

## تأثیر بیش‌اعتمادی مدیریت و ریسک سیستماتیک بر ادراک سرمایه‌گذاران

علیرضا کلهر<sup>۱</sup>، هدی همتی<sup>۲</sup>

۱. کارشناس ارشد حسابداری، گروه حسابداری، واحد رودهن، دانشگاه آزاد اسلامی، رودهن، ایران

Alirezakalhor90@gmail.com

۲. استادیار و عضو هیأت علمی، گروه حسابداری، واحد رودهن، دانشگاه آزاد اسلامی، رودهن، ایران (نویسنده مسئول)

Hemmati.hoda@gmail.com

### چکیده

هدف این پژوهش بررسی تأثیر بیش‌اعتمادی مدیریت و ریسک سیستماتیک بر ادراک سرمایه‌گذاران می‌باشد. روش پژوهش حاضر، از نظر هدف، از نوع کاربردی و از لحاظ روش، از نوع همبستگی تحلیلی رگرسیون بود. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و برای انتخاب نمونه، از روش غربال‌گری استفاده شد. تعداد نمونه ۱۱۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی بازه زمانی بین سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ در نظر گرفته شد. در این پژوهش، داده‌های موردنیاز برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از صورت‌های مالی سالانه شرکت‌ها (سایت کدال) و وب‌سایت سازمان بورس اوراق بهادار، استخراج شد. فرضیه‌های مربوطه از روش رگرسیون چند متغیره پانل مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان داد که بیش‌اعتمادی مدیریت، تأثیر مثبت و معناداری بر ادراک سرمایه‌گذاران دارد. هم‌چنین نتایج پژوهش بیان‌گر رابطه مثبت و معنادار بین ریسک سیستماتیک و ادراک سرمایه‌گذاران بود.

**واژگان کلیدی:** بیش‌اعتمادی مدیریت، ادراک سرمایه‌گذاران، هزینه سرمایه، ریسک سیستماتیک.

## ۱. مقدمه

یکی از مهم‌ترین و دائمی‌ترین تصمیمات اقتصادی شرکت، تعیین سطح و ترکیب سرمایه‌گذاری آن می‌باشد. تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت مالی هر شرکت، ترکیب و نوع دارایی‌های آن شرکت را تعیین می‌کند. دلیل اصلی مطالعه سرمایه‌گذاری آن است که نوسانات سرمایه‌گذاری به شناخت چرخه کسب و کار کمک می‌کند. دلیل دیگر آن است که سطح مخارج سرمایه‌گذاری می‌تواند به‌طور چشم‌گیری تحت تأثیر سیاست‌های مالی قرار گیرد. میزان بهره بالا به سبب سیاست پولی انقباضی با سیاست‌های مالی انبساطی از مخارج سرمایه‌گذاری می‌کاهد و سیاست‌هایی که میزان بهره را کاهش می‌دهند یا انگیزه‌های مالیاتی برای سرمایه‌گذاری به وجود می‌آورند، می‌توانند بر مخارج سرمایه‌گذاری بی‌افزایند. اولین مدل‌های نظری سرمایه‌گذاری بر تقاضای شرکت برای سرمایه‌گذاری به وجود می‌آورند، در این مدل‌ها، در مورد سطح مطلوب سرمایه برای هر دوره تصمیم‌گیری می‌گردد و سپس سطح سرمایه واقعی تا سطح مطلوب تعدیل می‌گردد. سطح سرمایه موجود، سهم سرمایه فعلی شرکت را شکل می‌دهد و سطح سرمایه مطلوب، سطح سرمایه‌ای است که شرکت قصد دارد به آن سطح برسد (حسینی و ذیقمی، ۱۳۹۴).

مدیران سازمان به‌عنوان تصمیم‌سازان حیاتی آن، در معرض تورش‌های شناختی و رفتارهای غیرعقلایی قرار دارند. این موضوع باعث می‌گردد که عملکرد مدیران و به تبع آن عملکرد سازمان‌ها کاهش یابد. شناخت رفتارهای غیرعقلایی و تورش‌های روان‌شناختی و اثرات آن‌ها بر عملکرد مدیران و سازمان‌ها، یکی از مباحث مطالعاتی است که بسیار مورد توجه پژوهش‌گران در سال‌های اخیر بوده است. رفتار غیرعقلایی در ادبیات مالی رفتاری در نقطه مقابل عقلایی بودن در مالی کلاسیک قرار نمی‌گیرد، بلکه منظور از رفتار غیرعقلایی، رفتاری است که با ویژگی‌های عقلایی تعریف شده مالی کلاسیک به‌طور کامل انطباق ندارد یا از آن فاصله می‌گیرد (پامیان، ۲۰۰۶). این که افراد هنگام تصمیم‌گیری دارای تورش‌های شناختی بوده و نمی‌توانند کاملاً عقلایی تصمیم‌گیری نمایند، موضوع اصلی مالی رفتاری می‌باشد. یکی از تورش‌های مهم شناختی، بیش اطمینانی می‌باشد. مطالعات مختلف نشان داده که افراد حرفه‌ای و مشاغلی که نیاز به تصمیم‌گیری دارند بیش از دیگران در معرض این تورش قرار دارند، مدیریت ارشد سازمان‌های انتفاعی را می‌توان یکی از این مشاغل دانست. فرض بر این است که مدیران تصمیمات خود را به‌صورت عقلایی اخذ می‌کنند و به دنبال خلق ارزش بیش‌تر برای سهامداران خود هستند؛ اما همیشه این‌گونه نیست. تلاش بسیار زیادی برای به اجرا در آوردن آن‌ها می‌نمایند، به‌طوری که ارزش‌گذاری بازار را نادیده گرفته و گمان بر پرهزینه بودن تأمین مالی خارجی دارند. در نتیجه تمام وجوه نقد حاصل از فعالیت شرکت را در طرح‌هایی که به گمان خودشان سودآور است، سرمایه‌گذاری می‌نمایند. پیامد این عمل کاهش ارزش شرکت و زیان سهامداران است. بیش اطمینانی یا اعتماد بیش از حد به خود در بیان کلی می‌تواند در یک اعتماد بی‌اساس در مورد توانایی‌های شناختی، قضاوت‌ها و استدلال شهودی فرد خلاصه شود. مدیران بیش اعتماد با عدم سرمایه‌گذاری درست، استفاده بیش از حد از وجوه نقد شرکت و عدم تقسیم آن، هزینه‌های زیادی را بر سهامداران تحمیل می‌کنند (حسینی و ذیقمی، ۱۳۹۴).

