیست. ضریب متغیر مستقل فرا اطمینانی زمانی که معیار مخارج سرمایه‌ای و مازاد سرمایه‌گذاری مثبت و سطح معناداری آن‌ها به ترتیب ۰,۰۷ و ۰,۰۹ است. این موضوع بیانگر آن است که بین متغیر مستقل فرا اطمینانی (بر مبنای مخارج سرمایه‌ای و مازاد سرمایه‌گذاری) و ریسک سقوط قیمت سهام (بر مبنای دوره سقوط) یک رابطه مستقیم وجود دارد و در سطح اطمینان ۹۵٪ تأثیر معناداری بر دوره سقوط قیمت سهام



ندارد ( $p > 0/05$ ) بنابراین فرضیه‌های پژوهش با در نظر داشتن متغیر دوره سقوط قیمت سهام تأیید نمی‌شود. از بین متغیرهای کنترلی نیز تنها متغیر اهرم مالی اثر مستقیم و معنی‌داری با دوره سقوط قیمت سهام دارد ( $p < 0/05$ ). مقادیر مربوط به ضریب تعیین مک فادن حاکی از آن است که در حدود ۱۶، ۱۵٫۶ از تغییرات متغیر وابسته دوره سقوط قیمت سهام توسط مجموعه متغیرهای مستقل (مخارج سرمایه‌ای، مازاد سرمایه‌گذاری) و کنترلی تبیین می‌شود.

جدول ۲. نتایج آزمون فرضیه‌ها - الگوی لاجیت - متغیر وابسته دوره سقوط قیمت سهام

متغیر مستقل: فرا اطمینانی (پیش‌بینی سود)			متغیر مستقل: فرا اطمینانی (مازاد سرمایه‌گذاری)			متغیر مستقل: فرا اطمینانی (مخارج سرمایه‌ای)			متغیرها
مقدار Z	ضریب B	معناداری	مقدار Z	ضریب B	معناداری	مقدار Z	ضریب B	معناداری	
۰٫۷	-۰٫۲۶	-۰٫۲۳	۰٫۹۲	-۰٫۱۰	-۰٫۰۹	۰٫۸۶	-۰٫۱۸	-۰٫۱۶	C
						۰٫۰۷	۱٫۸۰	۰٫۱۶	CAPEX <sub>t-1</sub>
			۰٫۰۸۹	۱٫۷۰	۰٫۱۵				OverInv <sub>t-1</sub>
۰٫۹۳	۰٫۰۸	۰٫۰۱							PROFIT FORECAST <sub>t-1</sub>
۰٫۸۴	۰٫۱۹	۰٫۰۱	۰٫۸۲	۰٫۲۲	۰٫۰۲	۰٫۸۷	۰٫۱۷	۰٫۰۱	NCSKEW <sub>t-1</sub>
۰٫۰۷	۱٫۸۰	۲٫۲۱	۰٫۰۷	۱٫۷۸	۲٫۱۹	۰٫۰۷	۱٫۸۳	۲٫۲۵	SIGMA <sub>t-1</sub>
۰٫۹۳	۰٫۰۹	۰٫۴۵	۰٫۸۹	۰٫۱۳	۰٫۷۰	۰٫۹۲	۰٫۱۰	۰٫۵۰	RET <sub>t-1</sub>
۰٫۶۷	-۰٫۴۲	-۰٫۰۱	۰٫۵۶	-۰٫۵۷	-۰٫۰۲	۰٫۵۶	-۰٫۵۷	-۰٫۰۲	SIZE <sub>t-1</sub>
۰٫۵۱	-۰٫۶۵	-۰٫۰۱	۰٫۵۳	-۰٫۶۲	-۰٫۰۱	۰٫۴۸	-۰٫۶۹	-۰٫۰۰۶	MB <sub>t-1</sub>
۰٫۰۴	۲٫۰۵	۰٫۶۴	۰٫۰۷	۱٫۸۰	۰٫۵۶	۰٫۰۴	۲٫۰۰	۰٫۶۲	LEV <sub>t-1</sub>
۰٫۳۷	۰٫۸۸	۰٫۴۲	۰٫۴۶	۰٫۷۳	۰٫۳۵	۰٫۳۸	۰٫۸۷	۰٫۴۱	ROA <sub>t-1</sub>
۰٫۳۶	۰٫۹۰	۱٫۲۹	۰٫۳۵	۰٫۹۳	۱٫۳۵	۰٫۴۱	۰٫۸۲	۱٫۱۹	DTURN <sub>t-1</sub>
۰٫۳۲	-۰٫۹۹	-۰٫۳۲	۰٫۲۲	-۱٫۲۲	-۰٫۴۰	۰٫۳۴	-۰٫۹۵	-۰٫۳۱	AEM <sub>t-1</sub>
۰٫۱۳			۰٫۱۵۶			۰٫۱۵۹۷			ضریب تعیین مک فادن
۱۵٫۶۱			۱۸٫۵			۱۸٫۸۶			آماره LR
۰٫۱۱۱			۰٫۰۴۷			۰٫۰۴۲			معناداری (LR)

