



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال دهم / شماره چهل‌ام / زمستان ۱۴۰۰

ارزیابی عملکرد بازار سهام شرکت‌ها مبتنی بر عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعاتی و تورش‌های رفتاری

رضا آقاها

دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران.
R.Aghaha@yahoo.com

سینا خردیار

استادیار گروه حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران. (نویسنده مسئول)
Kheradyar@iaurasht.ac.ir

فرزین رضایی

دانشیار گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران.
Farzin.rezaei@qiau.ac.ir

فاضل محمدی نوده

استادیار گروه مدیریت، واحد لاهیجان، دانشگاه آزاد اسلامی، لاهیجان، ایران.
Mnfazel2@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۹/۱۱/۲۴ تاریخ پذیرش: ۹۹/۱۲/۱۳

چکیده

عدم اطمینان ناشی از تغییرات محیطی، محدودیت منابع و کسب سود بیشتر موجب شده است برنامه‌ریزی به صورت یک ضرورت انکارناپذیر تلقی شود. به همین دلیل شناخت و تجزیه و تحلیل محیط درونی برای هدایت منابع سازمان‌ها اهمیت فراوانی دارد. شناخت محیط درونی سازمان در عمل به معنای تعیین برتری‌ها و ضعف‌های استراتژیک سازمان است که از طریق تشخیص و ارزیابی عوامل استراتژیک درونی ممکن می‌شود. هدف پژوهش حاضر بررسی ارزیابی عملکرد بازار سهام شرکت‌ها مبتنی بر عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعاتی و تورش‌های رفتاری می‌باشد. برای آزمون فرضیه‌ها از اطلاعات ۸۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال‌های بین ۱۳۹۷-۱۳۹۱ استفاده شده است. نتایج بیانگر آن بود که بین فرا اعتمادی مدیران و ارزش شرکت‌ها ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد اما بین فرا اعتمادی مدیران و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها ارتباط منفی و معناداری وجود داشت، همچنین بین بدبینی و خوش‌بینی مدیران با ارزش شرکت‌ها ارتباط منفی و معناداری وجود داشت. نتایج نشان داد که بین بدبینی مدیران و برجستگی اطلاعات با هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها به ترتیب ارتباط مثبت و معنادار و منفی و معناداری وجود دارد. عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعات ارتباطی بین فرا اعتمادی مدیران و ارزش شرکت‌ها را تضعیف می‌-

کند اما عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعات ارتباط بین بدبینی مدیران با عملکرد بازار سهام و برجستگی اطلاعات را با ارزش شرکت‌ها تقویت می‌کند. اما عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعات ارتباط بین برجستگی اطلاعات و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها را تضعیف می‌کند.

واژه‌های کلیدی: ارزش شرکت، هزینه حقوق صاحبان سهام، محیط درونی اطلاعاتی، تورش‌های رفتاری.

۱- مقدمه

تصمیم‌گیری فرآیندی است که در آن مدیران مشکلات را شناسایی می‌کنند و گزینه‌های مختلفی را برای حل این مشکلات مطرح می‌کنند، سپس گزینه‌ها ارزیابی می‌شوند و بهترین گزینه ممکن به عنوان تصمیم انتخاب می‌شود. به بیان دیگر تصمیم‌گیری یک فرآیند روان‌شناختی است که به عنوان فرآیند فکری انتخاب بهترین گزینه از میان تمام گزینه‌های موجود تعریف می‌شود (جارج و رابینز^۱، ۲۰۱۷). مکتب اقتصاد نئوکلاسیک بر اصل عقلایی رفتار کردن افراد و همچنین نگاه‌ها در اقتصاد مبتنی است. در این میان اگر پدیده‌ای با این اصل ناسازگار باشد از آن به عنوان سوگیری یا تورش یاد می‌شود. نظریه مالیه رفتاری که عموماً از آن به عنوان کاربرد روانشناسی در دانش مالی تعبیر می‌شود، اصل بنیادین اقتصاد نئوکلاسیک را به چالش کشیده و سعی دارد پدیده‌های روان‌شناختی انسان در کل بازار و در سطح فردی را شناسایی نماید. دیدگاه مالیه رفتاری اظهار می‌کند که برخی تغییرات قیمت سهام هیچ دلیل بنیادی از عوامل، نداشته و عوامل روان‌شناختی نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها ایفا می‌کنند (ژو و نیو^۲، ۲۰۱۶). تورش‌های رفتاری به عنوان الگوی بی‌ثباتی در قضاوت تعریف می‌شود که در موقعیت‌های خاصی رخ می‌دهند. گاهی اوقات منجر به تغییرات ادراکی، قضاوت نادرست، تفسیر غیرمنطقی و یا انجام یک کار بیش از حد غیرعقلایی می‌شوند. تصمیمات می‌توانند تحت تأثیر انواع تورش‌ها باشند و ممکن است پیامدهای زیادی در رابطه با وجوه نقد و سرمایه‌گذاری‌ها داشته باشند. این تورش‌ها مربوط به شیوه پردازش اطلاعات است (بهاتیا و همکاران^۳، ۲۰۲۰). علوم اجتماعی مدرن ادعان دارند که تورش‌های رفتاری به معنی زیاده‌روی ذهنی در رابطه با توانایی‌ها، دانش و یا عملکرد آینده افراد است که اصولاً جنبه مهمی از رفتارهای انسان را شامل می‌شوند. طی دو دهه گذشته، تعداد رو به رشد مطالعات در زمینه مدیریت، سرمایه‌گذاری و کارآفرینی، گیج‌کننده‌ترین رفتارهای فعالان اقتصادی را جزئی از تورش‌های دانسته‌اند (ویتانووا^۴، ۲۰۱۹). به دلیل محدود بودن زمان و منابع شناخت، نمی‌توان داده‌های جمع‌آوری شده از محیط را به‌طور بهینه تجزیه و تحلیل کرد، بنابراین ذهن انسان به‌طور طبیعی از محاسبات سرانگشتی استفاده می‌کند. اگر از چنین روش‌های ابتکاری به‌طور مناسب استفاده شود، می‌توانند موثر واقع شوند در غیر این صورت، تورش‌های غیرقابل اجتنابی پیش خواهند آمد. به‌طور کلی ممکن است افراد در فرآیند تفکر و تصمیم‌گیری دچار خطا شوند. از جمله تورش‌های رفتاری می‌توان به فرا اعتمادی مدیران، خوش‌بینی، برجستگی اطلاعات و بدبینی مدیران اشاره کرد. تورش‌های رفتاری، تاثیرات نامتقارنی هستند که فرد بدون توجه به اطلاعات حسابداری بر عملکرد بازار می‌گذارد. هر چه جانبداری‌های فردی در تصمیم‌گیری وجود داشته باشد عملکرد بازار سهام کاهش می‌یابد به

عبارتی فرض می‌شود که تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران با عملکرد بازار سهام رابطه معکوس داشته باشند. در این میان مفهوم عدم اطمینان اطلاعاتی در جهت بهبود رابطه منفی بین تورش‌های رفتاری و عملکرد بازار سهام مطرح می‌شود. با کاهش عدم اطمینان اطلاعاتی، کیفیت اطلاعات حسابداری افزایش می‌یابد. با وجود ارائه تئوری‌ها و مدل‌های مختلف بنیادی و تکنیکی در زمینه کارایی بازار و البته کارآمدی تصمیم‌گیری در بازار سرمایه، با انحراف‌های زیادی در این زمینه مواجه هستیم که تحت عنوان مالیه رفتاری جلوه‌گر شده است، بنابراین لزوم توجه به رفتار سرمایه‌گذاران و تحلیل رفتاری روانشناختی آن‌ها بیش از پیش دارای اهمیت می‌باشد. آنچه دغدغه اصلی در این پژوهش است، تکیه بر عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعاتی به عنوان عامل ابهام و نقش و تاثیر آن بر این تئوری نوظهور برای توجیه و تحلیل رفتارهای زمانی سرمایه‌گذاران است که این مقوله خود نه تنها به افزایش میزان تصمیمات بهینه سرمایه‌گذاری کمک خواهد کرد بلکه عاملی در جهت کاهش تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران و در نهایت توزیع مناسب‌تر ثروت در بازار سرمایه خواهد شد. باتوجه به مطالب گفته شده پرسش اصلی پژوهش حاضر این است که چگونه عدم اطمینان در محیط دورنی اطلاعات، نقش تورش‌های رفتاری در عملکرد بازار سهام را تعدیل می‌کند؟