طی چندین دهه، عقلانیت کامل سرمایه‌گذاران، فرضیه اصلی بسیاری از تحقیقات دانشگاهی به‌شمار می‌رفت (چاندر و کومار، ۲۰۱۱). در نظریات کلاسیک، رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه بر مبنای نظریه مطلوبیت اقتصادی تفسیر می‌شد (نلسون و همکاران، ۲۰۰۸). از طرفی سیر تحول تئوری‌های مالی و سرمایه‌گذاری به زعم اندیشمندانی چون "رابرت هاگن" به‌سمتی است که پارادایم حاکم را مالی نوین دانسته و ناکارایی بازار را ناشی از رفتارهای غیرعقلایی سرمایه‌گذاران

بیان می کنند؛ که در واقع همان مالی و سرمایه گذاری رفتاری می باشد. لذا برخلاف پارادایم رایج در نظریه کلاسیک مالی، که بیان می کند تصمیم گیرندگان دارای رفتار کاملاً عقلایی بوده و در پی حداکثرسازی منفعت خود هستند، مطالعات صورت پذیرفته در حوزه مالی رفتاری نشان می دهند تصمیم گیری انسانی، یک فرایند کاملاً عقلایی و با توجه به تمامی اطلاعات نیست، بلکه تصمیم گیرنده میان بره‌های ذهنی را در این فرآیند به کار می گیرد که ممکن است به تصمیماتی غیر بهینه نیز منجر شود و این مسئله اهمیت پژوهش در این خصوص را بیش تر و بیش تر می نماید. مرور مطالعات نشان می دهد که عوامل گوناگونی در ادراک ریسک و تصمیمات سرمایه گذاران دخیل اند که از آن جمله می توان عوامل فردی، شرکتی، جمعیت شناختی، سیاسی، اقتصادی و عوامل تقویمی را نام برد که می توان به دو دسته رفتاری و اقتصادی دسته بندی نمود؛ البته عوامل اقتصادی، خود مؤثر بر عوامل رفتاری می باشند.

بیش اطمینانی در زندگی روزمره به دفعات اتفاق می افتد و در نتیجه، در تصمیم های سرمایه گذاری نیز رد پای آن مشاهده می شود. افراد در مورد صحت قضاوت شان بیش اطمینانی داشته و به سختی ممکن است امکان اشتباه در قضاوت شان را در نظر بگیرند. تحلیل گران مالی پس از ارائه گزارش خود به همین علت به سختی از نظر اول خود باز می گردند، حتی زمانی که اطلاعات بیش تری به دست آورده اند و اطلاعات جدید قضاوت قبلی آن ها را تحت الشعاع قرار می دهد. به عنوان مثال اگر قضاوت فردی در واقع به احتمال ۱۱٪ درست باشد، وی احتمال صحت قضاوتش را بیش از ۹۵ درصد می داند (سعیدی، ۱۳۹۰). اطمینان بیش از اندازه مدیران این است که آن ها تخمین بیش از حدی را جمع به جریان های نقدی و سودآوری آتی واحدهای تجاری داشته باشند. این امر ممکن است باعث ایجاد سردرگمی در انتخاب روش های تأمین مالی توسط مدیران شود؛ به گونه ای که مدیران همواره تصور می کنند که شرکت های آن ها کم تر از واقع ارزش گذاری شده اند. پژوهش های اخیر نشان می دهد که برخی از صفات مدیران بر روی سیاست های شرکت ها تأثیر گذار است (بن دیویدو همکاران، ۲۰۱۳). اعتماد به نفس بیش از حد مدیران باعث می شود که به صورت سیستماتیک احتمال بالا بودن نتایج خوب را از تصمیمات بد و بلعکس را بالا تصور کنند (هیتون، ۲۰۰۲).

بیش اعتمادی (خوش بینی) مدیران ناشی از ارزیابی بیش از حد بازده آتی شرکت از پروژه های سرمایه گذاری می باشد. (هیتون، ۲۰۰۲؛ مالمندیر و تیت، ۲۰۰۵). در پژوهش های گذشته در این حوزه اثرات بیش اعتمادی در سرمایه گذاری، تأمین مالی و سیاست تقسیم سود مورد بررسی قرار گرفته است (کوردیرو، ۲۰۰۹؛ دشماخ و همکاران، ۲۰۱۳). در مبنای نظری، مدیران بیش اعتماد به عنوان مدیرانی که به طور منظم بازده های آتی از پروژه های شرکت و یا احتمالات اثرات مطلوب جریانات نقدی شرکت خود را بیش از حد و از طرف دیگر احتمال و اثر رویدادهای منفی مؤثر بر جریانات نقدی شرکت خود را کم تر از حد واقع برآورد می کنند، شناخته می شوند (هیتون، ۲۰۰۲، مالمندیر و تیت، ۲۰۰۵). با توجه به مطالب ذکر شده در بالا، انتظار می رود که با بیش اعتمادی مدیریت، ادراک سرمایه گذاران از ریسک تغییر یابد. در نتیجه این پژوهش به دنبال پاسخ به این پرسش می باشد که بیش اعتمادی مدیریت و ریسک سیستماتیک چه تأثیری بر ادراک سرمایه گذاران خواهد داشت؟

## ۲. پیشینه پژوهش

براون و کلیف (۲۰۰۴)، پی بردند که احساسات بالا ممکن است انتظار سرمایه گذاران را نسبت به جریان های نقدی آتی تغییر دهد و از این رو بر قیمت سهام تأثیر بگذارد.

بیکر و وارگلر (۲۰۰۷)، پی بردند که احساسات می‌تواند بر قیمت سهام از طریق تغییر ریسک پیش‌بینی شده سرمایه‌گذاران تأثیر بگذارد.

کیم و نوفسینگر (۲۰۰۸)، به بررسی رابطه بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت و نااطمینانی تورم بر سرمایه‌گذاری بیش از حد پرداخته و به این نتیجه دست یافتند که بین نااطمینانی تورم و سرمایه‌گذاری بیش از حد، رابطه معکوس و معناداری وجود دارد؛ این در صورتی است که بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت و سرمایه‌گذاری بیش از حد، رابطه مثبتی و معناداری وجود دارد.