جدول ۳ نتایج آزمون فرضیه پژوهش را با استفاده از سه معیار ریسک سقوط سهام و یک معیار فرا اطمینانی (مخارج سرمایه‌ای) نشان می‌دهد. فرضیه: بین فرا اطمینانی مدیران (بر مبنای مخارج سرمایه‌ای) و ریسک سقوط سهام (بر مبنای چولگی منفی بازده سهام و نوسان پایین به بالا و سیگمای حداکثری) رابطه معناداری وجود دارد.

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه - الگوی حداقل مربعات

متغیر وابسته: EXTRA SIGMA			متغیر وابسته: DUVOL			متغیر وابسته: LNCSKEW			متغیرها
معناداری	مقدار t	ضریب B	معناداری	مقدار t	ضریب B	معناداری	مقدار t	ضریب B	
۰.۰۰	۵.۷۹	۱.۴۸۲	۰.۷۵	۰.۳۰۸	۰.۰۷۳۸	۰.۹۱	-۰.۱۱۸	-۰.۰۵۴	C
۰.۷۵	۰.۳۱	۰.۰۰۸	۰.۵۲	۰.۶۳۱	۰.۰۱۵۱	۰.۹۶	۰.۰۴۰	۰.۰۰۲	CAPEX <sub>t-1</sub>
۰.۰۲۳	۲.۲۸	۰.۰۴۵	۰.۱۱	۱.۵۶۴	۰.۰۲۹۲	۰.۰۱	۲.۵۹۴	۰.۰۹۲	NCSKEW <sub>t-1</sub>
۰.۰۰۶	۲.۷۷	۰.۹۶۸	۰.۳۷	۰.۸۹۰	۰.۲۹۱۴	۰.۰۸	۱.۷۱۷	۱.۰۷۴	SIGMA <sub>t-1</sub>
۰.۴۷	۰.۷۱	۱.۰۵۹	۰.۴۵	-۰.۷۵۳	-۱.۰۴۶۵	۰.۷۷	-۰.۲۸۸	-۰.۷۶۴	RET <sub>t-1</sub>
۰.۶۹	۰.۳۹	۰.۰۰۴	۰.۹۵	-۰.۰۵۰	-۰.۰۰۰۴	۰.۹۵	۰.۰۵۵	۰.۰۰۱	SIZE <sub>t-1</sub>
۰.۶۱	-۰.۵۰	-۰.۰۰۱	۰.۸۲	۰.۲۲۶	۰.۰۰۰۵	۰.۵۱	-۰.۶۴۶	-۰.۰۰۳	MB <sub>t-1</sub>
۰.۱۷	۱.۳۷	۰.۱۲۴	۰.۹۳	-۰.۰۸۴	-۰.۰۰۷۲	۰.۳۰	۱.۰۲۱	۰.۱۶۵	LEV <sub>t-1</sub>
۰.۵۴	۰.۶۰	۰.۰۸۳	۰.۱۲	-۱.۵۳۰	-۰.۱۹۷۲	۰.۵۵	-۰.۵۸۸	-۰.۱۴۵	ROA <sub>t-1</sub>
۰.۴۱	۰.۸۳	۰.۳۳۹	۰.۱۱	۱.۶۲۲	۰.۶۲۳۱	۰.۱۱	۱.۶۲۱	۱.۱۸۹	DTURN <sub>t-1</sub>
۰.۲۷	-۱.۰۹	-۰.۱۰۳	۰.۹۳	۰.۰۸۷	۰.۰۰۷۸	۰.۷۸	۰.۲۷۳	۰.۰۴۶	AEM <sub>t-1</sub>
۰.۳۰			۰.۲۲			۰.۳۳			R <sub>۲</sub>
۰.۱۹			۰.۱۱			۰.۲۲			R <sub>۲</sub> تعدیل شده
۱.۹۹۰			۲.۰۱۹			۲.۰۳۰			دورین - واتسون
۲.۶۲۰			۱.۹۲۳			۲.۹۴۰			آماره F
۰.۰۰۴			۰.۰۲۷			۰.۰۰۱			سطح معناداری F
۰.۵۸۰			۰.۱۴۵			۰.۱۴۰			معناداری f لیمر
		داده‌های ترکیبی نیازی ندارد			داده‌های ترکیبی نیازی ندارد				روش برازش مدل آزمون هاسمن