۲- مبانی نظری

عملکرد شرکت‌ها ممکن است تحت تأثیر بسیاری از عوامل از جمله کمبود منابع، مشکلات نقدینگی، ساختار سرمایه و فرصت‌های رشد قرار گیرد اما تأثیر نهایی محیط درونی شرکت‌ها بر عملکرد همواره قابل بحث است (تونیا و همکاران^۵، ۲۰۱۹). محیط اطلاعاتی شرکت کارکرد مشترکی از تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت، تصمیمات افشاسازی اختیاری شرکت، تصمیمات پوششی واسطه‌های اطلاعاتی و اقدامات فردی سرمایه‌گذاران در کسب اطلاعات خصوصی است. این احتمال وجود دارد که هرکدام از مشخصات با توجه به راهبردهای مدنظر شرکت تغییر کند و در نتیجه بر نقشی که اعلان‌های سود در آگاهی‌بخشی به باورهای سرمایه‌گذاران و تغییر آن‌ها دارند، تأثیرگذار باشند (گای و همکاران^۶، ۲۰۱۶). از آنجا که محصول نهایی فرآیند حسابداری مالی، ارائه اطلاعات مالی به استفاده‌کنندگان مختلف، اعم از استفاده‌کنندگان درون‌سازمانی و برون‌سازمانی در قالب گزارش‌های مالی است، گزارش‌گری مالی منعکس‌کننده حسابداری واحد تجاری در قبال منابع آن می‌باشد، بنابراین گزارش‌گری مالی مبنایی برای ارزیابی وظیفه مباشرت مدیریت و اتخاذ تصمیمات اقتصادی را فراهم می‌آورد (رضایی و همکاران، ۱۳۹۵). صورت‌های مالی به‌عنوان بخش اصلی فرآیند گزارش‌گری مالی، در ارزیابی وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری مورد استفاده قرار می‌گیرد. طبق بیانیه مفهومی شماره یک هیأت استانداردهای حسابداری مالی (FASB)، گزارش‌گری مالی باید اطلاعات سودمندی فراهم کند که سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه را در انجام تصمیم‌گیری‌های منطقی یاری رساند. کیفیت اطلاعات مالی، به محدوده‌ای اشاره دارد که در آن گزارش‌های مالی شرکت، وضعیت اقتصادی و عملکرد آن را در طی یک دوره زمانی اندازه‌گیری و به‌صورت صادقانه و به‌موقع ارائه می‌نمایند. دسترسی به اطلاعات مالی باکیفیت منجر به بهبود توانایی سرمایه‌گذاران در اندازه‌گیری ریسک شده است، همین امر باعث شده سرمایه‌گذاران بتوانند ریسک

را به عوامل مختلفی تقسیم کنند. در نتیجه، تخصیص دهنده‌های دارایی در حال تغییر در نحوه مدیریت ریسک هستند. همواره مدیران پرتفوی از خطرات رویکردهایی که قادر به رفع رخدادهای منفی یا مخاطرات ریسک نیستند، آگاه هستند (آلکسیو و همکاران، ۲۰۱۹).

۲-۱- عملکرد بازار سهام

ارزیابی عملکرد شرکت‌ها بخش عمده‌ای از مباحث حسابداری، مدیریت و اقتصاد را تشکیل می‌دهد. ارزیابی عملکرد یعنی اندازه‌گیری این موضوع که شرکت تا چه حدی به اهداف تعیین شده در برنامه‌های خود دست یافته است. نتیجه حاصل شده از ارزیابی عملکرد، ابزاری برای پیش‌بینی برنامه‌های آتی و نیز بهبود نقاط قوت و برطرف کردن نقاط ضعف می‌باشد. در بحث ارزیابی عملکرد معمولاً این سوال مطرح می‌شود که کدام یک از معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها از اعتبار بیش‌تری برخوردار است. اصولاً یک شاخص مطلق و ایده‌آل برای سنجش عملکرد شرکت وجود ندارد. عدم وجود ابزار مناسب برای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها، یکی از دلایل به نتیجه نرسیدن تلاش مدیرانی است که علاقه‌مند به ارتقای سطح عملکرد سازمان‌شان هستند. با ملاحظه مجموعه شرایط نوین اقتصادی و کسب‌وکار، تغییرات حاصله در الگوهای جدید مدیریتی و اداره سازمان‌ها، پیدایش تعاریف و برداشت‌های جدید از مفهوم کنترل مدیریت و نظریه نمایندگی و همچنین ناکارآمدی روش‌های سنتی ارزیابی عملکرد، از یک طرف و انتظارات جدید از گزارش‌های سنجش عملکرد از طرف دیگر، ضرورت تغییر و تحول در معیارهای سنجش عملکرد را پدید آورده است.

در دو دهه اخیر، عملکرد شرکت یکی از موضوعات جذاب بوده است و این تمایل در زمینه‌های پژوهشی به بروز نوآوری‌های بسیاری منجر شده است. برای پاسخگویی به محیط رقابتی، شرکت‌ها نه فقط باید فرایندهای جدید را ایجاد کنند بلکه باید خدمات و محصولات جدید را برای بازارهای نوظهور و توانمندی‌های فعلی خود را برای بازارهای موجود به کار گیرند و به علاوه، باید توجه داشت که توانایی انجام سریع و تغییرات مداوم، قابلیت مهمی برای بقای بلندمدت است. عملکرد برتر شرکت می‌تواند در یک دوره زمانی بلندمدت از طریق توانایی انطباق مناسب با تغییرات و واکنش سریع به این تغییرات، ایجاد ساختار مدیریت مستجم و هدفمند و رفتار مناسب با کارکنان به عنوان اصلی‌ترین دارایی به نتایجی بهتر از شرکت‌های هم‌تراز دست یابد. عملکرد واحدهای اقتصادی بر اساس دستیابی به اهداف تعیین‌شده کوتاه‌مدت و بلندمدت اندازه‌گیری می‌شود. از این رو عملکرد معیار مناسبی به منظور دسترسی به اهداف تعیین‌شده قلمداد می‌گردد. این ارزیابی میزان موفقیت سازمان‌ها و بنگاه‌ها را در دسترسی و نیل به اهدافشان نشان می‌دهد (تأیید نقندری و همکاران، ۱۳۹۶). با توجه به اینکه در دنیای امروز بازار سرمایه در اقتصاد کشورها نقش حیاتی ایفا می‌کند. این بازار نه تنها پول‌ها و سرمایه‌های راكد را از طریق شرکت‌ها به فعالیت می‌اندازد بلکه خود به عنوان شاخص رونق اقتصادی کشورها عمل می‌کند. بنابراین، توجه به این بازار و مبانی اساسی تصمیم‌گیری در آن ضروری است. مسلماً هدف سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در هر شرکت کسب بازدهی متناسب با سرمایه‌گذاری‌شان است. اگر شرکت در ایجاد ارزش، موفق باشد نه تنها سرمایه‌گذاران و افراد داخلی شرکت‌ها بلکه در سطح وسیع‌تر، جامعه

از ایجاد ارزش بهره‌مند خواهد شد. سنجش عملکرد در فرایند تصمیم‌گیری با توجه به اهمیت نقش بازار سرمایه از مهم‌ترین موضوعات حوزه اقتصاد مالی است؛ پس کارکرد معیارهای مالی و اقتصادی به منظور ارزیابی عملکرد شرکت‌ها ضروری است (تیموری جامی و همکاران، ۱۳۹۳).

۲-۲- معیارهای اندازه‌گیری عملکرد از دیدگاه استفاده‌کنندگان

در برخی متون معیارهای اندازه‌گیری عملکرد از دیدگاه استفاده‌کنندگان مورد توجه قرار گرفته و آن‌ها را با توجه به افرادی که از این معیارها استفاده می‌کنند، طبقه‌بندی کرده‌اند. در این طبقه‌بندی مطلوبیت و رجحان اندازه‌گیری عملکرد را می‌توان بر اساس دیدگاه‌های زیر طبقه‌بندی کرد:

الف) دیدگاه مدیران: معیارهای مورد توجه از دیدگاه مدیران در سه دسته به شرح زیر مطرح شده است:

- ۱) تجزیه و تحلیل عملیاتی که شامل سود ناخالص، اهرم عملیاتی و تجزیه و تحلیل مقایسه‌ای می‌گردد.
- ۲) مدیریت منابع، که شامل دارایی‌ها، مدیریت سرمایه در گردش، موجودی کالا و بهره‌وری نیروی کار می‌شود.
- ۳) سودآوری که شامل بازده دارایی‌ها با توجه به ارزش بازار، ارزیابی طرح‌های سرمایه‌گذاری، بازده قبل از بهره و مالیات و دوره برگشت وجوه نقد می‌باشد.

ب) دیدگاه سهامداران: معیارهای مورد توجه از دیدگاه سهامداران در دو دسته به شرح زیر مطرح شده است:

- ۱) سودآوری که شامل بازده حقوق صاحبان سهام، سود هر سهم، درآمد نقدی هر سهم، بازده دارایی‌ها و بازده اضافی هر سهم می‌باشد.
- ۲) ارزش بازار که شامل نسبت قیمت به سود و نسبت کیوتوبین است.

ج) دیدگاه اعتباردهندگان: در طبقه‌بندی مذکور از دیدگاه اعتباردهندگان، معیارهای زیر به‌عنوان معیارهای مورد توجه مطرح شده است:

- ۱) نقدینگی که شامل نسبت جاری، نسبت آنی، سرعت تبدیل دارایی‌ها به وجه نقد و سرمایه در گردش می‌گردد.
- ۲) اهرم مالی که شامل نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها، نسبت بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام و نسبت سود پرداختی به سود تقسیم نشده می‌شود.