احمد و دالمن (۲۰۱۲)، در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که مدیران بیش اعتماد، بازده سرمایه‌گذاری خود را بیش از واقع نشان می‌دهند، این موضوع دلالت بر این دارد که مدیران، زیان را با تأخیر شناسایی و به‌طور معمول از حسابداری محافظه کارانه کم‌تری استفاده می‌نمایند. گذشته از این، نظارت برون سازمانی کمک می‌کند اثرات آنرا کاهش دهد. آن‌ها با اندازه‌گیری دو حالت محافظه کارانه و غیرمحافظه کارانه به این نتیجه رسیده‌اند که شواهد قوی در خصوص ارتباط منفی بین بیش‌اعتمادی مدیران و محافظه‌کاری در حسابداری وجود دارد که نظارت برون سازمانی اثرات آن را کاهش نمی‌دهد.

هریبار و مک‌نیز (۲۰۱۲)، به این نتیجه رسیده‌اند که یک رابطه مثبت بین حق‌الزحمه حسابرسی و بیش‌اعتمادی مدیرعامل وجود دارد و هم‌چنین یک ارتباط منفی معنی‌دار بین بیش‌اعتمادی مدیرعامل و رتبه‌بندی اعتباری وجود دارد به این گونه که بیش‌اعتمادی مدیرعامل به هزینه‌های نمایندگی بالاتر از بدهی و ریسک اعتباری بالا مربوط است.

بن‌دیوید و همکاران (۲۰۱۳)، در پژوهش خود در ارتباط با تأثیر سیاست‌های شرکت‌ها با بیش‌اعتمادی مدیران به این نتیجه دست یافته‌اند که شرکت‌هایی که دارای مدیران بیش‌اعتمادی هستند از نرخ تخفیفات پایین‌تر نسبت به ارزش جریان‌ات نقدی، و سرمایه‌گذاری بیش‌تر، استفاده بیش‌تر از بدهی و احتمال کم‌تر پرداخت سود نقدی، و احتمال بیش‌تر بازخرید سهام استفاده می‌کنند.

تعداد زیادی از مطالعات بیان کرده‌اند که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران ممکن است بر روی قیمت سهام تأثیر داشته باشد؛ به‌طور مثال، ژو و نیو (۲۰۱۶)، در پژوهشی در کشور چین، به این نتیجه رسیدند که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، رشد عایدات مورد انتظار و نرخ بازده مورد توقع را تغییر می‌دهد؛ هر چند این تأثیر در دوره بدبینی و خوش‌بینی سرمایه‌گذاران متفاوت است. هم‌چنین نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران به‌همراه اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام، تأثیر معنی‌داری می‌گذارد.

لی‌لی و همکاران (۲۰۱۸)، به بررسی اثر بیش‌اعتمادی مدیران بر هزینه سرمایه پرداختند. نتایج آن‌ها نشان داد که ارتباط بین بیش‌اعتمادی مدیران و هزینه سرمایه‌ای یک رابطه غیرخطی است. نتایج اصلی این مطالعه بر اثر غیرخطی بیش‌اعتمادی مدیران بر هزینه سرمایه تأکید می‌کند.

در ایران نیز، حیدری (۱۳۹۳)، به بررسی تأثیر عامل رفتاری اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر چسبندگی هزینه با نقش تعدیلی عوامل اقتصادی و عوامل مبتنی بر نظریه نمایندگی در آن پرداخت. وی برای آزمون فرضیه‌ها از مدل بسط یافته اندرسون در پنج حالت استفاده نمود، در مدل اولیه، بدون در نظر گرفتن متغیرهای اقتصادی، متغیرهای مبتنی بر نظریه نمایندگی، اثرات ثابت زمانی و اثرات ثابت صنعت، فقط به بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر چسبندگی هزینه‌های توزیع، فروش و اداری پرداخته شد. سپس به ترتیب متغیرهای مذکور در مدل وارد شده و تأثیر آن‌ها بر نتایج

مدل مشاهده شد. مطابق یافته‌ها، تأثیر متغیر اعتماد به نفس مدیریت بر چسبندگی هزینه‌های توزیع، فروش و اداری، در مدل اول از ۷۶ درصد به ۶۲/۷ درصد در مدل پنجم کاهش یافت. این موضوع نشان داد عامل رفتاری اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت، موجب افزایش چسبندگی هزینه‌ها می‌شود.

فیاضی و همکاران (۱۳۹۳)، در پژوهش خود به بررسی ارتباط میان شاخص واکنش رفتاری سرمایه‌گذاران با هریک از شاخص‌های قیمت کل، قیمت و بازده نقدی، صنعت و مالی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این راستا شاخصی بر مبنای داده‌های در دسترس برای اندازه‌گیری واکنش رفتاری سرمایه‌گذاران در برخورد با ریسک در بازه زمانی ۱۴۲ ماهه (۱۳۸۰-۱۳۹۲) در بازار سهام ایران استفاده شده است. نتایج این پژوهش بر وجود رابطه آماری مثبت و معنی‌دار میان شاخص واکنش رفتاری سرمایه‌گذاران با شاخص‌های بورسی صحنه گذاشت و هم‌چنین با استفاده از آزمون علیت گرنجر نشان داده شده که رابطه علیت دوطرفه‌ای میان شاخص واکنش رفتاری سرمایه‌گذاران با شاخص‌های بورسی برقرار می‌باشد.

عسگری و همکاران (۱۳۹۴)، از مدل "لن و پلسن"، برای تعیین جریان‌های نقد آزاد واحد تجاری، جهت اندازه‌گیری گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران از شاخص گرایش‌های احساسی بازار سرمایه (EMSI)، و در خصوص اقلام تعهدی اختیاری از مدل جونز (۱۹۹۹) استفاده نمودند. نتیجه آن‌ها نشان داد که گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر رابطه بین اقلام تعهدی اختیاری و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

علی‌نژاد سارو کلائی و همکاران (۱۳۹۷)، مقوله سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را با در نظر گرفتن عامل نوسانات تورم و هم‌چنین تأثیر بیش‌اعتمادی مدیران بر شدت یا ضعف این رابطه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد نوسانات تورم بر بیش سرمایه‌گذاری تأثیر ندارد. هم‌چنین بیش‌اعتمادی مدیران تأثیر مستقیم و معنی‌داری بر بیش سرمایه‌گذاری داشته و از طرف دیگر بیش‌اعتمادی مدیران به عنوان عاملی تأثیرگذار در ارتباط بین نوسانات تورم و بیش سرمایه‌گذاری می‌باشد.