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۳، با توجه به سطح معناداری آماره F می‌توان نتیجه گرفت که کلیه مدل‌ها معنی‌دار است ( $p < 0.05$ ). زمانی که متغیر وابسته چولگی منفی بازده سهام، سیگمای حداکثری و نوسان پایین به بالا باشد، ضریب تعیین ( $R^2$ ) به ترتیب برابر ۰.۳۳، ۰.۰۳، ۰.۲۲، ۰.۰۳ می‌باشد، به عبارت دیگر ۳۳، ۳ و ۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل قابل توضیح است. و فرا اطمینانی (بر مبنای مخارج سرمایه‌ای) بر ریسک سقوط قیمت سهام، زمانی که متغیر وابسته چولگی منفی بازده سهام و سیگمای

حداکثری و نوسان پایین به بالا باشد، تأثیر معنی داری ندارد ( $p > 0.05$ ) و فرضیه رد می شود. در مورد متغیرهای کنترلی نیز مشخص گردید که تنها متغیر چولگی منفی بازده ماهانه تأثیر مثبت معنی داری بر ریسک سقوط قیمت سهام (بر مبنای چولگی منفی بازده سهام و سیگمای حداکثری) دارد و انحراف معیار بازده ماهانه تأثیر مثبت معنی داری بر ریسک سقوط قیمت سهام زمانی که سیگمای حداکثری باشد دارد. جدول شماره (۴) نتایج آزمون فرضیه پژوهش را با استفاده از سه معیار ریسک سقوط سهام و یک معیار فرا اطمینانی (مازاد سرمایه گذاری) نشان می دهد. فرضیه: بین فرا اطمینانی مدیران (بر مبنای مازاد سرمایه گذاری) و ریسک سقوط سهام (بر مبنای چولگی منفی بازده سهام و نوسان پایین به بالا و سیگمای حداکثری) رابطه معناداری وجود دارد.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه - الگوی حداقل مربعات

