

تأثیر نوع نگرش مدیران بر انتخاب سیاست‌های تامین مالی و پیامدهای آن بر عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت

محسن حمیدیان

استادیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، تهران، ایران. (نویسنده مسئول)
hamidian_2002@yahoo.com

حسین جنت مکان

دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، تهران، ایران.

فرهان بن‌گریز

دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، تهران، ایران.

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۶/۰۴ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۶/۱۵

چکیده

یکی از مهم‌ترین وظیفه پیش روی مدیران واحد تجاری تصمیم‌گیری است. مدیران مانند سایر افراد جامعه تفاوت‌های فردی، استعدادها، انگیزه‌ها، رغبت‌ها و تمایلات بخصوصی دارند و از نگرش، دانش و نظام ارزشی متفاوتی برخوردارند که می‌تواند بر سیاست‌های مالی اثرگذار باشد. پژوهش حاضر به بررسی تأثیر دو گونه از رفتار مدیران (خوش بینی بیش از حد و مدیران توانا) بر سیاست‌های تامین مالی و پیامدهای آن بر عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. برای اندازه‌گیری خوش‌بینی بیش از حد مدیران اجرایی از الگوی ایشیکوا و تاکاشی (۲۰۱۰) و توانایی مدیران اجرایی را با استفاده از مدل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) برای ۱۶۰ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۴-۱۳۸۹ محاسبه شده است. به منظور بررسی تأثیر نوع نگرش مدیران اجرایی بر اهرم مالی، عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت از رگرسیون داده‌های ترکیبی و نرم افزارهای stata و EViews9 استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که شرکت‌های دارای مدیران توانا اهرم مالی بیشتری نسبت به مدیران بیش از حد خوش‌بین دارند. همچنین در شرکت‌های دارای مدیران توانا عدم تقارن اطلاعاتی کمتری نسبت به شرکت‌های دارای مدیران بیش از حد خوش‌بین وجود دارد. علاوه بر این ارزش شرکت‌های دارای مدیران توانا بیش از ارزش شرکت‌های دارای مدیران بیش از حد خوش بین می‌باشد. همچنین تمامی متغیرهای کنترلی بجز متغیر رشد شرکت تأثیر معناداری بر اهرم مالی، عدم تقارن اطلاعاتی، و ارزش شرکت دارد.

واژه‌های کلیدی: خوش‌بینی بیش از حد، توانایی مدیریت، اهرم مالی، عدم تقارن اطلاعاتی، ارزش شرکت.

۱- مقدمه

در چارچوب تئوری نمایندگی^۱ مدیران به عنوان نمایندگان سهامداران (مالکان) عمل می‌کنند. مدیران با این انتظار که در تصمیمات قابل درک مدیریت ارزش‌های مورد انتظار سهامداران را حداکثر کنند، تعیین می‌شوند. مبانی تئوریک بیان می‌دارند که نگرش مدیران رده بالا بر روی نحوه تصمیم‌گیری آن‌ها تاثیر گذار است (مدرسی و نظری پور، ۱۳۹۲). همه‌ی مدیران به حکم آن که مدیرند به یک شیوه عمل نمی‌کنند و مانند سایر افراد جامعه تفاوت‌های فردی، استعدادها، انگیزه‌ها، رغبت‌ها و تمایلات مخصوص به خود دارند و از نگرش، دانش و نظام ارزشی متفاوتی برخوردارند. این تفاوت‌ها اگر چه به ظاهر ممکن است جزئی باشد، اما هنگامی که از فرآیندهای واسطه‌شناختی افراد عبور می‌کنند، به تفاوت‌های بسیار بزرگ و نتایج رفتاری کاملاً متفاوت می‌انجامد. چنین تفاوت‌هایی عمدتاً از تفاوت‌های ناشی از نگرش هر یک از افراد سرچشمه می‌گیرد (نادریان و امیرحسینی، ۲۰۰۸).

در چند سال اخیر پژوهش‌های متعددی تاثیر مدیران خاص در شرکت‌ها را مورد بررسی قرار داده‌اند. این پژوهش‌ها تلاش می‌کنند تا تاثیر مدیران را در شیوه‌های سازماندهی، سرمایه‌گذاری، حسابداری و مالی شرکت‌ها درک کنند. یکی از مهم‌ترین تصمیماتی که پیش روی مدیران قرار دارد موضوع ساختار سرمایه^۲ می‌باشد. ساختار سرمایه از جمله مسائل داخلی شرکت‌ها محسوب می‌گردد. از آنجائیکه تصمیم‌های تامین مالی شرکت با مدیران واحد تجاری می‌باشد. بنابراین ویژگی‌های رفتاری مدیران اثرات قابل توجهی را بر تصمیمات تامین مالی شرکت‌ها در پی خواهد داشت. ایشیکاوا و تاکاشی^۳ (۲۰۱۰) خوش بینی بیش از حد^۴ را به عنوان یک ویژگی نامناسب برای مدیران شناخته و بیان نمودند که مدیرانی که دارای خوش بینی بیش از حد هستند ممکن است جریان‌های نقدی حاصل از پروژه‌ها را اشتباهاً بسیار مطلوب پیش بینی کرده و از این رو بسیاری از پروژه‌ها را بالاتر از ارزش واقعی‌شان ارزش‌گذاری می‌کنند. این مدیران بر این موضوع اعتقاد دارند که بازار شرکت آن‌ها را کمتر از واقع ارزش‌گذاری می‌کند بنابراین انتظار بر این است که اینگونه شرکت‌ها تامین مالی از طریق بدهی را بیشتر ترجیح دهند. چامرن و پاگلیس^۵ (۲۰۰۵) در پژوهش خود بیان کردند شرکت‌هایی با مدیران تواناتر از کارایی بالاتری برخوردار بوده و حاضر نیستند با افزایش بدهی-ها، سودهای آینده خود را با خطر مربوط به هزینه‌های ورشکستگی و بحران مالی مواجه سازند. بنابراین، چنین شرکتی از اهرم مالی^۶ خود کاسته و در هنگام تامین مالی به افزایش سرمایه روی خواهد آورد.

همچنین پژوهش‌های مختلف بیان نموده‌اند که عدم تقارن اطلاعاتی^۷ میان مالکان و مدیران و نیز کاهش ارزش شرکت‌ها در بازار سرمایه ممکن است از نوع شخصیت و ویژگی مدیران بوجود آید. اسپرند و زچمن^۸ (۲۰۱۲) بر این باورند مدیران بیش از حد خوش‌بین می‌توانند بر ارائه اطلاعات مالی توسط مدیریت به بازار سرمایه نیز اثر بگذارند. چون این مدیران بر این اعتقادند که با ادامه دادن پروژه‌های سرمایه‌گذاری ارزش سهامداران را در بلند مدت حداکثر خواهند کرد، لذا نسبت به افشای اطلاعات محرمانه‌ای که از بازخورد منفی سرمایه‌گذاری مشاهده کرده‌اند، تمایلی ندارند. همچنین دی ملو و مرسدس^۹ (۲۰۱۰) بیان نمودند بیش سرمایه‌گذاری منافع شخصی مدیران را حداکثر کرده اما ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. زیرا خوش بینی بیش از حد مدیران احتمال وقوع شرایط مساعد را مبالغه آمیز در نظر گرفته و با اقدامات غیر عقلایی احتمال کاهش ارزش و ورشکستگی شرکت را افزایش می‌دهد (فیرچیلد^{۱۰}، ۲۰۰۵). و چامرن و همکاران (۲۰۰۹) بیان کردند مدیران توانا قادرند از طریق شفافیت اطلاعاتی ارزش ذاتی شرکت را بهتر به سرمایه‌گذاران منتقل کنند. بنابراین، چنین شرکتی از اهرم مالی خود کاسته و در هنگام تامین مالی به افزایش سرمایه روی خواهد آورد. انتظار بر این است در شرکت‌هایی که از مدیران تواناتری بهره می‌برند، اهرم مالی کمتری در ساختار سرمایه و از عدم تقارن اطلاعاتی پایین‌تری برخوردار باشند.

نتایج پژوهش‌ها بیانگر آن است که خوش‌بینی بیش از حد مدیران به عنوان یک ویژگی منفی در نظر گرفته شده است که ممکن است بر سیاست تامین مالی شرکت‌ها اثرگذار باشد و همچنین پیامدهایی را بر شرکت و بازار سرمایه به همراه خواهد داشت. ویژگی دیگری از رفتار مدیران که سیاست‌های تامین مالی شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد، مدیران توانا می‌باشد. نتایج پژوهش‌ها بیانگر آن است که مدیران توانا منجر به مدیریت کارتر عملیات روزانه شرکت می‌شود به ویژه در شرایطی بحرانی عملیات که تصمیم‌گیری‌های مدیریتی می‌تواند تاثیر بسزایی بر عملکرد شرکت داشته باشد. که این امر باعث افزایش ارزش شرکت و شفافیت اطلاعاتی می‌گردد.

مطالعه حاضر تاثیر دو نگرش مدیران (خوش‌بینی بیش از حد مدیران و مدیران توانا) را بر روی سیاست تامین مالی (اهرم مالی) و پیامدهای آن بر عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت می‌پردازد.

نظر به اینکه بازارهای مالی در سال‌های اخیر توجه افراد زیادی را به خود جلب کرده است، بازار سرمایه نقش مهمی در تخصیص بهینه منابع اقتصادی جامعه دارد. از سوی دیگر

آگاهی از چگونگی تصمیم‌گیری مدیران در خصوص سیاست‌های مالی پیش روی شرکت و پیامدهایی که ممکن است بر اثر این تصمیمات حاصل آید می‌تواند سرمایه‌گذاران را در امر تصمیم‌گیری در خصوص سرمایه‌گذاری بهینه یاری نماید و موجبات تخصیص بهینه منابع را در بازار سرمایه فراهم آورد. از آنجایی که ممکن است مدیران به علت تفاوت در ویژگی‌های رفتاری، تصمیم‌گیری متفاوتی داشته باشند. به نظر می‌رسد بررسی تأثیر دو بعد از رفتار مدیران (خوش بینی بیش از حد و مدیران توانا) در قبال سیاست‌های تامین مالی و پیامدهای حاصل از آن لازم و ضروری بوده و گامی مفید در جهت تکمیل ادبیات مربوط به این موضوع در محیط اقتصادی بازار سرمایه ایران باشد.

حال با توجه به مباحث نظری مطرح شده سوالات زیر قابل طرح است ۱- آیا خوش بینی بیش از حد مدیران و مدیران توانا به عنوان دو ویژگی رفتاری مدیران می‌تواند بر سیاست‌های تامین مالی اثر گذار باشد؟ ۲- آیا عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و مالکان می‌تواند ناشی از تفاوت رفتاری مدیران در قبال مسائل مالی باشد؟ ۳- آیا خوش بینی بیش از حد مدیران و مدیران توانا می‌تواند بر ارزش شرکت‌ها اثر گذار باشد؟

سازماندهی مقاله چنین است که در ابتدا ضمن بیان مبانی نظری، پژوهش‌هایی که پیرامون موضوع پژوهش صورت گرفته است، مورد بررسی قرار می‌گیرد. سپس به بیان روش انجام پژوهش، جامعه و نمونه آماری پرداخته و روش گردآوری اطلاعات و تجزیه و تحلیل نتایج ارائه می‌گردد و در پایان نتیجه‌گیری و بررسی تطبیقی یافته‌های پژوهش ارائه می‌گردد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۱- مبانی نظری پژوهش

محیطی که شرکت‌های ما اکنون در آن فعالیت می‌کنند محیطی در حال رشد و بسیار رقابتی است و شرکت‌ها برای ادامه حیات مجبور به رقابت با عوامل متعددی در سطح ملی و بین‌المللی و بسط فعالیت‌های جدید می‌باشند. در این راستا نیازمند انتشار اوراق بهادار و منابع مالی جدید هستند. مهم‌ترین هدف مدیران اتخاذ تصمیماتی به منظور حداکثر کردن ارزش شرکت می‌باشد. بنابراین یک مدیر در این راستا باید تعیین کند که از چه منابعی تامین مالی نموده و کجاها سرمایه‌گذاری انجام دهد (انصاری و همکاران، ۱۳۹۳).