### ۳. فرضیه‌های پژوهش

بر اساس مبانی نظری مطرح شده، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر ارائه گردیدند:  
فرضیه اول: بیش‌اعتمادی مدیرعامل، تأثیر معنی‌داری بر ادراک سرمایه‌گذاران دارد.  
فرضیه دوم: ریسک سیستماتیک، تأثیر معنی‌داری بر ادراک سرمایه‌گذاران دارد.

### ۴. روش پژوهش و جامعه آماری

این پژوهش از جنبه هدف، از نوع پژوهش‌های کاربردی به‌شمار می‌رود، زیرا نتایج حاصل از آن می‌تواند در تصمیمات مدیران و سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار گیرد. هم‌چنین از بُعد نحوه استنباط در خصوص فرضیه‌های پژوهش، در گروه پژوهش‌های توصیفی-همبستگی قرار می‌گیرد، زیرا جهت کشف روابط بین متغیرهای پژوهش، از تکنیک‌های رگرسیون و همبستگی استفاده شده است که به این ترتیب، از نظر استدلالی، استدلال استقرایی است. روش انجام این پژوهش از نوع توصیفی-تحلیلی و تحلیل رگرسیون پانل اثرات ثابت یا تصادفی است.

لازم به ذکر است که به منظور گردآوری داده‌ها، از مراجعه مستقیم به منبع اصلی آن‌ها (صورت‌های مالی، گزارش‌ها و نرم‌افزار ره‌آورد نوین) استفاده شده و برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. لازم به ذکر است در این مطالعه برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار ۹ Eviews بهره گرفته شده است. جامعه پژوهش شامل شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ بوده که شروط ذیل بر روی آن‌ها اعمال شده است تا جامعه آماری غربال شده به دست آید:

#### جدول ۱. معیارهای غربالگری جهت دستیابی به نمونه نهایی

۶۷۲	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده تا پایان سال ۱۳۹۶	
(۲۲۴)	شرکت‌هایی که بعد از سال ۱۳۹۰ وارد بورس شده‌اند	۱
(۶۱)	شرکت‌های مالی، سرمایه‌گذاری، لیزینگ و بیمه‌ها	۲
(۱۱۲)	شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها غیر از ۱۲/۲۹ می‌باشد	۳
(۱۲)	شرکت‌هایی که در طی دوره زمانی پژوهش سال مالی خود را تغییر داده‌اند	۴
(۵۱)	شرکت‌های ورشکسته	۵
(۹۴)	شرکت‌هایی که وقفه معاملاتی بیش از ۳ ماه داشته باشند	۶
۱۱۸	تعداد شرکت‌های نهایی جامعه آماری	

بدین ترتیب ۱۱۸ شرکت به عنوان جامعه آماری غربال شده، جهت بررسی و آزمون فرضیه پژوهش انتخاب گردیدند.

#### ۱.۴. مدل و متغیرهای مورد مطالعه

مدل پژوهش جهت آزمون فرضیات به شرح زیر می‌باشد:

$$R_{avg} = \beta_0 + \beta_1 OCFACOR + \beta_2 BETA + \beta_3 OCFACOR^2 + \beta_4 LNMV + \beta_5 MTB + \beta_6 LEV + \beta_7 STDDEV + \beta_8 EGROWTH + \varepsilon_{it}$$

نحوه اندازه‌گیری هر یک از متغیرها در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲. نحوه اندازه‌گیری متغیرها

منبع گردآوری	داده‌های مورد نیاز	شیوه محاسبه	نوع متغیر	نام متغیر
سایت فناوری اطلاعات بورس، نرم‌افزار رهاورد نوین، صورت‌های مالی، سایت کدال	در این معادله‌ها $EPS$ سود خالص هر سهم، $P_t$ قیمت سهام $r_{ft}$ نرخ بهره بدون ریسک (نرخ بهره مصوب بانک مرکزی) و $DPS$ سود تقسیمی به ازای هر سهم است.	<p>در این مدل <math>R_{avg}</math> حداقل بازده مورد انتظار سهامداران است که به منظور محاسبه آن میانگین چهار متغیر <math>R_{mpeg,t}</math>، <math>R_{ct,t}</math>، <math>R_{peg,t}</math>، <math>R_{gm,t}</math> که نشان دهنده ادراک سرمایه‌گذاران و متغیر وابسته پژوهش است. این متغیر از رابطه زیر به دست می‌آید:</p> $R_{gm,t} = a_t + \sqrt{a_t^2 + \left(\frac{EPS_{t+1}}{P_t}\right) (g_t - (r_{ft} - 0.15))}$ $R_{peg,t} = \sqrt{\frac{EPS_{t+2} - EPS_{t+1}}{P_t}}$ $P_t = \frac{(EPS_{t+2} + R_{mpeg,t}DPS_{t-1} - EPS_{t+1})}{R_{mpeg,t}^2}$ <p>برای محاسبه <math>a_t</math> از رابطه زیر استفاده می‌شود:</p> $\alpha_t = 0.5 \left( (r_{ft} - 0.15) + \frac{DPS_t}{P_t} \right)$ <p>برای محاسبه <math>g_t</math> از رابطه زیر استفاده می‌شود:</p> $g_t = \frac{(EPS_{t+2} - EPS_{t+1})}{EPS_{t+1}}$	وابسته	ادراک سرمایه‌گذاران که برای محاسبه آن از متغیر حداقل بازده مورد انتظار استفاده می‌شود. ( $R_{avg}$ )
نرم‌افزار رهاورد نوین، صورت‌های مالی، سایت کدال	دارایی، فروش	<p>متغیر بیش‌اعتمادی مدیریت بوده و برای محاسبه آن از روش احمد و دوئلمن (۲۰۱۳)، استفاده شده و نحوه محاسبه آن به قرار زیر است:</p> $TAG = \alpha_0 + \alpha_i SG + \varepsilon_i$ <p>TAG: رشد جمع دارایی‌های سال جاری در مقایسه با سال قبل در هر شرکت</p> <p>SG: فروش سال جاری نسبت به سال قبل در هر شرکت</p> <p><math>\varepsilon_i</math>: خطای مدل که نشان دهنده بیش‌اعتمادی مقادیر می‌باشد.</p>	مستقل	بیش‌اعتمادی مدیرعامل ( $OCFactor$ )
سایت فناوری اطلاعات بورس، نرم‌افزار رهاورد نوین، صورت‌های مالی، سایت کدال	بازده سهام، بازده بازار، نرخ بهره بانکی	محاسبه شده توسط مدل capm	مستقل	بتا (ریسک سیستماتیک) ( $BETA$ )