جدول ۱. دیدگاه‌های ارزیابی عملکرد

دیدگاه اعتباردهندگان	دیدگاه سهامداران	دیدگاه مدیران
رویکرد حسابداری	رویکرد حسابداری و رویکرد تلفیقی	رویکرد حسابداری
نقدینگی، اهرم مالی	سودآوری، ارزش بازار	سودآوری، مدیریت منابع، سودآوری

۲-۳- محیط اطلاعاتی شرکت‌ها

محیط سازمان به مجموعه‌ی عناصری گفته می‌شود که سازمان را احاطه کرده و دارای پتانسیل بالقوه برای اثرگذاری بر عملکرد سازمان و در نهایت دستیابی به اهداف سازمانی می‌باشند. این عوامل و عناصر ممکن است در درون مرزهای سازمان یا در خارج از آن قرار داشته باشند. در واقع بحث محیط سازمانی از زمان پیدایش و حاکمیت مدل سیستم‌های باز آغاز شد که محققان دیگر نمی‌توانستند به راحتی تاثیر محیط‌ها بر سازمان‌ها را نادیده بگیرند و به منظور بررسی این ارتباطات علی لازم بود برخی نظریات کاربردی در مورد محیط‌ها ایجاد شوند. محیط داخل سازمان شامل تمامی عناصر و عواملی است که در درون مرزهای سازمان قرار گرفته‌اند و مدیر بر آن‌ها نظارت می‌کند. بررسی محیط، چالش برانگیزترین جنبه‌ی فرآیند برنامه‌ریزی استراتژیک برای مدیران می‌باشد. در طول حیات، سازمان‌ها به آگاهی از آنچه که در محیط آن‌ها می‌گذرد و ممکن است بر سرنوشت آن‌ها تأثیر بگذارد نیاز دارند. لذا در هر سازمان و در هر شرایط و زمانی می‌توان تحلیل محیط را به عنوان یک ضرورت سازمانی برای بهبود عملکرد انجام داد. به عبارتی تحلیل محیط، آینده‌ی خودنمای سازمان است و امروزه یکی از وظایف دوره‌ای هر مدیر است که باید مکرراً به انجام آن اقدام کند. تجزیه و تحلیل‌های داخلی و محیطی، سازمان را قادر می‌سازد تا به دقت و به صورت عینی، شایستگی‌های ویژه و نقاط ضعف رقابتی خود را شناسایی کند. از طریق این تحلیل و اطلاعات حاصل از آن‌ها مدیران می‌توانند در جهت تکمیل فرصت‌های رقابتی سرمایه‌گذاری کرده و موانع و تهدیدها را به نحوی کاهش و از اثرات آن‌ها بکاهند. شناسایی شایستگی‌ها و نقاط ضعف، سازمان را قادر می‌سازد تا استراتژی‌های مواجهه و رویارویی با نیروهای محیطی را انتخاب کند.

هدف از ایجاد دستگاه‌های اطلاعاتی حسابداری ارائه محیطی است که هم اطلاعات را در دسترس قرار داده و هم ریسک خطای اطلاعات را از بین ببرد. با این وجود تضاد منافع میان مدیران و مالکان ناشی از جدایی مالکیت و مدیریت منجر به بروز مسائل نمایندگی می‌گردد که می‌تواند به ایجاد محیط اطلاعاتی ضعیف برای شرکت‌ها منتهی شود. بدون شک با افزایش تضاد منافع میزان عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر و محیط اطلاعاتی نامناسب و ضعیف‌تر خواهد شد. محیط اطلاعاتی نامناسب و ضعیف و اطلاعات نامتقارن می‌تواند باعث عدم تمایل سرمایه‌گذاران به مشارکت در بازار سرمایه شود و از تخصیص بهینه منابع جلوگیری کند و در نتیجه هزینه سرمایه شرکت‌ها را افزایش دهد؛ بنابراین درک اینکه محیط اطلاعاتی تا چه اندازه از عدم تقارن برخوردار است و محیط اطلاعاتی شرکت در چه سطحی است دارای اهمیت است. در واقع عدم تقارن یک ویژگی از محیط اطلاعاتی است، که می‌توان با آگاهی از آن، سنجشی از محیط اطلاعاتی واحد تجاری به دست آورد. البته معیارهای متفاوتی از عدم تقارن اطلاعاتی در سنجش محیط اطلاعاتی شرکت وجود دارد که می‌توان با ترکیب این معیارها به شاخص جامعی برای سنجش محیط اطلاعاتی واحد تجاری رسید. این معیارها در ادامه معرفی می‌شوند:

الف) معیارهای مبتنی بر فرصت‌های رشد: مطالعات صورت گرفته بیانگر آن است که مسئله عدم تقارن اطلاعاتی و محیط اطلاعاتی ضعیف در شرکت‌های با فرصت رشد بیشتر، شدیدتر خواهد بود (کای و همکاران^۱، ۲۰۱۵). بر مبنای این استدلال برخی مطالعات از معیارهای فرصت رشد شرکت به عنوان شاخصی برای

سنجش محیط اطلاعاتی استفاده کرده‌اند. برای مثال مک‌لفلین و همکاران^۹ (۱۹۹۸) و فرانک و گوپال^{۱۰} (۲۰۰۳) از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سرمایه برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی و محیط اطلاعاتی شرکت استفاده نموده‌اند.

ب) معیارهای مبتنی بر پیش‌بینی سود تحلیلگران: معیارهای مبتنی بر پیش‌بینی سود تحلیلگران، شامل دقت (اشتباه) پیش‌بینی سود هر سهم تحلیلگران و پراکندگی پیش‌بینی‌های سود تحلیلگران می‌باشد (چنگ و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۴).

ج) معیارهای خرد بازار: مهمترین معیار این گروه دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام می‌باشد که یک معیار اندازه‌گیری نقدینگی اوراق بهادار و عدم تقارن شرکت است. دفعات گردش سهام یکی دیگر از معیارهای مهم نقدینگی در بازار است که در این گروه قرار دارد و بیانگر تمایل و آمادگی سرمایه‌گذاران برای خرید و فروش سهام یک شرکت است.

د) معیارهای عمر شرکت: عمر شرکت و چرخه عمر شرکت دو معیار مهم در رابطه با محیط اطلاعاتی شرکت تلقی می‌شوند. عمر شرکت معمولاً برابر است با لگاریتم طبیعی سال‌های پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار. چرخه عمر نیز به دوره‌ای از زمان اطلاق می‌گردد که شرکت در آن قرار دارد و دارای استراتژی‌ها و مشخصه‌های ویژه‌ای است تئوری چرخه عمر مفروض می‌دارد که شرکت‌ها مانند تمامی موجودات زنده که متولد می‌شوند رشد می‌کند و می‌میرند دارای منحنی عمر یا چرخه عمر هستند. در طی مراحل عمر شرکت‌ها و انتخاب و اجرای سیاست‌های متعدد در جهت اداره موفق‌تر شرکت‌ها تابع ظرفیت‌ها، الزامات، و اولویت‌هایی هستند که سهامداران تابع آن هیات مدیره و هیات عامل مدنظر دارند. سیاست‌های سرمایه‌گذاری، توسعه‌ای و بازاریابی در مرحله رشد بیشتر از سایر مراحل می‌باشد و سیاست‌های تشبیتی و حفاظتی و تعادلی در مرحله بلوغ بیشتر از سایر مراحل اتفاق می‌افتد. طبیعی است سیاست‌های شرکت‌ها در مرحله افول متفاوت از آن سیاست‌هایی است که در مراحل رشد و بلوغ اتفاق نیفتاده است.

ه) معیارهای مبتنی بر جریان‌های نقدی: جریان‌های نقدی همواره یکی از موضوعات مورد تأکید در مدیریت شرکت‌ها است. شرکت‌ها جهت انجام سرمایه‌گذاری در راستای هدف اصلی هر واحد تجاری که سودآوری است، نیاز به جریان‌های نقدی دارند. مدیران در شرایط مختلف اقتصادی خرد و کلان تصمیماتی به منظور انجام این سرمایه‌گذاری‌ها اتخاذ می‌نمایند که به میزان اتکای آن‌ها به منابع سرمایه‌گذاری، یعنی جریان‌های نقدی وابسته است. بدیهی است هرچه نوسانات جریان‌های نقدی کمتر باشد، قابلیت پیش‌بینی آینده و برنامه‌ریزی جهت پروژه‌های آتی نیز میسر می‌گردد. لذا، عدم ثبات میزان جریان‌های نقدی عملیاتی باعث جلوگیری از اجرای پروژه‌های بلندمدت می‌گردد (هاشمی و همکاران، ۱۳۹۶).

۲-۴- تئوری انتخاب عقلایی

نقطه آغازین مطالعه قضاوت و تصمیم‌گیری انسان در اقتصاد، تئوری انتخاب عقلایی^{۱۲} است و نقطه عطف این تئوری برای تبیین تصمیم‌گیری در فضای نامطمئن، تئوری مطلوبیت انتظاری ذهنی (SEU) برای وضعیت

تصمیم‌گیری در فضای نامطمئن است. این نظریه نوعی نظریه هنجاری و دستوری به شمار می‌رود و اغلب با تصمیم‌گیری در واقعیت مورد مقایسه قرار می‌گیرد. انحراف از اصول عقلایی تبیین شده در نظریه مطلوبیت انتظاری ذهنی به عنوان پدیده غیر عادی تلقی می‌شود. تئوری انتخاب عقلایی همچنین تئوری کنش (عمل) عقلایی، چارچوبی برای فهم مدل‌های اجتماعی و رفتار اقتصادی می‌باشد. در تئوری انتخاب عقلایی، معنای عقلانیت دال بر آن است که شخص قبل از هر عملی، ابتدا استدلال می‌کند. سپس تصمیم می‌گیرد، ضمناً وی به تمامی اطلاعات مورد نیاز برای تصمیم‌گیری دسترسی داشته و از آن‌ها استفاده می‌کند (ریدلی^{۱۳}، ۲۰۰۸).