EXTRA SIGMA			DUVOL			LNCSKEW			متغیرها
معناداری	مقدار t	ضریب B	معناداری	مقدار t	ضریب B	معناداری	مقدار t	ضریب B	
۰	۵.۹۹	۱.۵۳۰	۰.۷۳	۰.۳۳۷	۰.۰۸۰۹	۰.۹۸	۰.۰۱۷	۰.۰۰۸	C
۰.۰۲	۲.۴۰	۰.۰۶۸	۰.۵۲	۰.۶۳۲	۰.۰۱۵۶	۰.۱۰	۱.۶۲۳	۰.۰۷۷	OverInv <sub>t-1</sub>
۰.۰۲	۲.۳۳	۰.۰۴۶	۰.۱۱	۱.۵۸۶	۰.۰۲۹۶	۰.۰۱	۲.۶۲۴	۰.۰۹۳	NCSKEW <sub>t-1</sub>
۰.۰۱	۲.۷۵	۰.۹۵۸	۰.۳۸	۰.۸۷۱	۰.۲۸۵۱	۰.۰۸	۱.۷۰۳	۱.۰۶۳	SIGMA <sub>t-1</sub>
۰.۴۱	۰.۸۱	۱.۱۹۳	۰.۴۶	-۰.۷۳۱	-۱.۰۱۵۹	۰.۸۲	-۰.۲۲۶	-۰.۶۰۰	RET <sub>t-1</sub>
۰.۸۲	۰.۲۲	۰.۰۰۲	۰.۹۵	-۰.۰۵۲	-۰.۰۰۰۵	۰.۹۴	-۰.۰۷۱	-۰.۰۰۱	SIZE <sub>t-1</sub>
۰.۶۴	-۰.۴۶	-۰.۰۰۱	۰.۸۰	۰.۲۵۳	۰.۰۰۰۵	۰.۵۳	-۰.۶۲۷	-۰.۰۰۳	MB <sub>t-1</sub>
۰.۳۱	۱.۰۲	۰.۰۹۳	۰.۸۷	-۰.۱۵۵	-۰.۰۱۳۳	۰.۴۴	۰.۷۷۲	۰.۱۲۶	LEV <sub>t-1</sub>
۰.۷	۰.۳۹	۰.۰۵۳	۰.۱۱	-۱.۵۸۱	-۰.۲۰۴۵	۰.۴۶	-۰.۷۳۴	-۰.۱۸۱	ROA <sub>t-1</sub>
۰.۳۷	۰.۸۹	۰.۳۶۵	۰.۰۹	۱.۶۶۳	۰.۶۳۸۴	۰.۰۹	۱.۶۶۱	۱.۲۱۵	DTURN <sub>t-1</sub>
۰.۱۵	-۱.۴۲	-۰.۱۳۶	۰.۹۸	-۰.۰۱۵	-۰.۰۰۱۳	۰.۹۶	۰.۰۴۴	۰.۰۰۸	AEM <sub>t-1</sub>
۰.۰۳۶			۰.۰۲۲			۰.۰۳۷			R <sub>۲</sub>
۰.۰۲۵			۰.۰۱۱			۰.۰۲۵			R <sub>۲</sub> تعدیل شده
۱.۹۹۰			۲.۰۲۰			۲.۰۳۵			دوربین - واتسون
۳.۲۰۷			۱.۹۳۳			۳.۲۲۰			آماره F
۰.۰۰۰۴			۰.۰۲۷			۰.۰۰۰۴			سطح معناداری F
۰.۴۸۰			۰.۱۵۷			۰.۱۵۱			معناداری f لیمر
	داده‌های ترکیبی نیازی ندارد			داده‌های ترکیبی نیازی ندارد			داده‌های ترکیبی نیازی ندارد		روش برازش مدل آزمون هاسمن

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۴، فرا اطمینانی مدیران (بر مبنای مازاد سرمایه گذاری) بر ریسک سقوط قیمت سهام، زمانی که متغیر وابسته سیگمای حداکثری باشد، تأثیر مثبت معنی داری دارد ( $p < 0.05$ )؛ و فرضیه اصلی تأیید می گردد. به عبارت دیگر با افزایش درصد بیش اطمینانی بر مبنای مازاد سرمایه گذاری، ریسک سقوط قیمت سهام افزایش می یابد. شایان ذکر است که زمانی که متغیرهای چولگی منفی بازده سهام و نوسان پایین به بالا به عنوان متغیر وابسته در مدل قرار گرفت، ارتباط معنی داری بین فرا اطمینانی بر مبنای مازاد سرمایه گذاری با ریسک سقوط قیمت سهام مشاهده نگردید. در مورد متغیرهای کترلی نیز مشخص گردید که متغیر چولگی منفی بازده ماهانه تأثیر مثبت معنی داری بر ریسک سقوط قیمت سهام (متغیرهای چولگی منفی بازده سهام) دارند و انحراف معیار بازده ماهانه تأثیر مثبت معنی داری بر ریسک سقوط قیمت سهام زمانی که سیگمای حداکثری باشد دارد.