نام متغیر	نوع متغیر	شیوه محاسبه	داده‌های مورد نیاز	منبع گردآوری
ارزش بازار سهام <i>LNMV</i>	کنترلی	لگاریتم طبیعی ضرب تعداد سهام شرکت در قیمت سهام در پایان سال مالی	قیمت سهام، تعداد سهام منتشر شده	سایت فناوری اطلاعات بورس، نرم‌افزار رهاورد نوین
ارزش بازار به دفتری <i>(MTB)</i>	کنترلی	تقسیم ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام (ضرب تعداد سهام در قیمت سهام) تقسیم بر ارزش دفتری آن	ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، قیمت سهام، تعداد سهام منتشر شده	سایت فناوری اطلاعات بورس، نرم‌افزار رهاورد نوین، صورت‌های مالی، سایت کدال
اهرم مالی <i>(LEV)</i>	کنترلی	نسبت بدهی کل به ارزش دفتری دارایی‌ها	بدهی کل، ارزش دفتری دارایی کل	نرم‌افزار رهاورد نوین، صورت‌های مالی، سایت کدال
انحراف معیار فروش <i>(STDDEV)</i>	کنترلی	انحراف معیار فروش خالص طی سه دوره مالی	فروش شرکت	نرم‌افزار رهاورد نوین، صورت‌های مالی، سایت کدال
نرخ رشد فروش <i>(EGROWTH)</i>	کنترلی	تغییرات فروش بین دو دوره مالی	فروش شرکت	نرم‌افزار رهاورد نوین، صورت‌های مالی، سایت کدال

همچنین علت استفاده از تأثیر بیش‌اعتمادی مدیریت در قالب مربعات (توان دوم متغیر) در قسمت  $\beta_3$  مدل، یکسان نشان دادن انحراف از میانگین صفر برای متغیر پسماند (به عبارت دیگر بیش‌اعتمادی چه در زمان افزایش و چه کاهش باید به یک اندازه مورد توجه قرار گیرد) و از سوی دیگر خطی نبودن متغیر در مدل می باشد.

## ۵. یافته‌های پژوهش

### ۵.۱. آمار توصیفی

آمار توصیفی داده‌های پژوهش به شرح جدول ۳ می باشد.

همان گونه که در جدول ۳ مشاهده می شود میانگین متغیر حداقل بازده مورد انتظار برابر با ۰/۰۳۴ بوده که به این معناست که حداقل بازده مورد انتظار سرمایه گذاران در شرکت‌های مورد بررسی، به طور متوسط ۳/۴ درصد است. میانگین متغیر اهرم مالی برابر با ۰/۶۱۶ است. یعنی در شرکت‌های مورد بررسی، به طور متوسط حدود ۶۲ درصد دارایی‌های شرکت از



محل بدهی‌ها تأمین شده‌اند. میانگین نرخ رشد فروش برابر با ۰/۱۹۱ است که این مقدار بیانگر این مطلب است که شرکت-های مورد مطالعه، بطور متوسط ۱۹ درصد در هر سال نسبت به سال قبل، رشد فروش داشته‌اند. به منظور بررسی نرمال بودن داده‌های پژوهش آزمون جارک برا در جدول ۴ گزارش شده است. از سوی دیگر در خصوص مقدار چولگی و کشیدگی، در صورتی که مقدار آن در محدوده (۲و۲-) باشد نشان دهنده نرمال بوده توزیع داده‌ها هست. همان‌طور که مشاهده می‌شود تنها متغیر وابسته پژوهش در این محدوده واقع شده است و سایر متغیرها از توزیع نرمال برخوردار نبوده‌اند.

جدول ۳. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	حداقل بازده مورد انتظار	بیش‌اعتمادی مدیرعامل	ارزش بازار سهام	ارزش بازار به دفتری	ضریب بتا	اهرم مالی	نرخ رشد فروش	انحراف معیار فروش
میانگین	۰/۰۳۴	۰/۰۱۴	۱۳/۹۸۰	۳/۵۴۵	۰/۶۹۸	۰/۶۱۶	۰/۱۹۱	۱۱/۸۸۷
میانه	۰/۰۲۰	۰/۰۰۷	۱۳/۸۳۳	۲/۶۳۷	۰/۶۱۷	۰/۶۲۴	۰/۱۶۲	۱۱/۹۱۶
حداکثر	۰/۲۴۲	۰/۴۶۶	۱۸/۴۳۵	۴۰/۱۹۷	۳/۶۳۷	۰/۹۸۵	۲/۴۴۹	۱۷/۶۳۷
حداقل	-۰/۱۲۹	-۰/۴۵۳	۱۰/۰۲۶	-۳/۴۲۶	-۱/۹۲۰	۰/۰۹۰	-۰/۷۳۶	۶/۶۰۶
انحراف معیار	۰/۰۵۵	۰/۱۴۱	۱/۳۷۷	۳/۵۱۷	۰/۹۴۶	۰/۲۱۸	۰/۴۰۶	۱/۵۵۶
چولگی	۰/۸۶۱	۰/۲۷۰	۰/۴۹۰	۴/۱۸۱	۰/۲۵۴	۰/۶۴۰	۱/۶۳۹	۰/۲۶۱
کشیدگی	۱/۰۲۷	۰/۹۴۸	۳/۷۳۷	۳۳/۷۶	۳/۱۹۷	۵/۷۲	۹/۴۱	۳/۸۷
تعداد مشاهده	۷۰۸	۷۰۸	۷۰۸	۷۰۸	۷۰۸	۷۰۸	۷۰۸	۷۰۸

### ۲,۵. آزمون توزیع متغیرها

یکی از شروط لازم جهت استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون در آزمون فرضیه‌های پژوهش، نرمال بودن توزیع متغیر وابسته است که در این پژوهش برای آزمون توزیع متغیرهای پژوهش و آزمون نرمال بودن توزیع متغیر وابسته پژوهش از آماره جارک برا (Jarque-Bera) استفاده شده و نتایج آن در جدول ۴ نشان داده شده است.