منابع هر سرمایه‌گذاری از طریق اوراق بدهی یا اوراق سرمایه‌ای فراهم می‌شود. استفاده از بدهی در ساختار سرمایه مفهوم اهرم مالی را تداعی می‌کند. اهرم مالی یکی از مهم‌ترین

مفاهیم در حوزه مالی بوده و از اهمیت و موقعیت خاصی در ساختار سرمایه شرکت‌ها محسوب می‌شود. همانطور که ساختار سرمایه بر عملکرد بنگاه اقتصادی تأثیر می‌گذارد، عملکرد بنگاه اقتصادی نیز می‌تواند در انتخاب ساختار سرمایه مناسب، نقش ایفا کند. در صورتی که رفتار مدیران در قبال مسائل مالی را یکی از متغیرهای پرنفوذ بر عملکرد بنگاه اقتصادی در نظر گرفته شود که می‌تواند منجر به کارایی و بهره‌وری بالاتر شود، آنگاه می‌توان چنین ادعا کرد که ویژگی‌های رفتاری مدیران می‌تواند نقش اصلی در تعیین ساختار بنگاه اقتصادی ایفا کند (حاجب و همکاران، ۱۳۹۴).

فرضیه «خوش بینی بیش از حد مدیران» و فرضیه «جوهره مدیران» دیدگاه‌هایی متقابلی را در رابطه با توانایی مدیران و تصمیمات سرمایه‌گذاری مطرح می‌کنند. (حبیب^{۱۱}، ۲۰۱۵).

مطالعات انجام شده در زمینه‌ی تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران نشان می‌دهد ویژگی‌های شخصیتی مدیران علی‌الخصوص خوش بینی بیش از حد آنان منجر به تصمیمات غیر عادی سرمایه‌گذاری از سوی آنان شده است (کیم و همکاران^{۱۲}، ۲۰۱۶).

خوش بینی بیش از حد یکی از مهم‌ترین یافته‌های علم روانشناسی در حوزه قضاوت و تصمیم‌گیری است. روانشناسان یک فرد با ویژگی‌های رفتاری بیش از حد خوش بین را به عنوان فردی تعیین می‌کنند که اعتقاد دارد اطلاعات و دانش ایشان بسیار دقیق است (بیش از آنچه واقعیت دارد) (سپاسی و اسدی وصفی، ۱۳۹۵).

به نظر هاید متون مربوط به روانشناسی دو تعریف از خوش بینی بیش از اندازه ارائه داده‌اند. نخست برآورد بیش از واقع از توانایی‌های خود دارند. دوم، افراد یک رویداد را معین‌تر از آنچه واقعا هست می‌بینند (چاوشی و همکاران، ۱۳۹۴).

مدیران بیش از حد خوش بین تخمین بیشتری راجع به جریان‌های نقدی و سودآوری آتی واحد تجاری دارند. این امر ممکن است باعث ایجاد سردرگمی در انتخاب روش‌های تامین مالی توسط مدیران شود، به گونه‌ای که مدیران همواره تصور می‌کنند که شرکت‌های آن‌ها کمتر از واقع ارزشگذاری می‌شوند. از این رو در مواردی که واحد تجاری به تامین مالی نیاز داشته باشد مدیران تامین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند (هریبر و یانگ^{۱۳}، ۲۰۱۵).

دیدگاه جوهره مدیران نقطه مقابل خوش بینی می‌باشد. اعتقاد دیدگاه جوهره مدیران بر این است که مدیران با توانایی بیشتر، قدرت درک و تحلیل بیشتری از شرایط حال و آینده

حتی با خالص ارزش فعلی منفی را در حال ایجاد ارزش می‌دانند در حالی که در واقع این طور نیست (دستگیر و همکاران، ۱۳۹۳). لذا انتظار بر این است که مدیران خوش بین به دلیل تصمیم‌گیری‌های غیر عقلایی موجبات کاهش ارزش شرکت را در بورس اوراق بهادار فراهم آورد.

از سوی دیگر اعتقاد بر این است که مدیران توانا تر درک مناسبی از فن‌آوری و روند صنعت دارند و با اتکای بیشتری می‌توانند تقاضای محصولات را پیش بینی کنند. هم چنین، سرمایه‌گذاری مناسب‌تر در طرح‌های با ارزش تر و مدیریت کارای کارمندان نیز از ویژگی مدیران توانمند است. انتظار می‌رود در کوتاه مدت این مدیران بتوانند درآمد بیشتری با استفاده از سطح معینی از منابع کسب کنند و یا با استفاده از منابع کم‌تر، بتوانند به سطح معینی از درآمد دست یابند. انتظار بر این است که با افزایش توانایی مدیریت، ارزش بنگاه اقتصادی بیشتر شود.

۲-۲- مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۲-۱- پژوهش‌های برون مرزی

آندرو و همکاران^{۱۵} (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان "تاثیر مدیران توانا بر ایجاد نقدینگی بانک‌ها و ریسک پذیری" نشان دادند که مدیران با توانایی بالاتر با قبول ریسک بیشتر نقدینگی بیشتری ایجاد می‌کنند. اما در طول زمان بحران مالی نقدینگی کمتری از طریق اهرم زدایی ترازنامه‌شان ایجاد می‌کنند.

کیم و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان "خوش بینی بیش از حد مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام" به بررسی ارتباط بین خوش بینی بیش از حد مدیران و ریسک سقوط قیمت آتی سهام پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که شرکت‌هایی با مدیران بیش از حد خوش بین ریسک سقوط قیمت آتی بالاتری نسبت به شرکت‌هایی دارند که مدیران توانمندی دارند.

دمرجیان و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان "توانایی مدیریتی و کیفیت سود" به آزمون رابطه بین توانایی مدیریتی و کیفیت سود پرداختند و به این نتیجه رسیدند که توانایی مدیریتی با کیفیت سود رابطه مثبت دارد. همچنین به این نتیجه رسیدند که هر چه توانایی مدیر بیشتر باشد، ارائه مجدد صورت‌های مالی کمتر، پایداری سود، پایداری اقلام تعهدی و کیفیت برآورد اقلام تعهدی بیشتر خواهد بود.

آندرو و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهشی نشان دادند که توانایی مدیریت با عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری دارد. نتایج پژوهش آنان نشان داد که شرکت‌های با مدیران توانا تر در

شرکت و صنعت دارند و تصمیمات سرمایه‌گذاری و تامین مالی را به طور کاراتری اخذ می‌کنند (حبیب، ۲۰۱۵).

دمرجیان و همکاران^{۱۴} (۲۰۱۲) توانایی مدیریت را به عنوان کارایی مدیران نسبت به رقبا در تبدیل منابع شرکت به درآمد تعریف می‌کنند. منابع شرکت شامل بهای موجودی‌ها، هزینه‌های فروش اداری و عمومی، دارایی ثابت مشهود، اجاره‌های عملیاتی، هزینه‌های تحقیق و توسعه و دارایی‌های نامشهود شرکت می‌شود. مدیران توانمندتر دانش و آگاهی بیشتری در ارتباط با مشتریان و شرایط کلان اقتصادی دارند و همچنین قادرند درک بهتری در ارتباط با استانداردهای پیچیده‌تر داشته و آن‌ها را به درستی اجرا کنند. شرکت‌هایی با مدیران توانا تر از کارایی بالاتری برخوردار بوده و حاضر نیستند با افزایش بدهی‌ها، سودهای آینده خود را با خطر مربوط به هزینه‌های ورشکستگی و بحران مالی مواجه سازند.

ویژگی‌های رفتاری مدیران همچنین می‌تواند بر عملکرد شرکت و بازار سرمایه تاثیر گذار باشد. مدیران بیش از حد خوش‌بین بر این باورند که با ادامه دادن پروژه‌های سرمایه‌گذاری ارزش سهامداران را در بلند مدت حداکثر خواهند کرد، لذا نسبت به افشای اطلاعات محرمانه‌ای که از باز خورد منفی سرمایه‌گذاری مشاهده کرده‌اند، تمایلی ندارند (اسچرند و زچمن، ۲۰۱۲). لذا انتظار بر این است خوشبینی مدیریت باعث افزایش عدم تقارن اطلاعاتی به دلیل وجود اطلاعات محرمانه و کیفیت افشا نامطلوب، می‌شود.

بنگاه اقتصادی که به وسیله مدیر کارآمدی اداره می‌شود دارای ارزش بیشتری نزد سرمایه‌گذاران خواهد بود. مدیران توانا تر قادرند از طریق کاهش اطلاعات نامتقارن ارزش ذاتی شرکت را بیشتر به سرمایه‌گذاران منتقل کنند و از این طریق باعث افزایش قیمت سهام شوند. لذا انتظار بر این است وجود مدیران توانا باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شود (حاجب و همکاران، ۱۳۹۳).

مروری بر مطالعات روانشناسی نشان می‌دهد که مدیران ارشد شرکت‌ها در تصمیم‌گیری‌هایشان حتی بیش از سایرین مستعد تصمیم‌گیری‌های غیر عقلایی هستند مدیران شرکت‌هایی که دارای خوش بینی بیش از حد هستند ممکن است در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود به گونه‌ای عمل کنند که ارزش شرکت کاهش یافته و به خطر افتد. زیرا مدیرانی که دارای خوش‌بینی بیش از حد می‌باشند مستعد اغراق و دست بالا گرفتن توانایی‌ها و عملکرد خود هستند اما از طرف دیگر احتمال و میزان هزینه‌های آشفتنگی مالی را دست کم می‌گیرند. این دسته از مدیران نسبت به پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود تعهد و الزام بیشتری دارند و پروژه‌های با عملکرد ضعیف

و پایداری اجزای تعهدی و نقدی سود است، ولی رابطه بین توانایی مدیریت و پایداری بخش تعهدی نسبت به بخش نقدی قوی‌تر است.

سپاسی و اسدی وصفی (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی بیش اعتمادی مدیران و حق الزحمه حسابرسی با تأکید بر نقش کمیته حسابرسی پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که رابطه منفی بین بیش اعتمادی مدیران و حق الزحمه حسابرسی وجود دارد. به علاوه کمیته حسابرسی قوی نیز نمی‌تواند این اثر منفی را کاهش دهد.

حاجب و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر ساختار سرمایه در صنعت مواد و محصولات دارویی پرداختند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که کارایی بیشتر بنگاه اقتصادی که دستاورد مدیران تواناست، این امکان را برای بنگاه اقتصادی فراهم می‌کند تا دسترسی بهتر به منابع استقراری داشته و همچنین ثبات و پایداری بیشتری در مقابل خطر ناشی از افزایش بدهی ایجاد شود.

ایزدی‌نیا و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر توانایی مدیریتی بر کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که توانایی مدیریتی بر ارائه صورت‌های مالی (سودوزیان)، به عنوان یکی از معیارهای کیفیت سود، تأثیر منفی دارد؛ بدین معنی که مدیران تواناتر، ارائه مجدد صورت‌های مالی کمتری خواهند داشت و در نتیجه کیفیت سود بالاتری دارند. نتایج آزمون فرضیه دوم بیانگر آنست که شواهد کافی در خصوص پذیرش تأثیر توانایی مدیریتی بر پایداری سود به عنوان معیاری از کیفیت سود، وجود ندارد.