جدول شماره (۵) نتایج آزمون فرضیه پژوهش را با استفاده از سه معیار ریسک سقوط سهام و یک معیار فرا اطمینانی (بیش بینی سود) و به روش حداقل مربعات تعمیم یافته نشان می دهد.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه - الگوی حداقل مربعات

متغیرها	متغیر وابسته: LNCSKEW			متغیر وابسته: DUVOL			متغیر وابسته: EXTRA SIGMA		
	ضرب B	مقدار t	معناداری	ضرب B	مقدار t	معناداری	ضرب B	مقدار t	معناداری
C	-۰.۲۰	-۰.۴	۰.۶	-۰.۰۱	-۰.۱	۰.۹۸	۱.۴۰	۵.۴۸	۰.۰۰
PROFIT FORECAST <sub>t-1</sub>	۰.۱۲	۲.۶	۰.۰۷	۰.۰۶۳	۲.۵۷	۰.۰۱	۰.۰۶	۲.۳۹	۰.۰۱
NCSKEW <sub>t-1</sub>	۰.۰۸	۲.۴	۰.۰۱	۰.۰۲۵	۱.۳۹	۰.۱۶	۰.۰۴	۲.۱۱	۰.۰۳
SIGMA <sub>t-1</sub>	۱.۱۲	۱.۸۰	۰.۰۷	۰.۳۱	۰.۹۶	۰.۳۳	۰.۹	۲.۸۵	۰.۰۰۵
RET <sub>t-1</sub>	-۰.۸۰	-۰.۳۰	۰.۷۶	-۱.۰۶	-۰.۷	۰.۴۴	۱.۰۴	۰.۷۰	۰.۴۸
SIZE <sub>t-1</sub>	۰.۰۰۵	۰.۲۷	۰.۷۸	۰.۰۰۱	۰.۲۰	۰.۸۳	۰.۰۰۶	۰.۶۱	۰.۵۴
MB <sub>t-1</sub>	-۰.۰۰۳	-۰.۸۱	۰.۴۱	۰.۰۰۰۲	۰.۰۸	۰.۹۳	-۰.۰۰۱	-۰.۶۴	۰.۵۲
LEV <sub>t-1</sub>	۰.۱۲	۰.۸۰	۰.۴۲	-۰.۰۲۳	-۰.۲	۰.۷۸	۰.۱۰۷	۱.۱۹	۰.۲۳
ROA <sub>t-1</sub>	-۰.۰۸	-۰.۳۳	۰.۷۳	-۰.۱۶	-۱.۲	۰.۱۹	۰.۱۱۴	۰.۸۲	۰.۴۱
DTURN <sub>t-1</sub>	۱.۲۶	۱.۷۳	۰.۰۸	۰.۶۷	۱.۷۵	۰.۰۷	۰.۳۸۳	۰.۹۴	۰.۳۴
AEM <sub>t-1</sub>	۰.۰۴۴	۰.۲۶۰	۰.۷۹	۰.۰۰۵	۰.۰۶	۰.۹۵	-۰.۱۰	-۱.۱۱	۰.۲۶
R <sub>۲</sub>	۰.۳۷			۰.۳۰				۰.۳۶	
R <sub>۲</sub> تعدیل شده	۰.۲۵			۰.۱۸				۰.۲۵	
دوربین - واتسون	۲.۰۳۶			۲.۰۱۸				۱.۹۹۰	
آماره F	۳.۷۰۰			۲.۵۶۰				۳.۲۰۲	
سطح معناداری F	۰.۰۰۰			۰.۰۰۴				۰.۰۰۰	
معناداری f لیمر	۰.۱۶۳			۰.۱۶۶				۰.۵۰۶	
روش برازش مدل	داده‌های ترکیبی			داده‌های ترکیبی				داده‌های ترکیبی	
آزمون هاسمن	نیازی ندارد			نیازی ندارد				نیازی ندارد	

با توجه به سطح معناداری آماره F به دست آمده می توان نتیجه گرفت که کلیه مدل ها معنی دار است ( $p < 0.05$ ) و از اعتبار بالایی برخوردار است. زمانی که متغیر وابسته چولگی منفی بازده سهام، سیگمای حداکثری و نوسان پایین به بالا باشد، ضریب تعیین ( $R^2$ ) نشان می دهد به ترتیب ۳۷ و ۳۰ و ۳۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل و کنترلی قابل توضیح است به علاوه، عدد مربوط به آماره دوربین - واتسن در مدل های برآزش داده شده با این متغیرها، به ترتیب برابر ۲,۰۳، ۲,۰۱۸، ۱,۹۹ می باشد که نشان دهنده عدم وجود خطای خودهمبستگی در مدل هاست.