جدول ۴. توزیع متغیر وابسته

ارزش احتمال	آزمون جارک برا	حداقل بازده مورد انتظار
۰/۳۶۶	۱/۰۸۵	بیش‌اعتمادی مدیرعامل
۰/۰۰۰	۳۲/۱۳۸	ارزش بازار سهام
۰/۰۰۰	۴۰/۵۹۴	ارزش بازار به دفتری
۰/۰۰۰	۲۷۴۰۵/۵۰	ضریب بتا
۰/۰۱۷	۸/۰۵۵	

ارزش احتمال	آزمون جارک برا	
۰/۰۰۰	۲۴۴/۲۸	اهرم مالی
۰/۰۰۰	۱۳۹۸/۹۴	نرخ رشد فروش
۰/۰۰۰	۲۸/۱۶۴	انحراف معیار فروش

با توجه به آماره جارک برا برای متغیر وابسته در جدول ۴ و سطح معنی داری آن که بیش تر از ۵ درصد است، توزیع متغیر وابسته (حداقل بازده مورد انتظار) پژوهش نرمال است. اما باقی متغیرها دارای آماره کم تر از ۵٪ می باشند که توزیع آن ها نرمال نیست، گرچه با توجه به قضیه حد مرکزی، می توان این موضوع را نادیده گرفت.

### ۳,۵. همبستگی متغیرهای پژوهش

اساسی ترین و در عین حال مقدماتی ترین روشی که در پژوهش های پیش بینی به کار می رود، تعیین ضریب همبستگی بین متغیرهای پیش بینی کننده (مستقل و کنترلی) و متغیر وابسته (پیش بینی شونده) است. با توجه به اینکه مقیاس ها فاصله ای می باشند از آزمون همبستگی پیرسون استفاده شده است. در این جدول عدد اول از بالا نشان دهنده میزان همبستگی و عدد دوم نشان دهنده ارزش احتمال است. نتایج در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول شماره ۵. ماتریس ضرایب همبستگی پیرسون

حداقل بازده مورد انتظار	بیش اعتمادی مدیرعامل	ارزش بازار سهام	ارزش بازار به دفتری	ضریب بتا	اهرم مالی	نرخ رشد فروش	انحراف معیار فروش
1.000000							
-----							
	1.000000						
	-----						
		1.000000					
		-----					
			1.000000				
			-----				
				1.000000			
				-----			
					1.000000		
					-----		
						1.000000	
						-----	
							1.000000
							-----

#### ۴,۵. بررسی ناهمسانی واریانس

برای بررسی وجود ناهمسانی واریانس جملات اخلال از آزمون وایت برای مدل استفاده شده است. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس وایت LR به شرح جدول ۶ می باشد.

جدول ۶. نتایج آزمون ناهمسانی

شرح	مقدار آماره	ارزش احتمال	نتیجه
LR	۱۸۶/۱۹۵۸	۰/۰۰۰۱	ناهمسانی واریانس

همانطور که در جدول ۶ مشاهده می شود ارزش احتمال آماره از ۵٪ کم تر بوده و از این رو ناهمسانی واریانس در مدل مشاهده می شود و برای آزمون مدل پژوهش، نیاز به استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته یا EGLS است.

#### ۵,۵. آزمون معنی دار بودن روش اثرات ثابت

برای آزمون معنی دار بودن روش اثرات ثابت باید از دو آزمون آماره F لیمر و هاسمن استفاده نمود. نتایج آزمون F لیمر به قرار جدول ۷ است.

جدول ۷. نتایج آزمون آماره F

شرح	مقدار آماره	ارزش احتمال	نتیجه
Cross-section F	۰/۶۲۱۴	۰/۹۹۹۰	داده ها تلفیقی

با توجه به نتایج آزمون F لیمر به دلیل ارزش احتمال بیش تر از ۵٪ فرض صفر مبنی بر تلفیقی بودن داده ها رد نمی شود پس داده ها تلفیقی هستند. چون داده ها تلفیقی هستند نیازی به آزمون هاسمن وجود ندارد.

#### ۶,۵. بررسی خود همبستگی (استقلال خطاها از یکدیگر)

به منظور آزمون عدم وجود خود همبستگی در مدل از آماره دوربین- واتسون (Durbin-Watson) استفاده می شود. این آماره بر اساس یافته های جدول ۸، برابر با ۲/۳۵ می باشد. از آن جا که این آماره در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گرفته است، می توان بیان نمود که در مدل پژوهش عدم وجود همبستگی بین باقیمانده ها پذیرفته می شود.

#### ۷,۵. برآورد مدل پژوهش

مدل پژوهش به دنبال آزمون فرضیه های پژوهش است. متغیر وابسته در این مدل، حداقل بازده مورد انتظار (ادراک سرمایه- گذاران) و متغیر مستقل، بیش اعتمادی مدیرعامل و ریسک سیستماتیک است. نتایج آزمون این مدل به قرار جدول ۸ است.

جدول ۸. نتایج آزمون تحلیل رگرسیون مدل پژوهش

متغیرها	ضرایب	خطای معیار	آماره t	معناداری
(OCFACTOR) بیش اعتمادی مدیرعامل	۰/۰۷۳	۰/۰۱۱	۶/۵۰۳	۰/۰۰۰
(BETA) ضریب بتا	۰/۰۱۱	۰/۰۰۱	۶/۴۵۶	۰/۰۰۰
(OCFACTOR^2) توان دوم بیش اعتمادی مدیرعامل	-۰/۰۶۰	۰/۰۴۲	-۱/۴۳۳	۰/۱۵۲