۲-۵- تئوری انتخاب تحت ریسک

طی چند دهه اخیر، دانشمندان علوم اجتماعی، جنبه‌های با اهمیت نقض تئوری مطلوبیت مورد انتظار را شناسایی کرده‌اند و تحت عنوان تئوری انتخاب بر حسب ریسک^{۱۴}؛ بیان کرده‌اند. در ابتدایی‌ترین سطح با توجه به موقعیت‌های مختلف، غالباً افراد ریسک‌پذیر و ریسک‌گریز هستند. همانطور که فریدمن و ساویج^{۱۵} (۱۹۶۸) نشان دادند افراد بیشتر در پروژه‌های ریسک‌دار سرمایه‌گذاری می‌کنند و نسبت به انتخاب‌های بدون ریسک بی‌توجه‌تر هستند. نگرش نسبت به ریسک در این مفهوم اساسی، بی‌ثبات است. این بی‌ثباتی سیستماتیک مبنای تناقض‌های انتخاب بر حسب ریسک را تشکیل می‌دهد. همانطور که توسط آلیس^{۱۶} (۱۹۵۳) نشان داده شد، در تناقض‌های با اصل استقلال تئوری مطلوبیت مورد انتظار^{۱۷}، افراد در بین دو انتخاب با نتایج یکسان، از ریسک‌پذیری به ریسک‌گریزی تغییر می‌کنند. شکل دیگر بی‌ثباتی، معکوس برتری است یعنی در مقایسه دو انتخاب با ارزش مورد انتظار مشابه، گزینه با ریسک کمتر را انتخاب می‌کنند اما تمایل دارند برای انتخاب با ریسک بالاتر، پرداخت بیشتری داشته باشند. مدل روانشناختی انتخاب بر حسب ریسک، بیان می‌کند به‌طور طبیعی بی‌ثباتی سیستماتیک، برجستگی و ارجحیت ریسک را نشان می‌دهد. اطلاعاتی که توجه تصمیم‌گیرنده را جلب می‌کند را "برجسته" نامیده که افراد به اطلاعات برجسته وزن بیشتری در تصمیم‌گیری خواهد داد. هنگامی که جنبه مثبت انتخاب برجسته است، تصمیم‌گیرنده ریسک‌پذیر و هنگامی که جنبه منفی آن برجسته باشد، تصمیم‌گیرنده ریسک‌گریز است. به‌طور کلی، تئوری برجستگی، شرایط را منسجم با محدوده گسترده‌ای از شواهد در نظر می‌گیرد (خالقی کسبی، ۱۳۹۷).

۲-۶- تئوری مالیه رفتاری

تئوری مالیه رفتاری که از تلفیق روانشناسی و مالی به وجود آمده است اظهار می‌دارد که روانشناسی در تصمیم‌گیری مالی نقش ایفا می‌کند. از آنجا که خطای شناختی و انحرافات بر نظریات سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد بنابراین بر گزینه‌های مالی نیز اثرگذار خواهد بود. به عبارت دیگر مالیه رفتاری به دنبال تاثیر فرایندهای روانشناختی در تصمیم‌گیری است امروزه ایده رفتار کاملاً عقلایی سرمایه‌گذاران که همواره به دنبال حداکثر کردن مطلوبیت‌شان هستند در راستای توجیه رفتار و واکنش بازارها کافی نیست، بنابراین مالیه رفتاری را می‌توان پارادایمی دانست که با توجه به آن، بازارهای مالی با استفاده از مدل‌هایی مورد مطالعه قرار می‌گیرند

که دو فرض اصلی و محدودکننده پارادایم سنتی یعنی بیشینه‌سازی مطلوبیت مورد انتظار و عقلانیت کامل را کنار می‌گذارد. در مالیه رفتاری این ادعا مطرح می‌شود که برخی اوقات به منظور یافتن پاسخی برای معماهای تجربی موجود در حوزه مالی، ضروری است تا این احتمال را بپذیریم که گاهی برخی از عوامل اقتصادی کاملاً عقلایی رفتار نمی‌کنند (برینگ برگ^{۱۸}، ۲۰۱۱). اما طبق به گفته رابرت اولسن^{۱۹} مالیه رفتاری سعی نمی‌کند نشان دهد رفتار عقلایی نادرست است، بلکه در تلاش است که کاربرد فرایندهای تصمیم‌گیری روانشناسی را در شناخت و پیش‌بینی بازارهای مالی نشان دهد.

۷-۲- تورش‌های رفتاری مدیران

منظور از تورش، انحراف از تصمیمات درست و بهینه است. سوگیری‌های رفتاری یا به عبارت دیگر تورش‌های رفتاری به عنوان "اشتباهات سیستماتیک" در قضاوت تعریف می‌شود مقوله «غیرعقلایی و منطقی نبودن»^{۲۰} مدیریت ناشی از تورش‌های رفتاری مدیران اجرایی شرکت، چالش بزرگی در ادبیات حاکمیت شرکتی است. در حالی که نقش مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در ادبیات استاندارد و سنتی حاکمیت شرکتی منتج از نظریه‌های هزینه نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی و تأثیر آن‌ها بر روی تصمیمات شرکتی است، با مطرح شدن مقوله‌های تورش، نقش آن‌ها بایستی هم‌راستا با کنترل چنین تورش‌های رفتاری و محدود کردن تأثیرات بالقوه رفتارهای مذکور بر روی استراتژی‌های شرکت باشد (باکار و همکاران^{۲۱}، ۲۰۱۳).

۷-۲-۱- تورش فرا اعتمادی

اعتماد بیش از حد یک ویژگی شخصیتی است که می‌تواند به صورت اریب رفتاری و داشتن اعتقادات غیرواقعی (مثبت) در رابطه با هر یک از جنبه‌های یک پیشامد در شرایط عدم اطمینان تعریف شود (اسکالا^{۲۲}، ۲۰۰۸). فرا اعتمادی می‌تواند به عنوان یک اعتقاد بی‌اساس در مورد توانایی‌های شناختی، قضاوت‌ها و استدلال شهودی فرد خلاصه شود. افراد هم در مورد توانایی‌های خود در پیش‌بینی و هم در مورد دقت اطلاعاتی که در اختیار آنان قرار می‌گیرد، برآوردی بیش از اندازه دارند (کریمی و رهنمای رودپشتی، ۱۳۹۴). فرا اعتمادی مدیران اشاره به باورهای تعصبی و متمایل مدیران به توانایی‌های خودشان دارد که باعث می‌شود بیش از حد به شرکت خود و سرمایه‌گذاری‌شان ارزش دهند. مدیران با اعتماد به نفس بالا مطابق با فرضیه سیگنال‌دهی از کمتر قیمت‌گذاری سهام در عرضه عمومی اولیه (IPO) برای انتقال باورهای خود درباره کیفیت شرکت به سرمایه‌گذاران، برای کسب شرایط بهتر در عرضه‌های آینده استفاده می‌کنند. مهم‌تر از همه، چون باورهای مدیران با اعتماد به نفس بالا متمایل و منحرف است، لذا نباید پس از این که بازار ارزش واقعی شرکت را ارزیابی کرد، شرایط بهتری در عرضه آینده کسب کنند. این پیش‌بینی متمایز از سیگنال‌دهی استاندارد است؛ زیرا مدیران با اعتماد به نفس بالا، یک استراتژی سیگنال‌دهی اتخاذ می‌کنند که سود خالصی ندارد و احتمال دارد به شرکت صدمه و لطمه وارد کنند (بولتون و کمپل^{۲۳}، ۲۰۱۶).

۲-۷-۲- تورش خوش‌بینی و بدبینی

اصطلاح خوش‌بینی و بدبینی سرمایه‌گذاران به واکنش بیشتر و کمتر به معاملات سهام اشاره دارد. هارووی و همکاران^{۲۴} (۱۹۹۹) سرمایه‌گذار خوش‌بین را به عنوان فردی که سعی در انتخاب استراتژی‌هایی با بیشترین منفعت دارد، معرفی می‌کند و در مقابل فردی که بدترین سناریوها را چیدمان می‌کند و سعی در انتخاب ایمن‌ترین آن‌ها دارد را سرمایه‌گذار بدبین می‌نامد. سرمایه‌گذار خوش‌بین انتظار دارد که رویدادهای خوبی را تجربه کند و سرمایه‌گذار بدبین انتظار دارد که رویدادهای بدی را تجربه کند و از این رو توجه به این موضوع اهمیت دارد (کارور و همکاران^{۲۵}، ۲۰۱۰). سرمایه‌گذاران خوش‌بین می‌پذیرند که افزایش در بازده می‌تواند افزایش‌های بعدی در بازده را در پی داشته باشد. بنابراین، سرمایه‌گذار خوش‌بین حساسیت بیشتری به افزایش بازده و در مقابل سرمایه‌گذار بدبین حساسیت بیشتری به کاهش بازده دارد براساس تجزیه و تحلیل روانشناسی می‌توان بیان نمود از آنجایی که سرمایه‌گذاران خوش‌بین حساسیت بیشتری به افزایش قیمت سهام دارند و با توجه به رابطه مستقیم بازده و ریسک، این سرمایه‌گذاران تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری‌های پرریسک داشته و ریسک‌پذیر می‌باشند (دهاویی و خرایف^{۲۶}، ۲۰۱۴).