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۵، فرا اطمینانی مدیران ( بر مبنای سود پیش بینی شده) بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام، زمانی که متغیر وابسته (نوسان پایین به بالا و سیگمای حداکثری) باشد، تأثیر مثبت معنی داری دارد ( $p < 0.05$ )؛ و فرضیه اصلی تأیید می گردد. به عبارت دیگر با افزایش درصد بیش اطمینانی بر مبنای سود زمانی که متغیر وابسته سیگمای حداکثری و نوسان پایین به بالا باشد که نشان دهنده عدم پیش بینی صحیح سود در مدیران فرا اطمینان است و منجر به افزایش ریسک سقوط قیمت سهام می شود. در مورد متغیرهای کنترلی نیز مشخص گردید که متغیر چولگی منفی بازده ماهانه چولگی منفی بازده ماهانه تأثیر مثبت معنی داری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام زمانی که (متغیرهای چولگی منفی بازده سهام و سیگمای حداکثری باشد) دارد و انحراف معیار بازده ماهانه تأثیر مثبت معنی داری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام زمانی که سیگمای حداکثری باشد دارد.

### نتیجه گیری و بحث

در این پژوهش به بررسی رابطه فرا اطمینانی مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام بین ۷۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۴ پرداخته شد. برای این منظور از چهار متغیر ریسک سقوط قیمت سهام و سه شاخص فرا اطمینانی استفاده شد. یافته های پژوهش نشان می دهد بین دو شاخص از سه شاخص فرا اطمینانی و ریسک سقوط قیمت سهام ارتباط مستقیم و معناداری وجود دارد. (فرا اطمینانی بر مبنای سود پیش بینی سود بر ریسک سقوط قیمت سهام زمانی که متغیر وابسته نوسان پایین به بالا و سیگمای حداکثری باشد تأثیر مثبت و معناداری دارد و فرا اطمینانی مبتنی بر مازاد سرمایه گذاری بر ریسک سقوط قیمت سهام زمانی که متغیر وابسته سیگمای حداکثری باشد تأثیر مثبت و معناداری دارد).

این نتیجه مشابه با پژوهش کیم و همکاران (۲۰۱۵) و مالمندیر و میت (۲۰۰۸) است. به عبارت دیگر می توان گفت که پیش بینی های سود مدیران دارای انحراف خوش بینانه است، این نتایج مطابق مبانی نظری اطمینان بیش از حد است زیرا برخورداری از ویژگی اطمینان بیش از حد در مدیریت شرکت، سبب تخمین بیش از حد بازده و جریان های نقدی پروژه های سرمایه گذاری می شود در نتیجه این عملیات منجر به این می شود که تصویر واحد تجاری بهتر از وضعیت واقعی به نظر رسیده و انگیزه ی افراد برون سازمانی برای سرمایه گذاری در واحد تجاری افزایش یابد، زیرا استفاده کنندگان از صورت های مالی از سود پیش بینی شده به منظور ارزیابی قدرت سودآوری واحد تجاری تعیین ارزش جاری سهام یا ارزش کل شرکت، برآورد ریسک سرمایه گذاری در واحد تجاری، برآورد ریسک وام اعطایی به واحد تجاری و... استفاده می کنند و این انحراف خوش بینانه ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش می دهد.

یکی از پیامدهای ضمنی بیش اطمینان، عدم وجود آینده نگری واقعی است؛ بنابراین لازم است مدیران و تصمیم گیرندگان خود را در برابر بیش اطمینانی محافظت کرده و مشاوران مالی در این زمینه به آنها کمک کنند. به مدیران شرکت ها پیشنهاد می گردد، در صورت مشاهده انحراف مثبت سودهای پیش بینی شده در دوره های متوالی، اقدام به تجدید نظر در نحوه پیش بینی سود خود کنند.