چاوشی و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست‌های تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند نتایج این پژوهش حاکی از آن است که عدم رابطه بین اطمینان بیش از حد و تصمیم‌های مالی می‌باشد. علاوه بر این، رابطه‌ی فرصت-های رشد، سودآوری، اندازه شرکت و ریسک در ماندگی با تصمیم‌های مالی، معنادار است.

دستگیر و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهش به بررسی تأثیر خوش‌بینی بیش از حد مدیران ارشد بر آشفتگی مالی پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که میزان آشفتگی مالی شرکت‌هایی که مدیران آن‌ها دارای خوش‌بینی بیش از حد هستند بیشتر از شرکت‌هایی است که مدیران آن‌ها فاقد خوش‌بینی بیش از حد می‌باشند.

دوره‌های بحرانی خود، سرمایه‌گذاری بیشتری انجام می‌دهند، سود بیشتری عاید شرکت می‌کنند و چنانچه روند سودآوری مناسب نباشد، از ابزار تأمین مالی بدهی به نحو مناسب استفاده می‌کنند. همچنین، توانایی مدیریت با نامتقارنی اطلاعات رابطه منفی و معناداری دارد. به بیان بهتر، مدیر توانمند می‌تواند موجب عملکرد بهتر شرکت، افزایش سرمایه‌گذاری، افزایش سودآوری، استفاده مناسب از منابع و کاهش نامتقارنی اطلاعات شود.

هو و چانگ^{۱۶} (۲۰۱۲) به بررسی خوش‌بینی مدیریت و آشفتگی مالی پرداختند. در پژوهش مذکور جهت سنجش خوش‌بینی بیش از حد مدیران از معیار مل‌مندیر و تیت^{۱۷} (۲۰۰۵ و ۲۰۰۸) استفاده شد. نتایج بدست آمده از پژوهش نشان می‌دهد که خوش‌بینی بیش از حد مدیران اجرایی تأثیر مثبت و معناداری بر آشفتگی مالی شرکت‌ها دارد. اما بر اساس نتایج خوش‌بینی بیش از حد مدیرانی که در مجله وال استریت از آن‌ها نام برده شده است، تأثیر معکوسی بر آشفتگی مالی شرکت‌ها دارد.

ایشیکاوا و تاکاشی (۲۰۱۰) در پژوهشی ارتباط بین خوش-بینی بیش از حد مدیران اجرایی و انتخاب تأمین مالی را در شرکت‌های ژاپنی مورد بررسی قرار دادند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که مدیران بیش از حد خوش بین بدهی را به انتشار سهام به صورت عرضه عمومی و محدود ترجیح می‌دهند.

۲-۲-۲- پژوهش‌های داخلی

مرادزاده فرد (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری و ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداخت یافته‌های پژوهش نشان داد که توانایی مدیریتی، سرمایه‌گذاری کمتر از حد را کاهش، سرمایه‌گذاری بیش از حد را تقویت و در مجموع سبب افزایش انحراف در سطح سرمایه‌گذاری مورد انتظار می‌شود. همچنین نتایج پژوهش نشان داد که توانایی مدیریتی، ریسک سقوط قیمت آتی سهام را بطور معناداری افزایش می‌دهد. از سوی دیگر نتایج نشان داد که کیفیت گزارشگری مالی مطلوب، ریسک سقوط قیمت آتی سهام را کاهش می‌دهد اما در این رابطه شواهدی مبنی بر رابطه تعاملی مدیران توانمند و کیفیت گزارشگری بالا با ریسک سقوط قیمت آتی سهام مشاهده نشد. بزرگ اصل و صالح زاده (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی رابطه توانایی مدیریت و پایداری سود با تأکید بر اجزای تعهدی و جریان‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش مؤید وجود رابطه مثبت بین توانایی مدیریت و پایداری سود و همچنین توانایی مدیریت

۳- روش‌شناسی پژوهش

متغیره بهره گرفته شده است. برای جمع‌آوری داده‌ها در زمینه چارچوب نظری تحقیق و پیشینه آن از کتاب‌های لاتین و فارسی، پایان‌نامه‌ها، مقالات و پایگاه‌های اطلاعاتی و سایت‌های اینترنتی استفاده شده است. دانش آماری که در تحلیل آماری این تحقیق استفاده می‌شود، شامل آمار توصیفی جهت توصیف و ارائه مشخصات آماری متغیرها و پارامترها و آمار استنباطی شامل تخمین و برآورد ضرایب می‌باشد.

جامعه آماری پژوهش حاضر شامل کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک بازه زمانی شش ساله، از سال ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ می‌باشد. در این پژوهش به منظور استخراج یک پنل متوازن که اطلاعات آن کامل باشد شرکت‌های عضو جامعه آماری که ویژگی‌های زیر را دارا باشند، به عنوان جامعه آماری پژوهش انتخاب شده‌اند:

(۱) قبل از سال ۱۳۸۹ در بورس پذیرفته شده باشند.

(۲) سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند باشد؛

(۳) فعالیت تولیدی داشته باشند. و جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی و شرکت‌های هلدینگ؛

(۴) حداقل هر سه ماه یکبار، سهام آنها در بورس اوراق بهادار مبادله شده باشد؛

(۵) در بازه‌ی زمانی پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشند..

با در نظر گرفتن محدودیت‌های بالا، مطابق نگاره ۱ تعداد ۱۶۰ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب گردیدند.

۴- فرضیه‌های پژوهش

مدیران بیش از حد خوش بین تخمین بیش از حدی راجع به جریان‌های نقدی و سودآوری آتی واحد تجاری دارند. این امر ممکن است باعث ایجاد سردرگمی در انتخاب روش‌های تامین مالی توسط مدیران شود. به گونه‌ای که مدیران همواره تصور می‌کنند که شرکت‌های آنها کمتر از واقع ارزشگذاری شده‌اند. از این رو در مواردی که واحد تجاری به تامین مالی نیاز داشته باشد مدیران تامین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند (هریبر و یانگ، ۲۰۱۵). با توجه مبانی نظری فرضیه اول پژوهش به صورت زیر تدوین گردید :

فرضیه اول: مدیران بیش از حد خوش‌بین باعث افزایش اهرم مالی شرکت‌ها می‌گردند.

شرکت‌هایی با مدیران توان‌تر از کارایی بالاتری برخوردار بوده و حاضر نیستند با افزایش بدهی‌ها، سودهای آتی خود را با خطر مواجه سازند. به عبارت دیگر، مدیران توان‌تر قادرند از طریق کاهش نامتقارنی اطلاعات، ارزش ذاتی شرکت را بهتر به سرمایه‌گذاران منتقل کنند. بنابراین چنین شرکتی از اهرم مالی خود کاسته و در هنگام تامین مالی به افزایش سرمایه روی خواهد آورد (چامر و پاگلیس، ۲۰۰۵). با توجه مبانی نظری فرضیه دوم پژوهش به صورت زیر تدوین گردید:

فرضیه دوم: وجود مدیران توانا منجر به کاهش اهرم مالی می‌گردند.

مدیران بیش از حد خوش‌بین بر این باورند که با ادامه دادن پروژه‌های سرمایه‌گذاری ارزش سهامداران را در بلند مدت حداکثر خواهند کرد، لذا نسبت به افشای اطلاعات محرمانه‌ای که از بازخورد منفی سرمایه‌گذاری مشاهده کرده‌اند، تمایلی ندارند. لذا انتظار بر این است خوشبینی مدیریت باعث افزایش عدم تقارن اطلاعاتی به دلیل وجود اطلاعات محرمانه و کیفیت افشا نامطلوب، می‌شود (اسچرند و زچمن، ۲۰۱۲). بنابراین فرضیه سوم پژوهش به صورت زیر تدوین گردید:

نگاره ۱- تعیین حجم نمونه

تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده قبل از سال ۱۳۸۹	۴۵۳
شرکت‌هایی که سال مالی آنها غیر از پایان اسفند ماه است	(۱۴۴)
شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی و شرکت‌های هلدینگ	(۵۵)
شرکت‌هایی که سال مالی خود را تغییر داده‌اند	(۲۲)
شرکت‌هایی که سهام آنها در طول سال‌های ۱۳۸۹-۱۳۹۴ معامله نشده‌اند	(۳۲)
شرکت‌هایی با داده‌های مفقوده طی سال‌های ۱۳۸۹-۱۳۹۴	(۴۰)
حجم نمونه آماری انتخاب شده	۱۶۰

منبع: محاسبات محقق

با توجه به اینکه هدف این پژوهش بررسی رابطه بین نوع نگرش مدیران اجرایی براهرم مالی، عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت می‌باشد، لذا با جمع‌آوری اطلاعات گذشته شرکت‌ها با یک طرح پژوهش پس رویدادی همراه با تحلیل همبستگی واز لحاظ هدف، کاربردی مواجه خواهیم بود. مدل-های آماری به کار گرفته شده در این پژوهش، مدل رگرسیون چند متغیره می‌باشد و همچنین جهت آزمون فرضیه‌ها از داده-های ترکیبی استفاده گردیده است. در این پژوهش از نرم افزار Excel برای جمع‌آوری و طبقه‌بندی داده‌های خام و از نرم افزار Stata و Eviews9 برای تجزیه و تحلیل رگرسیون چند

فرضیه سوم: وجود مدیران بیش از حد خوش‌بین باعث افزایش عدم تقارن اطلاعاتی می‌گردد.

بنگاه اقتصادی که به وسیله مدیر کارآمدی اداره می‌شود دارای ارزش بیشتری نزد سرمایه‌گذاران خواهد بود. مدیران توانا تر قادرند از طریق کاهش اطلاعات نامتقارن ارزش ذاتی شرکت را بیشتر به سرمایه‌گذاران منتقل کنند و از این طریق باعث افزایش قیمت سهام شوند. لذا انتظار بر این است وجود مدیران توانا باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شود. (چامز و همکاران، ۲۰۰۹). با توجه به دلایل تدوین فرضیه، فرضیه چهارم به صورت زیر تدوین شد:

فرضیه چهارم: وجود مدیران توانا باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌گردد.

مروری بر مطالعات روانشناسی نشان می‌دهد که مدیران ارشد شرکت‌ها در تصمیم‌گیری‌هایشان حتی بیش از سایرین مستعد تصمیم‌گیری‌های غیر عقلایی هستند مدیران شرکت‌هایی که دارای خوش‌بینی بیش از حد هستند ممکن است در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود به گونه‌ای عمل کنند که ارزش شرکت کاهش یافته و به خطر افتد. زیرا مدیرانی که دارای خوش‌بینی بیش از حد می‌باشند مستعد اغراق و دست‌بالا گرفتن توانایی‌ها و عملکرد خود هستند اما از طرف دیگر احتمال و میزان هزینه‌های آشفته‌گی مالی را دست‌کم می‌گیرند. این دسته از مدیران نسبت به پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود تعهد و الزام بیشتری دارند و پروژه‌های با عملکرد ضعیف حتی با خالص ارزش فعلی منفی را در حال ایجاد ارزش می‌دانند در حالی که در واقع این طور نیست (دستگیر و همکاران، ۱۳۹۳). لذا انتظار بر این است که مدیران خوش‌بین به دلیل تصمیم‌گیری‌های غیر عقلایی موجبات کاهش ارزش شرکت را در بورس اوراق بهادار فراهم آورد. فرضیه پنجم پژوهش بدین صورت تدوین گردید:

فرضیه پنجم: وجود مدیران بیش از حد خوش‌بین منجر به کاهش ارزش شرکت‌ها می‌گردد.