۲-۷-۳- تورش برجستگی اطلاعات

بوردالو و همکاران^{۲۷} (۲۰۱۲) بیان داشتند که توجه هر فرد به آن بازدهی جلب می‌شود که متمایزترین برجستگی را نسبت به حد متوسط داشته باشند. در فرآیند انتخاب، افراد به این بازده برجسته بیش از احتمالات واقعی‌شان بها یا اصطلاحاً وزن می‌دهند. برجستگی بالطبع با تقاضا برای دارایی‌های ریسکی مطابقت دارد. بازده برجسته یک دارایی معمولاً به عنوان متمایزترین دارایی از متوسط بازده بازار در یک وضعیت خاص جهانی تعریف می‌شود. سرمایه‌گذاران دارایی‌هایی را که عدم تقارن یا چولگی مثبتی دارند را بیش از حد واقعی ارزش-گذاری می‌کنند.

۲-۸- طبقه‌بندی تورش‌های رفتاری

پژوهشگران و متخصصان مالی رفتارهای طبقه‌بندی‌های متفاوتی از تورش‌های رفتاری ارائه داده‌اند که در ادامه گزیده‌ای از این طبقه‌بندی‌ها ارائه می‌شود. کانمن و ریپ^{۲۸} (۱۹۹۸) تورش‌های رفتاری را در سه طبقه به شرح جدول (۲) تقسیم کرده‌اند.

جعفری و دولتی (۱۳۸۶) بر اساس مطالعات و پژوهش‌های خود تورش‌های رفتاری را به چهار گروه به شرح جدول (۳) طبقه‌بندی نموده‌اند:

پمپین^{۲۹} (۲۰۱۱) در کتاب خود تحت عنوان «تورش‌های رفتاری و مدیریت ثروت» تورش‌های رفتاری را در دو طبقه کلی به شرح جدول (۴) تقسیم کرده است:

جدول ۲. تقسیم‌بندی سه گانه کانمن و ریپ از تورش‌های رفتاری

تورش‌های قضاوتی	خطای اطمینان بیش از حد- خطای خوش‌بینی و بدبینی- خطای پس‌بینی (ادراک پس از وقوع)- خطای واکنش افراطی به وقایع تصادفی
تورش‌های ترجیحی (رجحان یا الویت)	خطای توزین غیرخطی احتمالات - خطای ابهام در روند تغییرات ارزش - خطای استفاده از قیمت خرید به عنوان نقطه مرجع - خطای تمایل به دیدگاه کوتاه‌مدت به جای بلندمدت - خطای جذابیت در شرط‌بندی - خطای تمایل به تکرار ریسک و شرط‌بندی - خطای چارچوب‌گرایی بسته
تورش‌های حاصل از نتایج تصمیم	خطای پشیمان‌گریزی - خطای ضرر و زیان‌گریزی

جدول ۳. تقسیم‌بندی چهارگانه جعفری و دولتی از تورش‌های رفتاری

رفتارهای مکاشفه‌ای	نظریه انتظارات - زیان‌گریزی - تورش وضع موجود - سفسطه قماربازان - تورش خود خدمتی - توهم پولی
قالب‌بندی	قالب‌بندی شناختی - حسابداری ذهنی - ثابت سازی
پدیده‌های غیرعادی (رفتار اقتصادی)	اثر سوء جای‌گیری - اثر وقفی - مقابله به مثل - مصرف زمانی - ترجیحات با خطای محدودیت در زمان - سرمایه‌گذاری لحظه‌ای - اشتیاق و هراس - غریزه گله‌ای (رفتار جمع‌گرایی) - سفسطه هزینه‌های واقع شده
پدیده‌های غیرعادی (قیمت و بازده بازار)	معمای صرف صاحبان سهام - فرضیه دستمزد کارا - چسبندگی قیمت - حدود آربیتراژ - معمای سود تقسیمی - اثر تقویمی - پهن دنباله‌ها

جدول ۴. تقسیم‌بندی دوگانه پمپین از تورش‌های رفتاری

شناختی	خطای اطمینان بیش از حد- خطای دسترسی - خطای محافظه‌کاری - خطای حسابداری ذهنی - خطای پس‌بینی (ادراک پس از وقوع) - خطای ناهماهنگی شناختی - خطای تأیید و تصدیق - خطای خود اسنادی - خطای ابهام‌گریزی - خطای تازه‌گرایی - خطای شکل یا چارچوب‌گرایی - خطای نمایندگی - خطای تکیه‌کردن و سازش - خطای توهم کنترل
عاطفی	خطای خود کنترلی - خطای خوش‌بینی و بدبینی - خطای پشیمان‌گریزی - خطای ضرر و زیان‌گریزی - خطای بخشش - خطای وضع موجود

۳- پیشینه پژوهش

ویتانوا (۲۰۱۹)، در پژوهش خود با عنوان «پرورش فرا اعتمادی: رابطه بین قدرت رهبری، فرا اعتمادی و عملکرد شرکت» به این نتیجه دست یافت که قدرت رهبری باعث افزایش فرا اعتمادی مدیران می‌شود و رهبران قدرتمندتر اغلب عملکرد آینده سازمان خود را بیش از حد ارزیابی می‌کنند. به علاوه نتایج ایشان نشان دهنده آن

بود که این اعتماد به نفس بیش از حد تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد کلی سازمان دارد و شرکت‌هایی که با چالش‌های نوآوری، رقابت شدید و... روبه‌رو هستند باید هزینه داشتن رهبر قدرتمند را بپردازند.

کیم و همکاران^{۳۰} (۲۰۱۶)، در پژوهشی با عنوان «اطمینان بیش از حد مدیریتی و ریسک سقوط قیمت سهام» نشان دادند که پس از کنترل مدیریت سود برگرفته از مسائل نمایندگی، وجود ویژگی اطمینان بیش از حد در مدیریت، احتمال سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد.

دوئلمن و همکاران^{۳۱} (۲۰۱۵)، در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که فرا اعتمادی در مدیران باعث می‌گردد که آن‌ها به بازده آینده تصمیمات سرمایه‌گذاری خود در شرکت بیش از اندازه خوش‌بین باشند. آن‌ها معتقدند که استفاده از حسابداری محافظه‌کارانه به این دسته از مدیران کمک می‌کند تا در تشخیص و به تأخیر انداختن پروژه‌هایی که بازده آن‌ها کمتر هستند، بهتر عمل کنند.

هافمانن و همکاران^{۳۲} (۲۰۱۵)، به بررسی درک سرمایه‌گذاران بر رفتار ریسک‌پذیری و حجم معاملات واقعی پرداختند. نتایج آن‌ها نشان داد که درک سرمایه‌گذاران و تغییر آن به عنوان عامل اثرگذار بر رفتار ریسک‌پذیری و حجم معاملات عمل می‌کند.

دهاویی و خرایف (۲۰۱۴)، به بررسی تأثیر تمایلات و باورهای خوش‌بینانه و بدبینانه سرمایه‌گذاران بر روند حجم معاملات پرداختند. نتایج آن‌ها نشان داد که روند و حجم معاملات به احساسات و تمایلات سرمایه‌گذاران حساسیت زیادی دارد. به طور کلی روند و شدت معاملات حساسیت بیشتری به احساس‌های بدبینانه دارد.

اپرن^{۳۳} (۲۰۱۴)، به بررسی تجزیه و تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران از جنبه‌های عقلایی و روانی پرداختند. نتایج نشان داد که سرمایه‌گذاران هنگامی که تصمیمات و رفتار آن‌ها همانند رفتار و تصمیمات جمع‌بزرگی از سرمایه‌گذاران خوشبین باشد، احساس امنیت می‌کند و تصمیم خود را منطقی و عقلایی می‌پندارد. نتیجه بدست آمده نشان می‌دهد که خطاهای رفتاری سرمایه‌گذاران نقش پررنگی در تصمیمات و رفتارهای مالی سرمایه‌گذاران دارد.

تین شی و همکاران^{۳۴} (۲۰۱۴)، در پژوهشی به این نتیجه دست یافتند که مدیران بیش اطمینان با احتمال بیشتری نسبت به سایر مدیران اقدام به افزایش سود گزارش شده از طریق افزایش اقلام تعهدی اختیاری می‌نمایند.