با در نظر گرفتن نتایج پژوهش به سرمایه گذاران و به ویژه سهامداران عمده پیشنهاد می شود به منظور سلامت مالی سرمایه گذاری خود، با انتخاب نماینده ای در هیئت مدیره که با اعمال کنترل و نظارت فعالانه بر تصمیمات مدیریت از عوامل رفتاری همچون اطمینان بیش از حد مدیران که موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین آنها و سهامداران و از انباشته شدن اخبار بد جلوگیری می کند اقدام کنند و در نتیجه ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش دهند.

به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می شود، برای مشخص شدن ارزش واقعی شرکت ها، شفاف سازی اطلاعات آنها و درک بهتر عملکرد آنها، قوانین و مقرراتی را اتخاذ کنند که تا حد امکان شرکت های پذیرفته شده، به افشا دقیق اطلاعات صورت های مالی بپردازند تا در نهایت باعث کاهش تعارضات صورت گرفته به وسیله مدیران و سرمایه گذاران باشند؛ و توصیه می شود به وجود یک کمیته حسابرسی قوی در شرکت ها توجهی ویژه نشان دهد. چراکه وجود یک کمیته حسابرسی قوی می تواند پیامدهای منفی بیش اطمینانی مدیریت را کاهش دهد.

### پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

- پیشنهادهایی به پژوهشگران برای پژوهش‌های آتی به شرح ذیل ارائه می‌شود:
- بررسی تأثیر بیش اطمینانی بر روی عملکردهای غیرمالی شرکت‌ها همچون مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران
  - بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر روی فعالیت‌های پژوهش و توسعه و سرمایه‌گذاری در نوآوری‌ها در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران
  - بررسی تأثیر وجود کمیته حسابرسی بر بیش اطمینانی مدیریت
  - بررسی تأثیر نوع صنعت بر روابط بین بیش اطمینانی مدیریت و محافظه‌کاری حسابداری



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## منابع

- حساس یگانه، یحیی، حسنی القار، مسعود، مرفوع، محمد. (۱۳۹۴). بیش اطمینانی مدیریت و حق الزحمه حسابرسی، پژوهشنامه دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، دوره ۲۲، شماره ۳، پاییز ۱۳۹۴، ص ۳۸۴-۳۶۳
- دیانتی، زهرا؛ مهدی مراد زاده و سعید محمودی. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر سرمایه گذاران نهادی بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) ارزش سهام، فصلنامه دانش سرمایه گذاری، سال اول، شماره دوم، تابستان ۱۳۹۱.
- عرب صالحی، مهدی، هاشمی، مجید. (۱۳۹۴). تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر اجتناب مالیاتی، بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۲۲(۱)، صص. ۸۵-۱۰۴.
- فروغی، داریوش؛ امیری، هادی، و میرزایی، منوچهر (۱۳۹۰). تأثیر شفاف نبودن اطلاعات مالی بر ریسک آتی قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مجله پژوهش های حسابداری مالی، ش ۴، ص ۱۵.
- فروغی، داریوش، منوچهر میرزایی، امیر رسائیان. (۱۳۹۱). تأثیر فرار مالیاتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه مالیات، سال بیستم، شماره ۱۳ (پیاپی ۶۱)، بهار ۱۳۹۱، ص. ۷۱.
- فروغی، داریوش؛ نخبه فلاح، زهرا. (۱۳۹۳). تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر محافظه کاری شرطی و غیر شرطی. مجله پژوهش های حسابداری مالی، صص. ۴۴-۲۲.
- محمدی، داور، هاشم نیا، شهرام و مجید رحمانی. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر کوچ سهام بر صرف بازده سبد سهام. فصلنامه راهبرد مدیریت مالی، شماره ۱۵، صص. ۸۴-۶۷.
- وقفی، حسام و صالح نژاد، حسن. (۱۳۹۵). تأثیر پیش بینی سود توسط مدیریت بر ریسک و ارزش شرکت. فصلنامه راهبرد مدیریت مالی، دوره ۴، شماره ۱۲، صص. ۱۰۳-۱۲۴.
- Andreou, P.C., Antoniou, C., Horton, J., and Louca, C. (2013). "Corporate Governance and Firm-Specific Stock Price Crashes."
- Arabsalehi, m. hashemi, m. (2015). Managerial overconfidence and tax avoidance. Accounting & auditing review, 22(1), pp. 85 – 104. [In Persian]
- Bleck, A., Liu. X., (2007). Market Transparency and the Accounting Regime. Journal of Accounting Research, 45(2), pp. 229-56
- Ben-David, I., Graham, J.R., and Harvey, C.R. (2010). Managerial miscalibration, working paper, Duke University. 11 (4). pp. 7-12.
- Bradshaw, M. T., Hutton, A. P., Marcus, A. J., H. Tehranian (2010). "Opacity, Crashes, and the Option Smirk Curve." SSRN eLibrary