اعتقاد بر این است که مدیران توانا تر درک مناسبی از فن-آوری و روند صنعت دارند و با اتکالی بیشتری می‌توانند تقاضای محصولات را پیش‌بینی کنند. هم‌چنین، سرمایه‌گذاری مناسب‌تر در طرح‌های با ارزش‌تر و مدیریت کارای کارمندان نیز از ویژگی مدیران توانمند است. انتظار می‌رود در کوتاه مدت این مدیران بتوانند درآمد بیشتری با استفاده از سطح معینی از منابع کسب کنند و یا با استفاده از منابع کم‌تر، بتوانند به سطح معینی از درآمد دست یابند. انتظار بر این است که با افزایش توانایی مدیریت، ارزش بنگاه اقتصادی بیشتر شود (دی‌ملو و مرسدس، ۲۰۱۰).

فرضیه ششم: وجود مدیران توانا باعث افزایش ارزش شرکت می‌گردند.

۵- مدل و متغیرهای پژوهش

۵-۱- مدل‌های پژوهش

با توجه به فرضیه اول و دوم پژوهش مبنی بر تاثیر خوش‌بینی و توانایی مدیریت بر اهرم مالی شرکت‌ها از مدل‌های رگرسیونی زیر بهره گرفته شده است:

مدل فرضیه اول پژوهش:

$$lev = \beta_0 + \beta_1 CEO_OCit + \beta_3 size + \beta_4 tang + \beta_5 intan + \epsilon_i$$

مدل فرضیه دوم پژوهش:

$$lev = \beta_0 + \beta_1 Managerial_Ability_{it} + \beta_3 size + \beta_4 tang + \beta_5 intan + \epsilon_i$$

همچنین با توجه به فرضیه سوم و چهارم پژوهش مبنی بر تاثیر خوش‌بینی و توانایی مدیریت بر عدم تقارن اطلاعاتی از مدل‌های رگرسیونی ذیل بهره گرفته شده است:

برای فرضیه سوم پژوهش:

$$SPREAD_{it} = \beta_0 + \beta_1 * CEO_OC_{it} + \beta_2 * RET_{it} + \beta_3 * Salesgrowth_{it} + \beta_4 * Size_{it} + \beta_5 * Loss_{it} + \beta_6 * Bankz_{it} + \beta_7 * Restatement_{it} + \beta_8 * Audit\ size_{it} + \epsilon_{it}$$

برای فرضیه چهارم پژوهش:

$$SPREAD_{it} = \beta_0 + \beta_1 * Managerial_Ability_{it} + \beta_2 * RET_{it} + \beta_3 * Salesgrowth_{it} + \beta_4 * Size_{it} + \beta_5 * Loss_{it} + \beta_6 * Bankz_{it} + \beta_7 * Restatement_{it} + \beta_8 * Audit\ size_{it} + \epsilon_{it}$$

و با توجه به بررسی تاثیر خوش‌بینی و توانایی مدیریت بر ارزش شرکت فرضیه‌های پنجم و ششم پژوهش از مدل‌های رگرسیونی ذیل بهره گرفته شد:

مدل فرضیه پنجم پژوهش:

$$Q\ Tobin_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEO_OC_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Debt_{it} + \beta_4 Age_{it} + Salesgrowth_{it} + \epsilon_i$$

مدل فرضیه ششم پژوهش:

$$Q\ Tobin_{it} = \beta_0 + \beta_1 Managerial_Ability_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Debt_{it} + \beta_4 Age_{it} + Salesgrowth_{it} + \epsilon_i$$

۵-۲-۲- متغیرهای پژوهش

۵-۲-۱- متغیرهای وابسته پژوهش

برای فرضیه‌های اول و دوم پژوهش، متغیر اهرم مالی (LEV) به عنوان متغیر وابسته پژوهش در نظر گرفته شده است. و از تقسیم جمع بدهی‌ها بر جمع دارایی‌ها بدست می‌آید. برای فرضیه سوم و چهارم پژوهش از متغیر عدم تقارن اطلاعاتی به عنوان متغیر وابسته پژوهش بهره گرفته شده که نحوه محاسبه آن بر اساس مدل ونکاتش و چیانگ^{۱۸} (۱۹۸۶) به شرح ذیل است:

(۷)

$$SPREAD_{it} = [(AP - BP) \times 100] / (AP + BP) \div 2 \quad (9)$$

AP: میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره t
BP: میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در دوره t

طبق مدل بالا هرچه دامنه‌ی تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام عدد بزرگتری باشد، حاکی از عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر است. در آزمون فرضیه‌ها، قدر مطلق عدد حاصل از این مدل مورد استفاده قرار می‌گیرد.

و در پایان برای فرضیه‌های پنجم و ششم پژوهش از متغیر توبین ساده ($Q_{Tobin_{it}}$) به عنوان شاخصی از ارزش شرکت به عنوان متغیر وابسته بهره گرفته شده است که نحوه محاسبه آن به شرح ذیل است:

(۸)

$$QS = (VOCSILOY + EMVOPSILOY + BVLTILLOY + BVCLILLOY) / BVTAILOY$$

VOCSILOY: ارزش سهام عادی در پایان سال
EMVOPSILOY: برآورد ارزش سهام ممتاز در پایان سال
BVLTILLOY: ارزش دفتری بدهی‌های بلند مدت در پایان سال

BVCLILLOY: ارزش دفتری بدهی‌های جاری در پایان سال

BVTAILOY: ارزش دفتری کل دارایی‌ها در پایان سال

در ایران به دلیل عدم انتشار سهام ممتاز عملاً برآورد ارزش سهام ممتاز ($EMVOPSILOY$) در محاسبه شاخص حذف می‌گردد. در صورتی که شاخص توبین محاسبه شده برای شرکت بزرگتر از یک باشد معمولاً نشانه‌ی ارزشمندی فرصت سرمایه‌گذاری و رشد شرکت است.

۵-۲-۲- متغیرهای مستقل پژوهش

CEO_OC_{it} : یک متغیر مجازی است اگر مدیر اجرایی یک شرکت خوش‌بینی بیش از حد داشته باشد عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر در نظر می‌گیریم. اطمینان بیش از حد مدیران اجرایی به عنوان متغیر پیش‌بین یا مستقل تعیین می‌شود. اطمینان بیش از حد مدیران مطابق پژوهش ایشیکاوا و تاکاشی (۲۰۱۰) از طریق اندازه‌گیری پیش‌بینی جانبدارانه مدیران محاسبه می‌شود.

علامت مثبت پیش‌بینی جانبدارانه مدیران نشان می‌دهد که مدیران جانبداری خوش‌بینانه داشته‌اند.

(۹)

سود هر سهم واقعی - سود هر سهم پیش‌بینی شده

میانگین قیمت سهم در شش ماهه دوم

$Managerial_Ability$: دمجیان و همکاران (۲۰۱۲) برای

برآورد کارایی کل شرکت با استفاده از روش تحلیل پوشش داده‌ها فرمول ذیل را در نظر گرفتند.

برآورد کارایی = فروش خالص / اموال ماشین آلات و تجهیزات + اجاره عملیاتی + هزینه‌های تحقیق و توسعه + سرقتی خریداری شده + دارایی نامشهود + بهای تمام شده کالای فروش رفته + هزینه‌های اداری و عمومی فروش.

این مدل همانند تحقیقات گذشته هم توانایی‌های مدیریت و ویژگی یک شرکت را در بر می‌گیرد. در چنین مواردی نسبت دادن معیارهای کارایی کل شرکت به مدیر در تعیین توانایی مدیریتی باعث بزرگنمایی می‌شود. بنابراین در دومین مرحله از برآورد توانایی مدیریت، محرک‌های نامرتب با توانایی مدیریتی را از برآورد کارایی کل شرکت حذف می‌کنیم. به همین علت ابتدا از یک رگرسیون که ارتباط کارایی شرکت‌ها را با عوامل شرکتی نشان می‌دهد استفاده می‌شود. خطاهای باقیمانده حاصل از مدل نشان دهنده‌ی امتیاز توانایی مدیران است.

(۱۰)

$$Firm\ Efficiency = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(Total\ Assets) + \alpha_2 Market\ Share + \alpha_3 Positive\ Free\ Cash\ Flow + \alpha_4 \ln(Age) + \alpha_5 Foreign\ Currency\ Indicators + \epsilon_i$$

$\ln(Total\ Assets)$: اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت

Market Share: سهم بازار شرکت که از تقسیم فروش شرکت در پایان سال بر فروش صنعت بدست می‌آید.

$\ln(Age)$: لگاریتم طبیعی عمر شرکت

Free Cash Flow: اگر شرکتی جریان نقد آزاد مثبت داشته باشد به شاخص جریان نقد آزاد عدد یک و در غیر اینصورت

Tang: عبارت است از نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به جمع دارایی‌ها که به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته می‌شود از آنجا که دارایی‌های ثابت مشهود به آسانی مورد نظارت و بازبینی قرار می‌گیرد و از جانب بستانکاران به عنوان وثیقه مناسبی تلقی می‌شود، اهرم مالی را افزایش می‌دهد.

Intan: نیز یک متغیر کنترلی است که در پژوهش حاضر مطابق با پژوهش مارگاریتز و پسیلاکی^{۱۹} از تقسیم دارایی‌های نامشهود (ارزش دفتری ارائه شده در ترازنامه) بر سرمایه بدست می‌آید. دارایی‌های نامشهود می‌تواند بیانگر فرصت‌های رشد آتی باشد. به طور کلی، فرصت‌های رشد منجر به افزایش هزینه‌های نمایندگی بدهی شده و انتظار بر این است که دارایی‌های نامشهود تأثیر منفی بر میزان اهرم مالی داشته باشد.

Age: متغیر کنترل عمر شرکت است که برابر با لگاریتم طبیعی سن شرکت با توجه به سال تاسیس می‌باشد.

Debt: متغیر کنترل اثر اهرمی شرکت می‌باشد به عنوان رابطه بین کل بدهی‌ها و دارایی‌های شرکت است.

۶- یافته‌های تحقیق

۶-۱- آمار توصیفی

نگاره (۲) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل آزمون فرضیه‌های پژوهش را برای ۱۶۰ شرکت عضو نمونه، طی ۶ سال، نشان می‌دهد. نزدیک بودن میانگین و میانه‌ی متغیرها نشان از نرمال بودن داده‌ها دارد. انحراف معیار میزان پراکندگی داده‌ها را نمایان می‌سازد. میزان انحراف معیار عدم تقارن اطلاعاتی (۲۱/۴۳) می‌باشد که نشان دهنده‌ی آن است که پراکندگی زیادی در بین داده‌های عدم تقارن اطلاعاتی در بین شرکت‌ها وجود دارد. در شاخص توبین پراکندگی کمی در داده‌ها وجود دارد اما ضریب کشیدگی این متغیر برابر ۳۵/۲۵- می‌باشد که نشان دهنده‌ی بالاتر بودن قله‌ی توزیع از توزیع نرمال است. بنابراین می‌توان بیان کرد که این متغیر دارای توزیع متقارن است ولی نرمال نخواهد بود. این وضعیت برای متغیرهای نسبت اهرم مالی (ضریب کشیدگی ۴۲۲/۶۲) و نرخ رشد فروش (ضریب کشیدگی ۶۵۹/۸۶) نیز صدق می‌کند. مابقی متغیرهای پژوهش دارای توزیع نرمال می‌باشند.

عدد صفر در نظر گرفته می‌شود. جریان نقد آزاد بصورت ذیل محاسبه می‌شود:

FCF: سود عملیاتی قبل از کسر استهلاک - مالیات پرداختی - هزینه بهره پرداختی - سود سهام پرداختی
Foreign Currency Indicatore: شاخص فعالیت برون مرزی شرکت

Ei: مقدار باقیمانده مدل رگرسیون است که نشان دهنده توانایی مدیریت در شرکت است.