مفتح رکیک و بوژلین^{۳۵} (۲۰۱۳)، در پژوهش خود به دنبال توضیحی برای نوسانات قیمت سهام از دید رفتاری بودند. آن‌ها بازار سهام مصنوعی شامل دو دارایی ریسکی و غیرریسکی را شبیه‌سازی نمودند که شامل دو گروه از عامل‌های بنیادی و غیربنیادی بود. عامل‌های غیر بنیادی در واقع گروهی از معامله‌گران بودند که دارای یکی از تورش‌های زیان‌گریزی و تقلیدگرایی می‌باشند. ایشان با مدل ریاضی نحوه شکل‌گیری انتظارات هر گروه از عامل‌ها و امکان یادگیری عامل‌ها با استفاده از شبکه‌های عصبی مصنوعی، نوسانات قیمتی بازار سهام را با وجود تورش‌های رفتاری نشان دادند و بیان کردند که وجود عامل‌هایی با اعتقادات و ترجیحات ناهمگن برای توضیح پویایی‌های قیمت بازار مالی مفیدتر است.

مهرگان و دلشاد (۱۳۹۶)، در پژوهشی به بررسی تأثیر تغییر نگرش مدیریت از اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی بر بازده سهام پرداختند. آن‌ها برای اندازه‌گیری بازده غیرعادی از مدل فاما و فرنچ و برای اندازه‌گیری بیش‌اطمینانی از روش‌های مبتنی بر میزان سرمایه‌گذاری انجام شده، استفاده نمودند. نتایج پژوهش ایشان نشان داد که تغییر نگرش از اطمینان بیش از حد به مدیریت منطقی، افزایش بازده عادی و بازده غیرعادی را در پی دارد. همچنین در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا، با تغییر نگرش مدیریت، بازده عادی و نیز بازده غیرعادی افزایش می‌یابد. همچنین با تغییر نگرش مدیریت، در شرکت‌های با فرصت‌های رشد پایین، بر میزان بازده عادی سهام به شکل معناداری افزوده می‌شود، در حالی که در مورد بازده غیرعادی این رابطه معنادار نبوده است.

درخشنده و علی احمدی (۱۳۹۶)، به بررسی ارزیابی نقش باورهای سرمایه‌گذاران بر جهت‌گیری قیمت و حجم معاملات در بازار سرمایه پرداختند. نتایج آن‌ها نشان داد که باورهای خوش‌بینانه و بدبینانه سرمایه‌گذاران بر روند معاملات بازار به ترتیب تاثیر مثبت و منفی دارد. همچنین باورهای خوشبینانه و بدبینانه سرمایه‌گذاران بر روند قیمت ازار تاثیر منفی ندارد.

قالیباف اصل و همکاران (۱۳۹۴)، به بررسی رابطه میان ریسک‌گریزی مدیران و عملکرد نهادهای مالی در بازار سرمایه پرداختند. نتایج آن‌ها نشان داد که میان ریسک‌گریزی مدیران و عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و معکوس وجود دارد.

زندى و شمس‌زاده (۱۳۹۲)، در پژوهش خود به بررسی تاثیر ارائه مجدد صورت‌های مالی بر ریسک اطلاعات پرداختند. نتایج بیانگر آن بود که در بازار سرمایه ایران، ارائه مجدد صورت‌های مالی تغییر معناداری در ارزش-گذاری ریسک اطلاعات، ایجاد نمی‌کند. به عبارت دیگر، تغییری در نگرش سرمایه‌گذاران نسبت به عملیات حسابداری یا اختیاری عمل کردن مدیریت، ایجاد نمی‌شود.

فلاح‌پور و عبداللهی (۱۳۹۰)، در پژوهش خود به شناسایی و وزن‌دهی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد AHP فازی پرداختند. در این پژوهش برای وزن‌دهی تورش‌های رفتاری مؤثر در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار بورس اوراق بهادار تهران تورش‌های ۳۶ گانه در قالب پنج گروه طبقه‌بندی شدند و پس از تنظیم پرسش‌نامه و تکمیل توسط خبرگان مالی و بورس اوراق بهادار تهران (استادان دانشگاه و مسئولان کارگزاری‌ها) با به‌کارگیری فرآیند تحلیل سلسله‌مراتبی فازی، اولویت‌بندی صورت پذیرفت. در رتبه‌بندی انجام شده گروه‌های پنج‌گانه، گروه‌های شناختی، عاطفی، پدیده‌های غیرعادی، رفتارهای مکاشفه‌ای و در نهایت گروه ترجیحی به ترتیب اولویت‌های اول تا پنجم را کسب نمودند.

۴- روش نمونه‌گیری و حجم نمونه پژوهش

جامعه آماری پژوهش حاضر، شامل ۸۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ هجری شمسی می‌باشد. نمونه‌های مورد مطالعه در این تحقیق با توجه به معیارهای زیر انتخاب می‌گردد:

- (۱) شرکت جزء بانک‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بیمه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری مالی نباشد (به دلیل ماهیت متفاوت عملیات این شرکت‌ها از سایر شرکت‌ها).
- (۲) سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفندماه هر سال باشد. (جهت حفظ رویه شناسایی انتساب به دوره مالی در اصل تطابق)
- (۳) شرکت در قلمرو زمانی پژوهش، تغییر سال مالی نداده باشد.
- (۴) شرکت بیش از شش ماه وقفه معاملاتی در طول سال مالی نداشته باشد.
- در این تحقیق برای جمع‌آوری اطلاعات از صورت‌های مالی سالانه شرکت‌ها، بانک‌های اطلاعاتی از قبیل نرم‌افزار ردآوردنوبین، سایت‌های *irbourse*، *codal*، *tsetmc* و دیگر سایت‌های معتبر استفاده شد. داده‌های جمع‌آوری شده از طریق نرم‌افزار اکسل طبقه‌بندی شده و تجزیه و تحلیل نهایی نیز به کمک نرم‌افزار اقتصادسنجی Eviews انجام شده است.

۵- تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

جدول ۵. تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

نحوه محاسبه	نماد	نام
متغیر وابسته		
<p>(۱) <i>Q.Tobin</i>: برای محاسبه کیوتوبین از رابطه زیر استفاده می‌شود:</p> $Q.Tobin_{i,t} = \frac{MVE_{i,t} + BVD_{i,t}}{TA_{i,t}}$ <p><i>MVE_{i,t}</i>: ارزش بازار سهام شرکت <i>i</i> در دوره مالی <i>t</i>. <i>BVD_{i,t}</i>: ارزش دفتری بدهی‌های شرکت <i>i</i> در دوره مالی <i>t</i>. <i>TA_{i,t}</i>: جمع کل دارایی‌های شرکت <i>i</i> در دوره مالی <i>t</i>.</p>	MP	عملکرد بازار سهام
<p>(۲) <i>OJ</i>: برای محاسبه این شاخص از الگوی هزینه حقوق صاحبان سهام اولسون و جوتنر (۲۰۰۳) استفاده می‌شود:</p> <p>می‌توان از رابطه (۱) بین قیمت، <i>EPS</i> پیش‌بینی شده و سود تقسیمی هر سهم (<i>DPS</i>) مورد انتظار در سال آتی محاسبه شود:</p> $P_0 = \frac{d_1}{r-g_L} + \frac{e_1(g_S - g_L)}{r(r-g_L)} \quad (1)$ $g_S = (e_2 - e_1)/e_1 \quad (2)$ <p><i>g_s</i>: نرخ رشد <i>DPS</i> در کوتاه‌مدت؛ <i>g_L</i>: نرخ رشد <i>DPS</i> در بلندمدت؛</p>		
متغیر مستقل		
<p>(۱) تورش فرا اعتمادی:</p> <p>در پژوهش حاضر فرا اعتمادی مبتنی بر رشد دارایی‌ها، به صورت ذیل محاسبه می‌شود:</p> $AG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$	BH	تورش‌های رفتاری

نحوه محاسبه	نماد	نام
<p>AG: رشد در دارایی‌های شرکت i در سال t نسبت به سال $t-1$.</p> <p>SG: رشد در فروش شرکت i در سال t نسبت به سال $t-1$.</p> <p>ε: باقیمانده مدل.</p> <p>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 دارایی‌هایی با نرخ بالاتری نسبت به رشد فروش، رشد می‌کنند، نسبت سرمایه‌گذاری در آن‌ها بیشتر است، به عبارت دیگر، افراد دارای فرااعتمادی به سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها در مقایسه با فروش، تمایل بیشتری دارند.</p> <p>(۲) تورش خوش‌بینی:</p> <p>در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری خوش‌بینی از مدل شراند و زچمن^{۳۶} (۲۰۱۲) استفاده شده است. بدین منظور ابتدا الگوی رگرسیونی رابطه‌ی ذیل به صورت مقطعی برآورد می‌شود و پس از آن در هر سال، باقی‌مانده مدل محاسبه خواهد شد. چنانچه باقی‌مانده الگوی رگرسیونی برای شرکتی بزرگتر از صفر باشد، بدین معناست که در آن شرکت بیش از حد سرمایه‌گذاری شده، لذا این معیار برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.</p> $AG_{it} = \beta_0 + \beta_1 Grow_{it} + \beta_2 Lev_{it} + \beta_3 Cash_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Return_{it} + \varepsilon_{it}$ <p>AG تغییر در خالص دارایی‌های عملیاتی شرکت به علاوه استهلاک، $Grow$ رشد فروش شرکت، Lev نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت، $Cash$ لگاریتم طبیعی جمع وجوه نقد و سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار شبه نقد کوتاه‌مدت، Age سن شرکت، $Size$ اندازه شرکت که از لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت محاسبه می‌شود، ε خطای مدل و بیانگر خوش‌بینی مدیریت می‌باشد که اگر مثبت باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر می‌پذیرد.</p> <p>(۳) تورش برجستگی اطلاعات:</p> $KURT = \left\{ \frac{n(n+1)}{(n-1)(n-2)(n-3)} \sum \left(\frac{X_j - \bar{x}}{S} \right)^4 \right\} - \frac{3(n-1)^2}{(n-2)(n-3)}$ <p>$X_1 = AG$, $X_2 = AIG$</p> <p>AG رشد دارایی‌ها، AIG رشد سود خالص</p> <p>برای دو متغیر رشد دارایی‌ها و رشد سود خالص، ابتدا طی سال‌های تحقیق و به تفکیک صنعت - سال، به صورت چرخشی برای سال موردنظر و چهار سال قبل ضریب کشیدگی به دست می‌آید. میانگین به دست آمده را با مقادیر هر سال مقایسه می‌کنیم اگر عدد حاصل شده از دو جنبه رشد دارایی‌ها و رشد سود خالص حداقل سه یا بیشتر بود عدد یک و در غیر این صورت صفر می‌پذیرد.</p>		