متغیرها	ضرایب	خطای معیار	آماره t	معناداری
(LNMV) ارزش بازار سهام	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۹۳۴	۰/۳۵۰
(MTB) ارزش بازار به دفتری	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۵	۲/۵۲۵	۰/۰۱۱
(LEV) اهرم مالی	-۰/۰۰۸	۰/۰۰۹	-۰/۹۱۵	۰/۳۶۰
(STDDEV) انحراف معیار فروش	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۱	۰/۱۴۱	۰/۸۸۷
(EGROWTH) نرخ رشد فروش	۰/۰۱۵	۰/۰۰۴	۳/۵۷۱	۰/۰۰۰
( $\beta_0$ ) عرض از مبدا	-۰/۰۰۷	۰/۰۰۳	-۲/۴۸۲	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۸۸۵	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۸۷۵
آماره F	۱۸/۱۸۱	دوربین واتسون		۲/۳۵۳
معنی داری آماره F	۰/۰۰۰			

آماره ضریب کلی (آماره F) بزرگ تر از آماره بحرانی و سطح معنی داری آن نیز کوچک تر از ۵ درصد است که بیان گر آن است که رابطه ای خطی میان متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد و رگرسیون از اعتبار آماری لازم برخوردار است. همان طور که در جدول ۸ مشاهده می شود ضریب بر آورد شده برای متغیر بیش اعتمادی مدیرعامل، ۰/۰۷۳ است، از آن جا که مقدار ارزش احتمال کم تر از ۵ درصد بوده و علامت ضریب این متغیر، مثبت است، از این رو می توان گفت رابطه مثبت و معنی داری بین بیش اعتمادی مدیرعامل و ادراک سرمایه گذاران وجود دارد. بنابراین فرضیه اول پژوهش مورد پذیرش قرار می گیرد.

معنی دار بودن مربع بیش اعتمادی مدیرعامل نشان دهنده رابطه غیر خطی بین این متغیر و حداقل بازده مورد انتظار سهامداران است. از آن جایی که این متغیر معنادار نبوده است، رابطه غیر خطی بین این دو متغیر وجود ندارد.

ضریب بر آورد شده برای متغیر ضریب بتا (ریسک سیستماتیک) ۰/۰۱۱ بوده و از آن جا که مقدار ارزش احتمال کم تر از ۵ درصد و علامت ضریب این متغیر، مثبت است، از این رو می توان گفت رابطه مثبت و معنی داری بین ریسک سیستماتیک و ادراک سرمایه گذاران وجود دارد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش مورد پذیرش قرار می گیرد؛ از طرفی، ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۸۷ درصد و نشان دهنده این است که ۸۷ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می شود.

## ۶. نتیجه گیری

مرور مطالعات نشان می دهد که عوامل گوناگونی در ادراک ریسک و تصمیمات سرمایه گذاران دخیل اند. از آن جمله عوامل فردی، شرکتی، جمعیت شناختی، سیاسی، اقتصادی و عوامل تقویمی نام برده شد که می توان به دو دسته رفتاری و اقتصادی دسته بندی نمود؛ البته عوامل اقتصادی، خود مؤثر بر عوامل رفتاری می باشند. سرمایه گذاران ممکن است بیش اعتمادی مدیران را درک کنند، این ویژگی ممکن است دارای اثرات مثبت و منفی باشد. از این رو انتظار می رود که با بیش اعتمادی مدیریت، ادراک سرمایه گذاران از ریسک تغییر یابد. مطابق نتایج حاصل از تحلیل داده ها مشاهده شد که بین بیش اعتمادی مدیریت و ادراک سرمایه گذاران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه

مثبت و معناداری برقرار است. هم‌چنین بین ریسک سیستماتیک و ادراک سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه مثبت و معنی‌داری برقرار است. در مبانی نظری، مدیران بیش اعتماد به‌عنوان مدیرانی که به‌طور منظم بازده‌های آتی از پروژه‌های شرکت و یا احتمالات اثرات مطلوب جریان‌ات نقدی شرکت خود را بیش از حد و از طرف دیگر احتمال و اثر رویدادهای منفی موثر بر جریان‌ات نقدی شرکت خود را کم‌تر از حد واقع برآورد می‌کنند، شناخته می‌شوند (هیتون، ۲۰۰۲، المندیر و تیت، ۲۰۰۵). مدیرانی که دارای اعتماد بیش از حد هستند، اکثراً نسبت به تصمیمات خود و نتایج آن‌ها علی‌الخصوص در زمینه تصمیمات سرمایه‌گذاری بسیار خوش‌بین هستند (کوپرو همکاران، ۱۹۸۸). این مدیران به دلیل اعتماد بیش از حد خود، اعتقاد دارند که بازار، شرکت آن‌ها را کم‌تر از واقع ارزش‌گذاری می‌کند و باعث می‌شود تأمین مالی خارجی پرهزینه باشد. به‌همین دلیل، تمایل بیش‌تری به بیش سرمایه‌گذاری از خود نشان می‌دهند. اما در صورتی که تأمین مالی پروژه‌ها نیازمند منابع خارجی باشد، ممکن است، کم سرمایه‌گذاری صورت گیرد (المندیر و تیت، ۲۰۰۵).

### ۱,۶. پیشنهادهای کاربردی

با توجه به این که بیش‌اعتمادی مدیریت بر ادراک سرمایه‌گذاران تأثیر گذار است به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود که ساز و کاری را به کار گیرند که با بهبود عملکرد شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران و افزایش شفافیت اطلاعاتی این شرکت‌ها که در نهایت منجر به افزایش جذب سرمایه‌گذاران و نیز جذب منابع مالی بیش‌تر آن شرکت‌ها می‌گردد، از سرمایه‌های موجود در این بازار به نفع توسعه اقتصادی کشور بهره جوییم.

با توجه به این که بیش‌اعتمادی مدیریت بر ادراک سرمایه‌گذاران تأثیر گذار است به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود که با وضع مکانیزم‌های کنترلی و نظارتی بیش‌تر و قوی‌تر بر روی گزارشات و عملکرد مالی بهتر در افشاء اطلاعات در جهت تأثیر مثبت بر ادراک سرمایه‌گذاران و جذب آن‌ها، موجب ایجاد اطمینان خاطر بیش‌تری برای سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه در این شرکت‌ها از بابت تأمین منافع‌شان گردیده تا شاید بتوان از این طریق منافع احتمالی حاصل از عملکرد بهتر و مناسب‌تر سرمایه‌گذاری توسط مدیران شرکت‌ها را به سوی مالکان و سرمایه‌گذاران در آن شرکت‌ها روانه ساخت. با توجه به این که ریسک سیستماتیک بر ادراک سرمایه‌گذاران تأثیر گذار است به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که با افزایش ریسک سیستماتیک، در شرکت‌هایی از بورس اوراق بهادار سرمایه‌گذاری نمایند که بازده بیش‌تری را برای سهامداران در نظر می‌گیرند. زیرا ریسک سیستماتیک غیر قابل اجتناب بوده و در صورت وقوع، تمام شرکت‌ها را به‌طور نسبی تحت تأثیر قرار می‌دهد. این امر موجب می‌گردد که سرمایه‌گذاران بازده بیش‌تری را طلب نمایند.