لازم به ذکر است که در این پژوهش رابطه بالا با توجه به در دسترس بودن اطلاعات و امکان محاسبه متغیرها مورد استفاده قرار گرفته است به عنوان نمونه اطلاعات لازم در مورد اجاره عملیاتی در دسترس نبود در نتیجه این متغیر حذف شد.

۵-۲-۳- متغیرهای کنترلی پژوهش

RETit: نسبت بازده سالانه سهام که نحوه محاسبه آن به شرح ذیل است:

مزایای سهام جایزه + مزایای حق تقدم + سود نقدی ناخالص هر سهم + تفاوت قیمتی اول و آخر دوره سهام
قیمت

سهام در پایان (ابتدای) سال مالی

(۱۱)

Sales growtht: نرخ رشد فروش برابر است با (فروش در سال جاری - فروش در سال قبل) / فروش در سال قبل
Size: اندازه شرکت عبارتست از لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی‌ها شرکت

Loss: یک متغیر مجازی استاگر یک شرکت زیان خالص گزارش کند در سال جاری عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر در نظر گرفته می‌شود.

Bankz: مدل ورشکستگی z بر اساس مدل (Zmijewski 1984):

+ (جمع دارایی‌ها / درآمد خالص) * ۳.۵۹۹ - ۴.۸۰۳ * $Bank z =$
* ۰.۱۰۰ - (جمع دارایی‌ها/جمع بدهی‌ها) * ۵.۴۰۶
(بدهی جاری / دارایی جاری) (۱۲)

Audit size: یک متغیر مجازی است اگر موسسه حسابرسی کننده سازمان حسابرسی باشد عدد یک و در غیر اینصورت از عدد صفر در نظر گرفته می‌شود.

Restatement: یک متغیر مجازی است اگر شرکت در سال جاری تجدید ارائه صورت‌های مالی داشته باشد عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر در نظر گرفته می‌شود.

نگاره ۲- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرهای پژوهش	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	کمترین مقدار	بیشترین مقدار	انحراف معیار	ضرب چولگی	ضرب کشیدگی
شاخص توبین	۹۶۰	۱/۱۷	۱/۰۴	-۰/۴۵	۱۲/۳۱	۱/۱۶	۴/۸۶	۳۵/۲۵
عدم تقارن اطلاعاتی	۹۶۰	۱۰/۶۲	۵/۰۸۳	-۱۱۱/۱۱	۱۳۱/۲۵	۲۱/۴۳	۱/۶۹	۱۳/۶۱
نسبت اهرم مالی	۹۶۰	۰/۶۶۰	۰/۶۵۸	۰/۶۲	۱۱/۴۱	۱/۴۰	۱۷/۵۵	۴۲۲/۶۲
توانایی مدیریت	۹۶۰	۱/۵۰	۰/۰۱۰	-۰/۶۷۲	۰/۵۸۸	۱/۱۶	-۰/۱۶	۳/۱۸
خوش بینی بیش از حد	۹۶۰	۰/۷۵۷	۱	۰	۱	۰/۴۲	-۱/۲۰	۲/۴۵
بازده سهام	۹۶۰	۰/۵۹	۰/۲۶	-۰/۷۸	۰/۸۱	۱/۰۳	۲/۵۳	۱۱/۹۴
نرخ رشد فروش	۹۶۰	۰/۳۸	۰/۱۹	-۰/۹۹	۰/۸۴	۲/۹۸	۲۴/۴۰	۶۵۹/۸۶
شرکت‌های زیان ده	۹۶۰	۰/۱۱	۰	۰	۱	۰/۳۲	۲/۴۳	۶/۹۳
اندازه شرکت	۹۶۰	۱۳/۷۰	۱۳/۵۷	۱۰/۰۹	۱۹/۶۲	۱/۴۰	۰/۷۵	۴/۲۰
عمر شرکت ها	۹۶۰	۳/۶۶	۳/۷۶	۳/۰۹	۴/۰۹	۰/۲۶	-۰/۴۲	۱/۸۵
ورشکستگی مدل z	۹۶۰	۰/۳۲	۰/۱۴	-۳۳/۶۹	۱۲/۹۵	۳/۰۴	-۱/۵۱	۲۴/۲۹
تجدید ارائه صورت‌های مالی	۹۶۰	۰/۹۰	۱	۰	۱	۰/۲۹	-۲/۷۶	۸/۶۳
اندازه حسابرس	۹۶۰	۰/۲۰	۰	۰	۱	۰/۴۰	۱/۴۶	۳/۱۳
کارایی شرکت‌ها	۹۶۰	۰/۶۱۲	۰/۶۱۱	۰/۰۱۵	۱	۰/۲۱۷	-۰/۰۲۲	۲/۴۸
سهام بازار	۹۶۰	۰/۰۶۳	۰/۰۲۸	۰	۰/۶۴	۰/۱۰	۲/۸۸	۱۱/۴۸
جریان نقد آزاد مثبت	۹۶۰	۰/۷۷	۱	۰	۱	۰/۴۲	-۱/۳۰	۲/۶۹
متغیر مبادلات خارجی	۹۶۰	۰/۴۵	۰	۰	۱	۰/۴۹	۰/۱۹	۱/۰۳
دارایی‌های مشهود	۹۶۰	۰/۲۳۸	۰/۲۰۰	۰/۸۷۸	۰/۰۰۳	۰/۱۵۵	۰/۷۷	۴/۲۹
دارایی‌های نامشهود	۹۶۰	۰/۱۵۷	۰/۱۳۲	۰/۲۱۵	۰/۷۸۸	۰/۱۵۸	۰/۹۰۷	۴/۲۸۹

منبع: محاسبات محقق

۲-۶- آمار استنباطی

۱-۲-۶- نتایج آزمون انتخاب روش‌های تخمین

در تحلیل داده‌های ترکیبی ضرورت دارد ابتدا نوع الگو متناسب با شرایط پژوهش و داده‌های مورد بررسی تعیین شود. گام اول تصمیم در خصوص استفاده از مدل اثرات مقید در مقابل اثرات غیر مقید می‌باشد. که این موضوع بستگی به ثابت یا متغیر بودن عرض از مبدا مدل دارد. برای تشخیص ساختار

مناسب در این مرحله از آزمون چاو (اف لیمر) استفاده شده است.

و گام دوم تصمیم در خصوص برآورد مدل اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی می‌باشد. که این موضوع به رابطه‌ی بین تغییرات عرض از مبدا و متغیرهای توضیحی در مدل بستگی دارد. تشخیص الگوی مناسب در این مرحله با استفاده از آزمون هاسمن انجام می‌شود. نتایج آزمون‌های انتخاب روش در نگاره (۳) ارائه شده است.

نگاره ۳- نتایج انتخاب روش‌های تخمین

شرح	آماره اف لیمر	سطح معنی داری	نتیجه آزمون	آماره آزمون هاسمن	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
مدل توانایی مدیریت	۴/۹۸	۰/۰۰	روش پانل	۱۷/۲۲	۰/۰۰	اثرات ثابت
فرضیه اول	۶/۰۰	۰/۰۰	روش پانل	۶/۶۴	۰/۴۶	اثرات تصادفی
فرضیه دوم	۵/۱۴	۰/۰۰	روش پانل	۳/۰۲	۰/۸۸	اثرات تصادفی
فرضیه سوم	۲/۸۱	۰/۰۰	روش پانل	۱/۱۵	۰/۵۶	اثرات تصادفی
فرضیه چهارم	۲/۳۱	۰/۰۰	روش پانل	۱/۹۵	۰/۳۷	اثرات تصادفی
فرضیه پنجم	۱۴/۸۴	۰/۰۰	روش پانل	۱۷/۳۳	۰/۰۰	اثرات ثابت
فرضیه ششم	۱۲/۶۲	۰/۰۰	روش پانل	۲۰/۲۵	۰/۰۰	اثرات ثابت

منبع: محاسبات محقق

۳-۶- نتایج آزمون فرضیه‌ها

۱-۳-۶- فرضیه اول پژوهش

دهد که تمام متغیرهای کنترلی در سطح خطای ۵ درصد بر اهرم مالی تأثیر معناداری دارد. از آنجایی که ضریب احتمال آماره F کمتر از ۵٪ است، لذا مدل کلی رگرسیون معنادار بوده، علاوه بر آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در کل دوره پژوهش حدود ۰/۳۵ از تغییرات اهرم مالی در سطح کل شرکت‌ها تحت تأثیر متغیر خوش‌بینی مدیران اجرایی و متغیرهای کنترلی بوده است. و همچنین از آنجائیکه آماره دوربین- واتسون این مدل‌ها ۱/۵۶ است، می‌توان گفت که در این مدل خودهمبستگی مرتبه اول وجود ندارد.

در فرضیه اول مطرح شد که خوش‌بینی مدیران اجرایی بر اهرم مالی تأثیر مثبت دارد. نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق در نگاره شماره (۴) نشان می‌دهد که ضریب و آماره تی استیودنت برای متغیر خوش‌بینی مدیران اجرایی به ترتیب ۰/۱۹ و ۷/۷۳ است که در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. علامت مثبت ضریب متغیر حاکی از این است که خوش‌بینی مدیران اجرایی بر اهرم مالی تأثیر مثبت و معناداری دارد. این نتیجه فرضیه پژوهش را تأیید می‌کند. علاوه بر این، نتایج پژوهش نشان می‌-

نگاره ۴- نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

متغیر پژوهش	ضریب متغیر	خطای انحراف استاندارد	آماره تی استیودنت	سطح معنی داری
عرض از مبدا	-۰/۱۶۷	۰/۰۱۲	-۱۳/۱۱	۰/۰۰
خوش‌بینی مدیر اجرایی	۰/۱۹	۰/۰۰۲	۷/۷۳	۰/۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۵۹	۰/۰۰۰	۶۴/۳۵	۰/۰۰
دارایی ثابت	-۱/۸۰۰	۰/۰۵۶	-۳۱/۶۰	۰/۰۰
دارایی نامشهود	۳/۹۵۰	۰/۲۷۶	۱۴/۳۲	۰/۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۵۳	آماره F	۴۱/۷۵۱	۰/۰۰
آماره دوربین واتسون	۱/۵۶			

منبع: محاسبات محقق

تأیید می‌کند. علاوه بر این، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که تمام متغیرهای کنترلی در سطح خطای ۵ درصد بر اهرم مالی تأثیر معناداری دارد. از آنجایی که ضریب احتمال آماره F کمتر از ۵٪ است، لذا مدل کلی رگرسیون معنادار بوده، علاوه بر آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در کل دوره پژوهش حدود ۰/۳۱ از تغییرات اهرم مالی در سطح کل شرکت‌ها تحت تأثیر متغیر توانایی مدیران اجرایی و متغیرهای کنترلی بوده است. همچنین از آنجائیکه آماره دوربین- واتسون این مدل‌ها ۱/۹۵ است، می‌توان گفت که در این مدل خودهمبستگی مرتبه اول وجود ندارد.