نحوه محاسبه	نماد	نام									
<table border="1"> <tr> <td>بیشتر از میانگین</td> <td>کمتر از میانگین</td> <td>AG AIG</td> </tr> <tr> <td>۰</td> <td>۰</td> <td>کمتر از میانگین</td> </tr> <tr> <td>۱</td> <td>۰</td> <td>بیشتر از میانگین</td> </tr> </table> <p>(۴) تورش بدبینی: در مدل شراند و زچمن (۲۰۱۲)، چنانچه باقی‌مانده الگوی رگرسیونی برای شرکتی کمتر از صفر باشد، بدین معناست که در آن شرکت کمتر از حد سرمایه‌گذاری شده، لذا این معیار برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.</p>	بیشتر از میانگین	کمتر از میانگین	AG AIG	۰	۰	کمتر از میانگین	۱	۰	بیشتر از میانگین		
بیشتر از میانگین	کمتر از میانگین	AG AIG									
۰	۰	کمتر از میانگین									
۱	۰	بیشتر از میانگین									
متغیر تعدیل‌گر											
<p>در پژوهش حاضر از سه شاخص چرخه عمر شرکت، نوسان جریان نقدی و نوسان سودآوری برای محاسبه شاخص عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعات استفاده می‌شود.</p> <p>(۱) چرخه عمر شرکت (G-M-S) در این پژوهش چرخه عمر شرکت با استفاده از مدل آنتونی و رامش^{۳۷} (۱۹۹۲) بدست می‌آید.</p> <p>۱. ابتدا هر یک از متغیرهای رشد فروش، مخارج سرمایه‌ای، نسبت سود تقسیمی و سن شرکت را محاسبه می‌کنیم.</p> <p>رشد فروش: نشان‌دهنده درصد تغییرات در فروش واحد اقتصادی می‌باشد که به روش زیر محاسبه می‌شود:</p> $SG_{it} = \left(1 - \left(\frac{sale_{it}}{sale_{it-1}} \right) \right) \times 100$ <p>SALE: درآمد فروش نسبت سود تقسیمی: که نشان‌دهنده این است که واحد اقتصادی چند درصد از سود حاصل شده خود را در میان سهامداران توزیع کرده است و به روش زیر محاسبه می‌شود:</p> $DPR_{it} = \left(\frac{DPS_{it}}{EPS_{it}} \right) \times 100$ <p>DPS: سود تقسیمی هر سهم، EPS: سود هر سهم مخارج سرمایه‌ای: مخارجی هستند که از تحمل آن‌ها به دنبال کسب منافع آتی بلندمدت یا منافع آتی حداقل برای یک دوره مالی دیگر هستیم و به روش زیر محاسبه می‌شود:</p> $CE_{it} = \frac{\text{اضافات (کاهش) داراییهای ثابت طی دوره}}{\text{ارزش بازار شرکت}} \times 100$ <p>AGE = تفاوت سال t و سال تاسیس شرکت.</p> <p>۲. در این مرحله از روش پارک و چن^{۳۸} (۲۰۰۶) استفاده می‌شود. سال-شرکت‌ها بر اساس هریک از چهار متغیر مذکور و با استفاده از پنجم‌های آماری در هر صنعت به پنج طبقه تقسیم می‌شوند که با توجه به قرار گرفتن در پنجم (طبقه) مورد نظر، طبق نگاره (۲)</p>	IBR	عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعات									

نحوه محاسبه	نماد	نام																														
<p>نمره‌ای بین ۱ تا ۵ می‌گیرند.</p> <p>۳. سپس برای هر سال-شرکت، نمره ای مرکب به دست می‌آید که با توجه به شرایط زیر در یکی از مراحل رشد، بلوغ و افول طبقه بندی می‌شود:</p> <p>الف: در صورتی که مجموع نمرات بین ۱۶ و ۲۰ باشد، در مرحله رشد قرار دارد.</p> <p>ب: در صورتی که مجموع نمرات بین ۹ و ۱۵ باشد، در مرحله بلوغ قرار دارد.</p> <p>ج: در صورتی که مجموع نمرات بین ۴ و ۸ باشد در مرحله افول قرار دارد.</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>سود تقسیمی</th> <th>رشد مخارج سرمایه‌ای</th> <th>رشد فروش</th> <th>عمر شرکت</th> <th>پنجک‌ها</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>۵</td> <td>۱</td> <td>۱</td> <td>۵</td> <td>پنجک اول</td> </tr> <tr> <td>۴</td> <td>۲</td> <td>۲</td> <td>۴</td> <td>پنجک دوم</td> </tr> <tr> <td>۳</td> <td>۳</td> <td>۳</td> <td>۳</td> <td>پنجک سوم</td> </tr> <tr> <td>۳</td> <td>۴</td> <td>۴</td> <td>۲</td> <td>پنجک چهارم</td> </tr> <tr> <td>۳</td> <td>۵</td> <td>۵</td> <td>۱</td> <td>پنجک پنجم</td> </tr> </tbody> </table> <p>شرکت‌هایی که در مرحله بلوغ قرار دارند دارای پایین‌ترین میزان ریسک‌پذیری هستند و شرکت‌هایی که در مرحله افول قرار دارند دارای بالاترین میزان ریسک‌پذیری هستند و شرکت‌هایی که در مرحله رشد قرار دارند کمی بیشتر از شرکت‌های در مرحله بلوغ دارای ریسک‌پذیری هستند (شهزاد و همکاران^{۳۹}، ۲۰۱۹؛ اثنی عشری و لاریجانی، ۱۳۹۷؛ حبیب و مانزور حسن^{۴۰}، ۲۰۱۷؛ گارسا و همکاران^{۴۱}، ۲۰۱۶). بنابراین با توجه به جدول نمرات عمر، شرکت‌های در مرحله بلوغ دارای کمترین میزان عدم اطمینان و شرکت‌های در مرحله افول دارای بیشترین میزان عدم اطمینان در نظر گرفته شدند.</p> <p>(۲) نوسان جریان نقد عملیاتی (CVOL): انحراف استاندارد جریان نقدی عملیاتی طی ۵ سال گذشته. مقادیر بیشتر (کمتر) CVOL، بیانگر عدم اطمینان بیشتر (کمتر) در محیط درونی اطلاعات می‌باشد.</p> <p>(۳) نوسان سودآوری (EVOL): انحراف استاندارد درصد تغییرات سود عملیاتی طی ۵ سال گذشته. مقادیر بیشتر (کمتر) EVOL، بیانگر عدم اطمینان بیشتر (کمتر) در محیط درونی اطلاعات می‌باشد.</p> <p>از آنجایی که به کارگیری هر یک از معیارهای فوق به تنهایی، ممکن است باعث اختلال در اندازه‌گیری متغیر عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعات شود، از این رو در پژوهش حاضر برای سنجش آن از یک شاخص ترکیبی (IBR) مبتنی بر میانگین رتبه دهکی ۳ معیار مذکور، برای هر شرکت-سال استفاده شده است. برای این منظور، ابتدا شرکت‌ها بر اساس هر یک از این معیارهای سه‌گانه در هر سال، در ۱۰ طبقه (دهک) رده‌بندی می‌شوند. به طوری که شرکت‌های دارای پایین‌ترین مقدار در دهک اول و شرکت‌های با بالاترین مقدار در دهک آخر</p>	سود تقسیمی	رشد مخارج سرمایه‌ای	رشد فروش	عمر شرکت	پنجک‌ها	۵	۱	۱	۵	پنجک اول	۴	۲	۲	۴	پنجک دوم	۳	۳	۳	۳	پنجک سوم	۳	۴	۴	۲	پنجک چهارم	۳	۵	۵	۱	پنجک پنجم		
سود تقسیمی	رشد مخارج سرمایه‌ای	رشد فروش	عمر شرکت	پنجک‌ها																												
۵	۱	۱	۵	پنجک اول																												
۴	۲	۲	۴	پنجک دوم																												
۳	۳	۳	۳	پنجک سوم																												
۳	۴	۴	۲	پنجک چهارم																												
۳	۵	۵	۱	پنجک پنجم																												

نحوه محاسبه	نماد	نام
قرار می‌گیرند. سپس مجموع اعداد رتبه دهک بدست آمده از هر یک از معیارهای فوق برای هر شرکت در هر سال، بر عدد ۳ (تعداد معیارهای عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعات) تقسیم شده تا شاخص جامع عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعات بدست آید. دامنه تغییرات این شاخص ترکیبی بین ۱ تا ۱۰ بوده، به طوری که مقادیر بزرگ‌تر (کوچک‌تر) بیانگر عدم اطمینان بیشتر (کمتر) در محیط درونی اطلاعات می‌باشد.		
متغیر کنترل		
اندازه شرکت برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت در پایان سال مالی.	Size	اندازه شرکت
برابر است با نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی شرکت‌ها	Lev	اهرم مالی

۶- آمار توصیفی متغیرها

شاخص‌های توصیف داده‌ها برای تک تک متغیرهای تحقیق محاسبه شده است. این آمارها شمای کلی از تک تک متغیرهای مدل‌ها را ارائه می‌کنند.