- Bouwman, C. (2014). Managerial Optimism and Earnings Smoothing. *Journal of Banking & Finance*, 41, pp. 283-303
- Baker, M., Ruback, R.S., Wurgler, J. (2007). Behavioral Corporate Finance: A Survey. In: *hmbv York*, pp. 145–186.
- Chyz, J., Gaertner, F., Kausar, A. & Watson, L. (2014). Overconfidence and Aggressive Corporate Tax Policy. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2408236>
- Chen, J., Hong, H., Stein, J. (2001). “Forecasting Crashes :Trading Volume, Past Returns, and Conditional Skewness in Stock Prices.” *Journal of Financial Economics*, 61, pp.345-381
- Campbell, T. C., Galleyer, M.; Johnson S.A., Rutherford, J., and Stanley, B.W.(2011). CEO Optimism and forced turnover. *Journal of Financial Economic.s* 11(9), pp. 6-7.
- Callen, J. L., and Fang, X. (2013). “Institutional Investor stability and Crash Risk: Monitoring or Expropriation?” *Journal of Banki ng & Finance*, 37(8), pp.3047–3063.
- Dianati deylami, z. moradzadeh m. mahmudi s. (2012). Institutional investment and stock price crash risk, *investment knowledge journal*, 1st year, no. 2(13); pp. 24-39 [in Persian]
- Duellman, S., Hurwitz, H. & Sun, Y. (2015). Managerial Overconfidence and Audit Fees. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(2), pp. 148-165.
- Froghi d., amiri h., mirzaiee m. (2011). Earning transparency and stock price crash risk. *Financial accounting research*, no. 4, pp: 15 -35. [In Persian]
- Heaton, J.B. (2002). Managerial Optimism and Corporate Finance. *Financial Mnbkvvagement*, 31(2), pp. 33–45.
- Hassasyeganeh, y. hasani alghar m. marfoue m. (2015). Managerial overconfidence and audit fee. *Tehran University, management faculty*, no. 22. Fall 2015. Pp. 363-384 [in Persian]
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). “Opaque financial reports and the distribution of stock returns.” *Journal of Financial Economics*, 94(1), pp.67-86.
- Hong, H. & Stein, J. C. (2003). Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes. *The Review of Financial Studies*, 16, pp.487-525.
- Jin, L. and S. C. Myers. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of financial Economics*, 79(2), pp.257-292.
- Kim, J. B. & Liandong Zhang. (2010). Does accounting conservatism reduce stock price crash risk? Retrieved from <http://www.Ssrn.Com>.
- Kim, J. B., Wang, Z., Zhang, L. (2015). CEO Overconfidence and Stock Price CrashRisk, Working Paper, Availble: <Http://ssrn.com/abstract=2331189>

- Khan, M. And Watts, R. L. (2009). "Estimation and Empirical Properties of a FirmYear Measure of Accounting Conservatism." *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 48, pp. 132-150
- Malmendier, U. and Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *European Financial Management*, 11(5), pp.649-659.
- Mohammadi d., hashemnia sh., rahmani m. (2017). Stock switch effect on stock premium return. *Financial management strategy journal*. 4(15), pp: 67-84 [in Persian]
- Schrand, C.M., Zechman, S.L.C. (2012). Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Financial Misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2). pp.311-329.
- Vaghfi h., salehnejad h. (2016). management Earning forecast effect on risk and firm value. *Financial management strategy journal*, 4(12). pp.103 – 124. [In Persian]