۴-۳-۲- فرضیه دوم پژوهش

فرضیه دوم پژوهش به بررسی اثر توانایی مدیران اجرایی بر اهرم مالی شرکت می‌پردازد. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش در نگاره شماره (۵) نشان می‌دهد که ضریب و آماره تی استیودنت برای متغیر توانایی مدیران اجرایی به ترتیب ۰/۱۸ و ۲/۸۵۰ است که در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که توانایی مدیران اجرایی بر اهرم مالی شرکت تأثیر منفی و معناداری دارد. به عبارت دیگر، مدیران توانمند توانسته‌اند از اهرم مالی کمتری در ساختار سرمایه شرکت استفاده نمایند. این نتیجه فرضیه پژوهش را

نگاره ۵- نتایج آزمون فرضیه دوم

متغیر پژوهش	ضریب متغیر	خطای انحراف استاندارد	آماره تی استیودنت	سطح معنی داری
عرض از مبدا	-۰/۱۴۸	۰/۰۱۴	-۱۰/۰۶	۰/۰۰
توانایی مدیر	-۰/۱۸	۰/۰۰۶	-۲/۸۵۰	۰/۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۵۹	۰/۰۰۱	۵۴/۶۸	۰/۰۰
دارایی ثابت	-۱/۸۷۰	۰/۰۰۶	-۲۸/۷۷	۰/۰۰
دارایی نامشهود	۵/۱۶۰	۰/۳۵۴	۱۴/۶۰	۰/۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۱	آماره F	۳۴/۹۹	۰/۰۰
آماره دوربین واتسون	۱/۹۵			

منبع: محاسبات محقق

۳-۳-۴- فرضیه سوم پژوهش

در فرضیه سوم مطرح شد که خوش‌بینی مدیران اجرایی بر عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر مثبت و معنادار دارد. نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش در نگاره شماره (۶) نشان می‌دهد که ضریب متغیر خوش‌بینی مدیران اجرایی ۲/۰۲۶ و آماره تی استیودنت آن به میزان ۱۴/۷۸ است که در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. علامت ضریب متغیر خوش‌بینی مدیران اجرایی مثبت و معنادار است. از این رو فرضیه پژوهش رد نمی‌شود. به عبارت دیگر، خوش‌بینی مدیران اجرایی بر عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر مثبت دارد. علاوه بر این، نتایج پژوهش نشان داد که تمام

متغیرهای کنترلی به جز رشد شرکت در سطح خطای ۵ درصد بر عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر معناداری دارد. نتایج مربوط به آماره F نیز نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنادار بوده، علاوه بر آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در کل دوره پژوهش حدود ۰/۶۰ از تغییرات عدم تقارن اطلاعاتی در سطح کل شرکت‌ها تحت تاثیر متغیر خوش-بینی مدیران اجرایی و متغیرهای کنترلی بوده است. همچنین از آنجائیکه آماره دوربین-واتسون این مدل‌ها ۲/۰۸ است، می‌توان گفت که در این مدل خودهمبستگی مرتبه اول وجود ندارد.

نگاره ۶- نتایج آزمون فرضیه سوم

متغیر پژوهش	ضریب متغیر	خطای انحراف استاندارد	آماره تی استیودنت	سطح معنی داری
عرض از مبدا	۲۱/۰۵۹	۰/۶۰۳	۳۴/۹۱	۰/۰۰
خوشبینی مدیر اجرایی	۲/۰۲۶	۰/۱۳۷	۱۴/۷۸	۰/۰۰
بازده شرکت	-۰/۰۰۵	۰/۰۰۰	-۹/۶۶	۰/۰۰
رشد شرکت	۰/۰۱۹	۰/۰۱۸	۱/۰۰	۰/۳۱
اندازه شرکت	-۰/۹۷۴	۰/۰۴۱	-۲۳/۴۹	۰/۰۰
زیان ده بودن شرکت	-۲/۲۵۹	۰/۱۷۹	-۱۲/۶۱	۰/۰۰
بحران مالی شرکت	-۰/۲۹۱	۰/۰۱۹	-۱۴/۹۰	۰/۰۰
تجدید ارائه صورت های مالی	۱/۶۳۳	۰/۱۸۵	۸/۸۱	۰/۰۰
نوع حسابرس	۵/۲۱	۰/۱۴۲	۳۶/۷۰	۰/۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۰	آماره F	۱۸/۳۹	۰/۰۰
آماره دوربین واتسون	۲/۰۸			

منبع: محاسبات محقق

۴-۳-۴- فرضیه چهارم پژوهش

در فرضیه چهارم مطرح شد که توانایی مدیران اجرایی بر عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر منفی دارد. نتایج آزمون فرضیه چهارم پژوهش در نگاره شماره (۷) نشان می‌دهد که ضریب متغیر توانایی مدیر ۳/۷۷۵- و آماره تی استیودنت آن به میزان ۱۱/۶۴- است که در سطح خطای ۵ درصد معنادار می‌باشد. علامت متغیر توانایی مدیران اجرایی منفی و معنادار است. از این رو فرضیه پژوهش تایید می‌گردد. به عبارت دیگر، توانایی مدیران اجرایی بر عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر منفی و معناداری دارد. علاوه بر این، نتایج پژوهش نشان داد که تمام متغیرهای

کنترلی به جز رشد شرکت در سطح خطای ۵ درصد بر عدم تقارن اطلاعاتی تاثیر معنادار دارد. نتایج مربوط به آماره F نیز نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنادار بوده، علاوه بر آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در کل دوره پژوهش حدود ۰/۵۲ از تغییرات عدم تقارن اطلاعاتی در سطح کل شرکت‌ها تحت تاثیر متغیر توانایی مدیران اجرایی و متغیرهای کنترلی بوده است. همچنین از آنجائیکه آماره دوربین-واتسون این مدل‌ها ۲/۰۸ است، می‌توان گفت که در این مدل خودهمبستگی مرتبه اول وجود ندارد

نگاره ۷- نتایج آزمون فرضیه چهارم

متغیر پژوهش	ضریب متغیر	خطای انحراف استاندارد	آماره تی استیودنت	سطح معنی داری
عرض از مبدا	۱۹/۸۲۱	۰/۶۲۵	۳۱/۷۰	۰/۰۰
توانایی مدیر	-۳/۷۷۵	۰/۳۲۴	-۱۱/۶۴	۰/۰۰
بازده شرکت	-۰/۰۰۸	۰/۰۰۰	-۱۵/۳۰	۰/۰۰

متغیر پژوهش	ضریب متغیر	خطای انحراف استاندارد	آماره تی استیودنت	سطح معنی داری
رشد شرکت	-۰/۰۰۵	۰/۰۱۸	-۰/۲۸۳	۰/۷۷
اندازه شرکت	-۰/۷۸۵	۰/۰۴۳	۱۷/۹۲	۰/۰۰
زیان ده بودن شرکت	-۳/۵۷۰	۰/۱۹۱	-۱۸/۶۶	۰/۰۰
بحران مالی شرکت	-۰/۱۹۸	۰/۰۱۹	-۱۰/۰۷	۰/۰۰
تجدید ارائه صورت های مالی	۱/۶۴۲	۰/۲۰۵	۷/۹۹	۰/۰۰
نوع حسابرس	۵/۷۶۳	۰/۱۵۲	۳۷/۸۰	۰/۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۲	آماره F	۱۷/۶۵	۰/۰۰
آماره دوربین واتسون	۲/۰۸			۰/۰۰

منبع: محاسبات محقق

۴-۳-۵- فرضیه پنجم پژوهش

در فرضیه پنجم پژوهش اثر خوش‌بینی مدیران اجرایی بر ارزش شرکت مورد بررسی قرار می‌گیرد. نتایج آزمون فرضیه پنجم پژوهش در نگاره شماره (۸) نشان می‌دهد که ضریب و آماره تی استیودنت متغیر خوش‌بینی مدیر اجرایی به ترتیب ۰-۲۳۴/ و ۳۳/۵۰- است که در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که خوش‌بینی مدیران اجرایی بر ارزش شرکت تاثیر منفی و معناداری دارد که نتیجه بدست آمده سازگار با فرضیه پژوهش است. به عبارت دیگر، با افزایش خوش‌بینی مدیران اجرایی، بازار سرمایه ارزش کمتری را در نظر می‌گیرد. نتایج مربوط به آماره F نیز نشان می‌دهد که

مدل در حالت کلی معنادار بوده علاوه بر آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در کل دوره پژوهش حدود ۰/۲۳ از تغییرات ارزش شرکت در سطح کل شرکت‌ها تحت تاثیر متغیر خوش‌بینی مدیران اجرایی و متغیرهای کنترلی بوده است و همچنین از آنجائیکه آماره دوربین- واتسون این مدل‌ها ۲/۱۶ است، می‌توان گفت که در این مدل خودهمبستگی مرتبه اول وجود ندارد. علاوه بر این، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، اهرم مالی، رشد شرکت و عمر شرکت بر ارزش شرکت تاثیر معناداری دارد.

نگاره ۸- نتایج آزمون فرضیه پنجم

متغیر پژوهش	ضریب متغیر	خطای انحراف استاندارد	آماره تی استیودنت	سطح معنی داری
عرض از مبدا	۱/۵۶۰	۰/۰۴۹	۳۱/۳۶	۰/۰۰
خوشبینی مدیر اجرایی	-۰/۲۳۴	۰/۰۰۷	-۳۳/۵۰	۰/۰۰
اندازه شرکت	-۰/۰۷۸	۰/۰۰۲	-۳۶/۱۸	۰/۰۰
اهرم مالی	-۰/۶۳۰	۰/۰۱۱	-۵۷/۰۷	۰/۰۰
رشد شرکت	۰/۰۶۸	۰/۰۰۱	۴۴/۵۹	۰/۰۰
عمر شرکت	۰/۳۴۱	۰/۰۱۱	۳۰/۰۹	۰/۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۲۷	آماره F	۱۱/۸۹	۰/۰۰
آماره دوربین واتسون	۲/۱۶			

منبع: محاسبات محقق

۴-۳-۶- فرضیه ششم پژوهش

فرضیه ششم به بررسی تاثیر توانایی مدیران اجرایی بر ارزش شرکت می‌پردازد. نتایج آزمون فرضیه ششم پژوهش در نگاره شماره (۹) نشان می‌دهد که ضریب متغیر و آماره تی استیودنت به ترتیب ۰/۱۱ و ۶/۶ است که در سطح خطای ۵ درصد معنادار می‌باشد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که

متغیر توانایی مدیران اجرایی بر ارزش شرکت تاثیر مثبت و معناداری دارد. نتایج مربوط به آماره F نیز نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنادار بوده، علاوه بر آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در کل دوره پژوهش حدود ۰/۲۶ از تغییرات ارزش شرکت در سطح کل شرکت‌ها تحت تاثیر متغیر توانایی مدیران اجرایی و متغیرهای کنترلی بوده است و همچنین از آنجائیکه آماره دوربین-

واتسون این مدل‌ها ۲/۱۷ است، می‌توان گفت که در این مدل خود همبستگی مرتبه اول وجود ندارد. علاوه بر این نتایج پژوهش نشان می‌دهد که متغیرهای کنترلی اندازه شرکت،

اهرم شرکت، رشد شرکت و عمر شرکت بر متغیر ارزش شرکت در سطح خطای ۵ درصد تاثیر معنی دار دارد.

نگاره ۹- نتایج آزمون فرضیه ششم

متغیر پژوهش	ضریب متغیر	خطای انحراف استاندارد	آماره تی استیودنت	سطح معنی داری
عرض از مبدا	۱/۲۶۶	۰/۰۵۲	۲۴/۰۶	۰/۰۰
توانایی مدیر	۰/۱۱	۰/۰۱۷	۶/۶	۰/۰۰
اندازه شرکت	-۰/۰۷۱	۰/۰۰۲	-۳۰/۸۱	۰/۰۰
اهرم مالی	-۰/۶۷۰	۰/۰۱۱	-۵۸/۳۵	۰/۰۰
رشد شرکت	۰/۰۷۲	۰/۰۰۱	۴۵/۹۳	۰/۰۰
عمر شرکت	۰/۳۵۶	۰/۰۱۲	۲۹/۳۹	۰/۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۶	آماره F	۱۲/۹۰۸	۰/۰۰
آماره دوربین واتسون	۲/۱۷			

منبع: محاسبات محقق

۴-۴- نتایج آزمون فروض رگرسیون

بعد از برآورد مدل‌های فرضیه‌های پژوهش لازم است نتایج مربوط به فروض کلاسیک رگرسیون مورد بررسی قرار گیرد. در فرض همسانی واریانس خطاهای مدل بیان می‌شود که واریانس مقادیر خطا در مدل می‌بایست در دوره‌ها و مقاطع مختلف یکسان باشد. انحراف از این فرض ناهمسانی واریانس نامیده می‌شود. برای بررسی همسان بودن واریانس خطاهای مدل از آزمون وایت (۱۹۸۰) در نرم افزار Eviews استفاده شده است. در صورتی که پس از انجام آزمون وایت مشاهده شود که خطاهای مدل رگرسیون همسان نمی‌باشند باید نسبت به رفع ناهمسانی اقدام نمود. چرا که تخمین مدل در این حالت و عدم توجه به ناهمسانی واریانس خطاها می‌تواند نتایج کاذب و استنباط گمراه کننده ایجاد کند. در واقع در صورت وجود ناهمسانی واریانس، خط رگرسیون بهترین خط برازش نخواهد بود (بنی مهد و همکاران، ۱۳۹۵).