### ۲,۶. پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

در زیر پیشنهادهایی بر اساس یافته‌های پژوهش حاضر در خصوص پژوهش‌های آینده که می‌توانند مکملی جهت پژوهش حاضر باشند ارائه می‌گردد:

- ✓ بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی مانند: تورم، بهای نفت و نرخ ارز بر ادراک سرمایه‌گذاران شرکت‌ها.
- ✓ ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران بر ادراک سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد، از این رو به شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود در یک تحقیق ترکیبی و پیمایش چند مقطعی، واکنش‌های سرمایه‌گذاران بورس (با در نظر گرفتن دو صفت خود

بیش‌نگری و خوش‌بینی) نسبت به اخبار، رویدادها و اتفاقات محیطی با تأکید بر ابعاد سیاسی، اقتصادی و شرکتی انجام پذیرد و مقایسه‌ای بین رفتارهای بروز یافته سرمایه‌گذاران در طول زمان و ویژگی‌های شخصیتی آنان انجام پذیرد. ✓ برای محاسبه اهرم مالی می‌توان از نسبت‌های دیگری هم‌چون نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و غیره استفاده کرد که در صورت تغییر در نحوه محاسبه متغیر، احتمال تغییر نتایج نیز وجود دارد.

### ۳,۶. محدودیت‌های پژوهش

عمده‌ترین محدودیت پژوهش حاضر که احتمالاً می‌تواند تعمیم‌پذیری نتایج حاصل از پژوهش را تحت تأثیر قرار دهد این است که برای محاسبه ادراک سرمایه‌گذار از یک مدل کمی استفاده شده و ممکن است این مدل در عمل بیانگر ادراک واقعی سرمایه‌گذار نباشد.

### منابع

۱. حسنی، محمد و الناز ذیقمی (۱۳۹۴). شواهدی تجربی از رابطه بین بیش اطمینانی و بیش سرمایه‌گذاری. فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال ۸، شماره ۳۲، صص ۷۳-۹۷.
۲. حیدری، مهدی (۱۳۹۳). بررسی تأثیر عامل رفتاری اعتمادبه نفس بیش از حد مدیریت بر چسبندگی هزینه: نقش تعدیلی عوامل اقتصادی و عوامل مبتنی بر نظریه نمایندگی در آن. بررسی‌های حسابداری حسابرسی، سال ۲۱، شماره ۲، صص ۱۵۱-۱۷۲.
۳. سعیدی، علی (۱۳۹۰). ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌ها (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران). فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال ۵، شماره ۱۸، صص ۱۵۳-۱۷۲.
۴. عسگری، مهدی؛ حاجی حسن مهمار، احسان و مریم متین مطلق (۱۳۹۴). بررسی تأثیر رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران بر جریان نقد آزاد، اقلام تعهدی اختیاری و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دومین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری.
۵. علی‌نژاد ساروکلانی، مهدی؛ طاهری، ذبیح‌اله و کیوان اکبرپور (۱۳۹۷). آزمون نوسانات تورم و بیش سرمایه‌گذاری با تأکید بر بیش‌اعتمادی مدیران. فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، سال ۷، شماره ۲۸، صص ۲۶۵-۲۷۹.
۶. فیاضی، هادی؛ فدایی‌نژاد، محمداسماعیل و فرزین رضایی (۱۳۹۳). رابطه میان شاخص واکنش رفتاری سرمایه‌گذاران با شاخص‌های بورس اوراق بهادار تهران. کنفرانس بین‌المللی حسابداری، اقتصاد و مدیریت مالی.
7. Ahmed, A.S. & Duellman, S. (2012). Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism. *Journal of Accounting Research*, 51(1), 1-30.
8. Baker, M. & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 129-152.
9. Ben-David, W.E., Graham, J.R. & Harvey, C.R. (2013). Managerial miscalibration. *The Quarterly Journal of Economics*, 128, 1547-1584.
10. Brown, G. & Cliff, M. (2004). Investor sentiment and the near-term stock market. *Journal of Empirical Finance*, 11(1), 1-27.
11. Chandra, A. & Kumar, R. (2011). Determinants of individual investor behaviour: An orthogonal linear transformation approach. *Jamia Millia Islamia (Central University)*, 1-30.

12. Cordeiro, L. (2009). *Managerial Overconfidence and Dividend Policy*. London Business School.
13. Deshmukh, S., Goel, A.M. & Howe, K.M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22, 440–463.
14. Heaton, J. (2002). Managerial Optimism and Corporate Finance. *Financial Management*, 31, 33-45.
15. Hirbar, P. & McInnis, J. (2012). Investor Sentiment and Analysts' Earnings Forecast Errors. *Management Science (Special Issue on Behavioral Economics and Finance)*, 58(2), 293-307.
16. Kim, K.A. & Nofsinger, J.R. (2008). Behavioral finance in Asia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(1), 1-7.
17. Lili, S., Aghazadeh, S., Wang, Q. & Yang, R. (2018). Investors' perception of CEO overconfidence: Evidence from the cost of equity capital. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 51(4), 1129-1150.
18. Malmendier, U. & Tate, G. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *Journal of Finance*, 5(5), 2661-2700.
19. Nelson, M., Evelyne, M. & Enrico, U. (2008). The effects of behavioural factors in investment decision-making: A survey of institutional investors. *International Journal of Business and Emerging Markets*, 1(1), 24-41.
20. Pompian, M.M. (2006). *Behavioral finance and wealth management: Building optimal portfolios that account for investor biases*. John Wiley & Sons, 10-12.
21. Zhu, B. & Niu, F. (2016). Investor Sentiment, Accounting Information and Stock Price: Evidence From China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 3(C), 125-134.
22. Cooper, A.C., Woo, C. & Dunkelberg, W. (1988). Entrepreneurs perceived chances for success. *Journal of Business Venturing*, 3, 97–108.