یکی از فرض‌های اساسی در تخمین مدل رگرسیون، عدم خود همبستگی بین جملات خطا یا همبستگی سریالی می‌باشد. یکی از روش‌های مرسوم برای بررسی وجود یا عدم وجود خود همبستگی بین مقادیر خطا آزمون بروش گادفری نام دارد که خودهمبستگی را در مراتب مختلف ارزیابی می‌کند. در صورت وجود خود همبستگی بین مقادیر خطا، ضریب تعیین مدل (R^2) بیش از اندازه واقعی محاسبه می‌شود و تخمین زن-های روش رگرسیون حداقل مربعات به درستی پارامترهای جامعه را برآورد نمی‌کنند (بنی مهد و همکاران، ۱۳۹۵). نتایج آزمون نشان داد که ناهمسانی واریانس و خود همبستگی در برخی از فرضیه‌های پژوهش وجود دارد که به منظور رفع مشکل ایجاد شده از روش رگرسیون تعمیم یافته (GLS) و اتورگرسیون مرتبه اول AR(1) استفاده شد. نتایج در نگاره (۱۰) ارائه شده است.

نگاره ۱۰- نتایج فروض کلاسیک

شرح	خودهمبستگی	سطح معنی داری	آزمون خودهمبستگی	ناهمسانی واریانس	سطح معنی داری	آزمون ناهمسانی واریانس
مدل توانایی مدیریت	۱۶/۴۴	۰/۰۰	دارد	۳۱۲/۷۲	۰/۰۰	دارد
فرضیه اول	۰/۱۴	۰/۷۰	ندارد	۲۸۲۸/۳۲	۰/۰۰	دارد
فرضیه دوم	۰/۰۹	۰/۷۶	ندارد	۲۴۰۲/۰۱	۰/۰۰	دارد
فرضیه سوم	۴۷/۲۱	۰/۰۰	دارد	۱۸۷۰/۵۰	۰/۰۰	دارد
فرضیه چهارم	۸۳/۷۷	۰/۰۰	دارد	۱۷۱۱/۹۰	۰/۰۰	دارد
فرضیه پنجم	۱/۰۸	۰/۲۹	ندارد	۲۶۷۷/۰۱	۰/۰۰	دارد
فرضیه ششم	۰/۴۳	۰/۵۰	ندارد	۲۱۵۷/۵۶	۰/۰۰	دارد

منبع: محاسبات محقق

۵- نتیجه‌گیری و بحث

هدف این پژوهش بررسی تأثیر شخصیت مدیران اجرایی بر عدم تقارن اطلاعاتی، اهرم مالی و ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. برای انجام این پژوهش تعداد ۱۶۰ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۹۴-۱۳۸۹ بررسی شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیونی ترکیبی با اثرات ثابت و تصادفی در طی دوره پژوهش استفاده شده است. برای محاسبه متغیر توانایی مدیریت از مدل درجیان و همکاران (۲۰۱۲) و همچنین متغیر خوش بینی بیش از حد مدیران اجرایی از مدل ایشیکاوا و تاکاشی (۲۰۱۰) استفاده گردید. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که:

۱- نتایج حاصل از فرضیه اول پژوهش نشان می‌دهد که وجود مدیران بیش از حد خوشبین در یک بنگاه اقتصادی منجر به افزایش اهرم مالی می‌گردد. یکی از مهم‌ترین عواملی که ممکن است در چنین نتیجه‌ای تأثیر داشته باشد، این است که، مدیرانی که به سودآوری واحد تجاری خوش بین هستند، احساس می‌کنند بازار سرمایه اوراق سهام آن‌ها را کمتر از واقع ارزشگذاری می‌کند از این رو در مواردی که واحد تجاری به تامین مالی نیاز داشته باشد مدیران تامین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند. در واقع چنانچه مدیران بیش از حد خوش بین با توجه به منابع داخلی شرکت اقدام به بیش سرمایه‌گذاری کنند، ممکن است جریان‌های نقدی مورد نیاز جهت ایفای تعهدات و پرداخت بدهی‌ها در زمان مناسب فراهم نشود. بنابراین برای مدیرانی با این سبک از مدیریت، تامین مالی از طریق بدهی باعث بهبود وضعیت نقدینگی شرکت بصورت موقت می‌گردد و مدیر به اهداف تامین مالی خود دست می‌یابد. اما در صورتی که مدیران خوش-بین بخواهند جهت پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود از طریق اوراق سهام اقدام به تامین مالی کنند سرمایه‌گذاران منطقی و ریسک‌گریز به دلیل اینکه معتقدند اینگونه مدیران اقدام به تصمیم‌گیری‌های غیر عقلایی می‌کنند و پروژه‌های با عملکرد ضعیف حتی با خالص ارزش فعلی منفی را در حال ایجاد ارزش می‌دانند، لذا اقدام به سرمایه‌گذاری در اینگونه شرکت‌ها نمی‌کنند و در نتیجه اینگونه شرکت‌ها به ناچار تامین مالی از طریق بدهی را ترجیح می‌دهند. نتایج مطابق با نتایج بدست آمده در پژوهش ایشیکاوا و تاکاشی (۲۰۱۰) می‌باشد.

۲- نتایج حاصل از فرضیه دوم پژوهش نشان می‌دهد که وجود مدیران توانا در یک بنگاه اقتصادی منجر به کاهش اهرم مالی می‌گردد. بر اساس یافته پژوهش می‌توان چنین بیان کرد مدیران توانمند توانسته‌اند از اهرم مالی کمتری در ساختار

سرمایه شرکت استفاده نمایند زیرا مدیران توانا تر از کارایی بالاتری برخوردار بوده و حاضر نیستند با افزایش بدهی‌ها، واحد تجاری را با خطر ورشکستگی و بحران مالی مواجه سازند. به عبارت دیگر مدیران توانا به احتمال زیاد در طرح‌هایی سرمایه-گذاری می‌کنند که ارزش فعلی خالص مثبت بالاتری دارد و همچنین توانایی بیشتری در اجرای مناسب آن خواهند داشت. شرکت‌هایی که به وسیله مدیران توانا اداره می‌شود ارزش بیشتری نزد سرمایه‌گذاران خواهد داشت. بنابراین اینگونه شرکت‌ها به منظور تامین مالی جهت اجرای طرح‌های خود لزومی در افزایش بدهی‌های خود نمی‌بینند. و در هنگام تامین مالی به افزایش سرمایه روی خواهند آورد. نتایج بدست آمده در پژوهش مغایر با تحقیق حاجب و همکاران (۱۳۹۳) می‌باشد.

۳- نتایج حاصل از فرضیه سوم پژوهش نشان می‌دهد که وجود مدیران بیش از حد خوش‌بین در یک بنگاه اقتصادی منجر به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی می‌گردد. در تفسیر این یافته می‌توان چنین عنوان کرد که به دلیل اینکه مدیران خوش‌بین نسبت به پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود تعهد و الزام بیشتری دارند و پروژه‌های با عملکرد ضعیف حتی با خالص ارزش فعلی منفی را در حال ایجاد ارزش می‌دانند، در حالی که در واقع این طور نیست. بر اساس تئوری علامت دهی پروژه-های با عملکرد پایین و یا حتی با خالص ارزش فعلی منفی می‌تواند یک خبر بد برای سرمایه‌گذاران باشد. چرا که تغییرات منفی در عملکرد پروژه‌ها می‌تواند تأثیر منفی بر قیمت بازار و انتظار سرمایه‌گذاران از عملکرد آتی شرکت داشته که سبب کاهش مزایای آتی مدیران می‌گردد. لذا مدیران نسبت به افشای اطلاعات محرمانه‌ای که از بازخورد منفی سرمایه‌گذاری مشاهده کرده‌اند، تمایلی ندارند که این امر منجر به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی به دلیل وجود اطلاعات محرمانه و کیفیت افشا نامطلوب، می‌شود. نتایج بدست آمده در پژوهش با پژوهش چامرن و همکاران (۲۰۰۹) مطابقت دارد.

۴- نتایج حاصل از فرضیه چهارم پژوهش نشان می‌دهد که وجود مدیران اجرایی توانا در یک بنگاه اقتصادی منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌گردد. بر اساس یافته‌های پژوهش می‌توان چنین استدلال کرد که مدیران توانا تر، درک مناسبی از فن‌آوری و روند صنعت دارند و با اتکای بیشتری می‌توانند تقاضای محصولات را پیش بینی کنند. هم چنین، سرمایه‌گذاری مناسب‌تر در طرح‌های با ارزش تر و مدیریت کارای کارمندان نیز از ویژگی مدیران توانمند است. انتظار می‌رود در کوتاه مدت این مدیران بتوانند درآمد بیشتری با استفاده از سطح معینی از منابع کسب کنند و یا با استفاده از

سرمایه‌گذاری خود به گونه‌ای عمل می‌کنند که ارزش شرکت کاهش یافته و به خطر افتد زیرا اینگونه مدیران مستعد اغراق و دست بالا گرفتن توانایی‌ها و عملکرد خود هستند و از طرف دیگر احتمال و میزان هزینه‌های آشفتنگی مالی را دست کم می‌گیرند. نتایج این پژوهش با نتایج دستگیر و همکاران (۱۳۹۳) مطابقت دارد.

۶- نتایج حاصل از فرضیه ششم پژوهش بیانگر آن است که مدیران توانا با سرمایه‌گذاری مناسب‌تر در طرح‌های با ارزش‌تر و مدیریت کارای کارمندان می‌توانند در کوتاه مدت درآمد بیشتری با استفاده از سطح معینی از منابع کسب کنند و یا با استفاده از منابع کم‌تر، بتوانند به سطح معینی از درآمد دست یابند و منجر به افزایش ارزش شرکت گردد. نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ها به صورت خلاصه در نگاره شماره‌ی (۱۱) ارائه شده است.

منابع کم‌تر، بتوانند به سطح معینی از درآمد دست یابند. لذا سرمایه‌گذاران ارزش چنین شرکتی را به خوبی درک می‌کنند. بر اساس تئوری علامت دهی عملکرد مناسب مدیران در انتخاب پروژه‌های مناسب با خالص ارزش فعلی مثبت و اجرای مناسب این پروژه‌ها می‌تواند تاثیر مثبتی بر قیمت بازار و انتظار سرمایه‌گذاران از عملکرد آتی شرکت، داشته باشد. لذا مدیران توانا تر قادرند از طریق کاهش اطلاعات نامتقارن ارزش ذاتی شرکت را بهتر به سرمایه‌گذاران منتقل کنند و سبب افزایش مزایای خود گردند. نتایج پژوهش با نتایج آندرو و همکاران (۲۰۱۳) مطابقت دارد.

۵- نتایج حاصل از فرضیه پنجم پژوهش نشان می‌دهد که وجود مدیران بیش از حد خوشبین در یک بنگاه اقتصادی منجر به کاهش ارزش شرکت می‌گردد. می‌توان چنین بیان کرد که مدیران خوشبین در تصمیم‌گیری‌هایشان بیش از سایرین مستعد تصمیم‌گیری‌های غیر عقلایی هستند و در تصمیمات

نگاره ۱۱- خلاصه‌ی نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

فرضیه	متغیر وابسته	متغیر مستقل	تعداد مشاهدات	نتیجه آزمون	نوع تاثیر
۱	اهرم مالی	خوش‌بینی بیش از حد مدیران اجرایی	۹۶۰	تایید فرضیه	مستقیم
۲	اهرم مالی	توانایی مدیران اجرایی	۹۶۰	تایید فرضیه	معکوس
۳	عدم تقارن اطلاعاتی	خوش‌بینی بیش از حد مدیران اجرایی	۹۶۰	تایید فرضیه	مستقیم
۴	عدم تقارن اطلاعاتی	توانایی مدیران اجرایی	۹۶۰	تایید فرضیه	معکوس
۵	ارزش شرکت	خوش‌بینی بیش از حد مدیران اجرایی	۹۶۰	تایید فرضیه	معکوس
۶	ارزش شرکت	توانایی مدیران اجرایی	۹۶۰	تایید فرضیه	مستقیم

منبع: محاسبات محقق

خوش بین منجر به کاهش ارزش شرکت شده و منافع سرمایه‌گذاران را به خطر می‌اندازد.

۳) پیشنهاد می‌گردد به منظور جلوگیری از هدر رفت منابع شرکت و همچنین جلوگیری از تصمیمات غیر منطقی مدیران خوشبین، سهامداران و هیئت مدیره شرکت می‌توانند تصمیمات مربوط به پروژه‌های سرمایه‌گذاری را در قالب یک کمیته متشکل از سهامداران متخصص و مدیران شرکت در این زمینه تشکیل دهند.

پیشنهادات آتی پژوهش به شرح ذیل می‌باشد:

۱) با توجه به اینکه تصمیم‌های مدیریت نقش مهمی در کارایی و ناکارایی سرمایه‌گذاری دارد، بنابراین پیشنهاد می‌شود در خصوص ارتباط بین خوش بینی بیش از حد

پیشنهاداتی ناشی از یافته‌های پژوهش بدین شرح می‌باشد:

۱) این نتیجه‌گیری برای اعضای هیئت مدیره هنگامی که هزینه و منفعت مدیران را ارزیابی می‌کنند، اهمیت دارد. به دلیل اینکه نوع نگرش مدیران اجرایی نه تنها بر عملکرد شرکت تاثیر می‌گذارد، بلکه بر روی قیمت سهام شرکت‌ها نیز تاثیرگذار است. با توجه به مبانی نظری و نتیجه این پژوهش پیشنهاد می‌شود که در انتخاب و گزینش مدیران خود دقت کرده و فردی متخصص و توانا را انتخاب کنند؛ زیرا، چنین فردی خواهد توانست کارایی را افزایش داده و با استفاده بهینه از ابزار مالی، احتمال ورشکستگی را کاهش و به دنبال آن منافع بیشتری به مالکان برساند.

۲) با در نظر گرفتن نتایج پژوهش پیشنهاد می‌گردد که سرمایه‌گذاران به منظور انتخاب مقصد سرمایه‌گذاری خود به عوامل رفتاری همچون خوش بینی مدیران اجرایی توجه نموده چرا که وجود مدیران بیش از حد

مالی تحلیل اوراق بهادار، سال هشتم، شماره بیست و پنجم، ص ۴۱-۲۹.

* حاجب، حمیدرضا، غیوری مقدم، علی و محمد جواد غفاری، (۱۳۹۳) "بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر ساختار سرمایه در صنعت مواد و محصولات دارویی" فصلنامه حسابداری سلامت، سال سوم، شماره سوم، شماره پیاپی (۹)، ص ۱۷-۱.

* دستگیر، محسن، میرکی، فواد و سپیده کاظمی نوری، (۱۳۹۳) "تأثیر اعتماد بنفس بیش از حد مدیران ارشد بر آشفتگی مالی" بررسی‌های حسابداری، دوره اول، شماره ۲، ص ۵۱-۳۷.

* سیاسی، سحر و مهدی اسدی وصفی، (۱۳۹۵) "بیش اعتمادی مدیران حق الزحمه حسابرسی با تأکید بر نقش کمیته حسابرسی" فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال پنجم، شماره ۱۹، ص ۱۳۸-۱۲۹.

* مرادزاده فرد، مهدی، (۱۳۹۵)، توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه گذاری و ریسک سقوط آتی قیمت سهام، فصلنامه علمی - پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی - سال ۱۳ - شماره ۵۰، ص ۲۵-۵۶.

* مدرسی، سنور و محمد نظری پور (۱۳۹۲) "اثر شخصیت‌های مدیران اجرایی و مدیران مالی بر کیفیت گزارشگری مالی" اولین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت، شهریور ماه، شیراز، ایران ص ۱۵-۱.

* Andreou, P.; Dennis, p.; and R. Peter (2016). "Bank Liquidity Creation and Risk Taking: Does Managerial Ability Matter?", Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 43, pp226-259.

* Andreou, P.; Daphna, E.; and C. Louca (2014). "Managerial Ability and Firm Performance: Evidence from the Global Financial Crisis", Available at: <http://www.efmaefm.org>. [Online][15 April 2014].

* Chemmanur, T. and I. Paeglis (2005). "Management Quality, Certification, and Initial Public Offerings", Journal of Financial Economics, Vol. 2, No. 76, pp. 331-368.

* Chemmanur, T.; Paeglis, I.; and K. Simonyan (2009). "Management Quality Financial Investments and Asymmetric Information", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 44, No. 5, pp. 1045-1079.

* Demerjian, P., Lev, B., and S. McVay. (2009). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. Working paper, Emory University:1-60.

* Demerjian, P.; Lev, B.; Lewis, M.; and S. McVay (2015). "Managerial Ability and Earnings Quality", The Accounting Review, Vol. 88, No. 2, pp. 463-498.

* Fairchild, R. (2005). The Effect of Managerial Over confidence, Asymmetric Information, and Moral

و توانایی مدیران و کارایی سرمایه‌گذاری مطالعاتی انجام شود.

(۲) با توجه به نتایج بدست آمده پژوهش در خصوص تأثیر ویژگی رفتاری مدیران بر روی سیاست‌ها مالی و پیامدهای حاصل از آن پیشنهاد می‌گردد اثر خوش بینی بیش از حد مدیران و توانایی مدیران را بر رفتار گزارشگری مالی و کیفیت اطلاعات بررسی شود.

(۳) در این پژوهش خوش بینی بیش از حد مدیران با استفاده از انحراف سودهای پیش بینی شده از سودهای واقعی تحقق یافته اندازه‌گیری شده است. بنابراین پیشنهاد می‌گردد در پژوهش‌های آتی از معیارهای دیگری (هوانگ و همکاران، ۲۰۱۱ و جیانگ و همکاران، ۲۰۰۹ و لین و همکاران، ۲۰۰۵ و پارک و کیم، ۲۰۰۹) استفاده کرد و نتایج را با نتایج این پژوهش مقایسه نمود.

(۴) فرضیه‌های این پژوهش بر اساس داده‌های کلیه‌ی شرکت‌های عضو نمونه به صورت تلفیقی بررسی شده است. از این رو پژوهش‌های آتی با بررسی فرضیه‌های این پژوهش در صنایع مختلف می‌تواند نتایج صحیح‌تری حاصل نمایند.

فهرست منابع

* انصاری، عبدالمهدی، خورشیدی، علیرضا و علی شیرزاد، (۱۳۹۳) "بررسی تأثیر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و واقعی سود بر نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت" فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال سوم، شماره ۱۱، ص ۵۳-۴۱.

* بزرگ اصل، موسی و بیستون صالح زاده، (۱۳۹۴) "رابطه توانایی مدیریت و پایداری سود با تأکید بر اجزای تعهدی و جریان های نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" دانش حسابرسی، سال چهاردهم، شماره ۸۵، ص ۱۷۰-۱۵۳.

* بنی مهد، بهمن، عربی، مهدی و شیوا حسن پور. (۱۳۹۵). پژوهش‌های تجربی و روش شناسی در حسابداری. انتشارات ترمه، تهران.

* چاوشی، کاظم، رستگار، محمد و محسن میرزایی، (۱۳۹۴) "بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست‌های تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" فصلنامه علمی پژوهشی دانش

یادداشت‌ها

- ¹ Agency Theory
- ² Capital structure
- ³ Ishikawa & Takahashi
- ⁴ CEO Overconfidence
- ⁵ Chemmanur & Paeglis
- ⁶ Financial Leverage
- ⁷ Information Asymmetry
- ⁸ Schrand & Zechman
- ⁹ D'Mello, and Mercedes
- ¹⁰ Fairchild
- ¹¹ Habib
- ¹² Kim & et al
- ¹³ Hribar and Yang
- ¹⁴ Demerjian & et al
- ¹⁵ Andreou & et al
- ¹⁶ Ho & Chang
- ¹⁷ Malmendier and Tate
- ¹⁸ Venkatesh & Chiang
- ¹⁹ Margaritis & Psillaki

- Hazard on Capital Structure Decisions. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=711845>.
- * Hribar, P. and Yang, H. (2015). "CEO Overconfidence, Managerial Earnings Forecasts, and Earnings Management". Working Paper, University of Iowa and Cornell University.
 - * Habib, A (2015). *Managerial talent, investment efficiency and stock price crash risk*. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2517905.
 - * Heaton, J.B. (2002). "Managerial Optimism and Corporate Finance". *Financial Management*, 31: 33-45.
 - * Ho, C.R. and Chang, Y. (2012). "CEO Overconfidence and Corporate Financial Distress, 25th Australasian Finance and Banking Conference". Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2128161>.
 - * Huang, W., Jiang F., Liu, Z. and Zhang, M. (2011). "Agency cost, top executives' Overconfidence, and Investment-cash Flow Sensitivity- Evidence from Listed Companies in China". *Pacific-Basin Finance Journal*, 19: 261-277.
 - * D'Mello, R. and Mercedes, M. (2010). "Long-term Debt and Overinvestment Agency Problem". *Journal of Banking & Finance*, 34: 324-335.
 - * Ishikawa, M., & Takahashi, H. (2010). "Overconfident Managers and External Financing Choice", *Review of Behavioral Finance*, 2, 37-58.
 - * Kim, Jeong Bon, Wang, Zheng; and Liandong Zhang (2016). "CEO Overconfidence and Stock Price Crash Risk", *Contemporary Accounting Research*, Volume 33, Issue 4 Winter 2016 Pages 1720-1749.
 - * Mackey, A. (2008). The effect of CEOs on firm performance, *Strategic Management Journal*, 29, 1357-1367.
 - * Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the markets reaction. *Journal of Financial Economics*, 89, 20-43.
 - * Naderian-Jahromi, M. and Amirhosseini, S.E. (2008). "Studying the Relation between Sport Manager's Personality and Demographic Characteristics with their Job Skills". *Olympic*, 11 (4): 105-114.
 - * Richardson, S. (2006). "Over-investment of Free Cash Flow". *Review of Accounting Studies*, 11: 159-189.
 - * 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): 311-329.
 - * Venkatesh, P. C. and R. Chiang. (1986). "Information asymmetry and the dealer's bid-ask spread: a case study of earnings and dividend announcements". *The Journal of Finance*, No 41 (5), PP. 1089-11020