جدول ۶. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	ضریب چولگی
ارزش شرکت	QTobin	۱/۵۲۱	۱/۴۲۲	۲/۸۸۲	۰/۵۴۱	۰/۴۷۶	۰/۸۶۰
هزینه حقوق صاحبان سهام	OJ	۰/۲۴۸	۰/۱۹۶	۰/۷۸۰	۰/۰۰۴	۰/۱۸۰	۱/۱۲۶
عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعات	IBR	۴/۶۰۸	۴/۳۳۳	۸/۶۶۶	۱/۰۰۰	۱/۵۱۰	۰/۱۵۱
تورش فرا اعتمادی	Over confidence	-۰/۰۰۰۳	-۰/۰۴۱	۰/۶۵۰	-۰/۲۱۷	۰/۱۵۵	۱/۵۸۶
تورش بدبینی	Pessimism	-۰/۰۸۵	-۰/۰۰۶	۰/۰۰۰	-۰/۶۷۶	۰/۱۳۲	-۱/۸۴۵
تورش خوش‌بینی	Optimism	۰/۰۷۹	۰/۰۰۰	۰/۷۹۵	۰/۰۰۰	۰/۱۴۲	۲/۷۴۲
تورش برجستگی اطلاعات	Bump	۰/۰۵۹	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۳۶	۳/۷۲۳
اهرم مالی	Lev	۰/۵۶۲	۰/۵۷۷	۰/۸۹۴	۰/۰۹۰	۰/۱۷۱	-۰/۳۹۷
اندازه شرکت	Size	۲۷/۸۳۷	۲۷/۶۰۱	۳۲/۲۹۱	۲۴/۳۰۳	۱/۵۸۴	۰/۷۳۴
تعداد مشاهدات ۵۸۸							

۷- آزمون فرضیه‌ها

فرضیه اصلی اول: بین تورش‌های رفتاری مدیران و عملکرد بازار سهام شرکت‌ها ارتباط معناداری وجود دارد.

برای آزمون فرضیه اصلی اول الگوی رگرسیونی ذیل اجرا می‌گردد:

$$MP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BH_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

فرضیه اصلی دوم: واکنش بازار به تورش‌های رفتاری مدیران تحت تاثیر عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعات قرار می‌گیرد.

برای آزمون فرضیه دوم الگوی رگرسیونی ذیل اجرا می‌گردد سپس آزمون والد انجام می‌شود:

$$MP_{it} = \beta_0 + \beta_1 BH_{it} + \beta_2 IBR_{it} + \beta_3 (BH * IBR)_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \varepsilon_{it}$$

۸- نتایج آزمون فرضیه‌ها

جدول ۷. نتایج آزمون فرضیه اصلی اول

بین تورش‌های رفتاری مدیران و ارزش شرکت‌ها ارتباط معناداری وجود دارد.				بین تورش‌های رفتاری مدیران و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها ارتباط معناداری وجود دارد.				متغیرها
فرضیه فرعی اول	فرضیه فرعی دوم	فرضیه فرعی سوم	فرضیه فرعی چهارم	فرضیه فرعی پنجم	فرضیه فرعی ششم	فرضیه فرعی هفتم	فرضیه فرعی هشتم	
-۸/۱۵۸ (۰/۰۰۰)	-۹/۲۹۲ (۰/۰۰۰)	-۸/۱۲۰ (۰/۰۰۰)	-۷/۹۲۶ (۰/۰۰۰)	-۰/۲۶۱ (۰/۱۳۵)	-۰/۲۲۵ (۰/۲۱۲)	-۰/۳۳۳ (۰/۰۵۴)	-۰/۳۳۰ (۰/۰۵۶)	C
---	---	---	---	-۰/۱۲۰ (۰/۰۰۹)	---	---	---	Over confidence
---	---	-۰/۴۶۴ (۰/۰۰۰)	---	---	۰/۱۰۵ (۰/۰۴۸)	---	---	Pessimism
---	---	---	---	---	---	-۰/۰۸۳ (۰/۰۸۷)	---	Optimism
---	---	---	---	۰/۰۱۶ (۰/۷۵۴)	---	---	-۰/۱۰۵ (۰/۰۰۰)	Bump
۰/۳۴۷ (۰/۰۰۰)	۰/۳۸۳ (۰/۰۰۰)	۰/۳۴۶ (۰/۰۰۰)	۰/۳۳۹ (۰/۰۰۰)	۰/۰۱۴ (۰/۰۱۳)	۰/۰۱۳ (۰/۰۲۲)	۰/۰۱۷ (۰/۰۰۳)	۰/۰۱۷ (۰/۰۰۳)	Size
۰/۰۱۱ (۰/۹۳۷)	۰/۱۵۹ (۰/۲۷۸)	۰/۰۳۸ (۰/۷۹۱)	۰/۰۰۵ (۰/۹۶۹)	۰/۱۷۶ (۰/۰۰۱)	۰/۱۶۷ (۰/۰۰۳)	۰/۱۸۱ (۰/۰۰۱)	۰/۱۸۰ (۰/۰۰۱)	Lev
۰/۷۳۶	۰/۷۴۵	۰/۷۳۷	۰/۷۳۴	۰/۳۷۵	۰/۳۶۷	۰/۳۶۲	۰/۳۶۵	ضریب تعیین
۱۲/۰۱۲ (۰/۰۰۰)	۱۲/۲۵۳ (۰/۰۰۰)	۱۲/۱۱۰ (۰/۰۰۰)	۱۱/۸۷۸ (۰/۰۰۰)	۲/۴۶۱ (۰/۰۰۰)	۲/۴۴۰ (۰/۰۰۰)	۲/۴۶۷ (۰/۰۰۰)	۲/۵۰۲ (۰/۰۰۰)	Fآلیمر
۱۲۸/۲۶۵ (۰/۰۰۰)	۱۴۷/۶۵۸ (۰/۰۰۰)	۱۳۶/۳۲۳ (۰/۰۰۰)	۱۲۶/۹۸۷ (۰/۰۰۰)	۱/۱۶۶ (۰/۷۶۱)	۰/۸۵۰ (۰/۸۳۷)	۳/۳۴۸ (۰/۳۴۱)	۳/۵۹۳ (۰/۴۵۸)	هاسمن
۱/۸۶۱	۱/۷۵۶	۱/۸۵۷	۱/۸۷۹	۱/۸۱۰	۱/۷۹۷	۱/۸۲۱	۱/۸۲۶	دوربین واتسون

بین تورش‌های رفتاری مدیران و ارزش شرکت‌ها ارتباط معناداری وجود دارد.				بین تورش‌های رفتاری مدیران و ارزش شرکت‌ها ارتباط معناداری وجود دارد.				متغیرها
فرضیه فرعی	فرضیه فرعی	فرضیه فرعی	فرضیه فرعی	فرضیه فرعی	فرضیه فرعی	فرضیه فرعی	فرضیه فرعی	
هشتم	هفتم	ششم	پنجم	چهارم	سوم	دوم	اول	
۹/۵۷۱ (۰/۰۰۰)	۶/۲۵۰ (۰/۰۰۰)	۶/۵۸۸ (۰/۰۰۰)	۷/۵۹۴ (۰/۰۰۰)	۱۶/۰۹۳ (۰/۰۰۰)	۱۶/۳۸۶ (۰/۰۰۰)	۱۷/۰۳۶ (۰/۰۰۰)	۱۶/۲۶۲ (۰/۰۰۰)	آماره F فیشر (احتمال)

نتایج فرضیه فرعی اول بیانگر آن بود که بین فرا اعتمادی مدیران و ارزش شرکت‌ها ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. نتایج فرضیه فرعی دوم بیانگر آن بود که بین بدبینی مدیران و ارزش شرکت‌ها ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. نتایج فرضیه فرعی سوم بیانگر آن بود که بین خوش‌بینی مدیران و ارزش شرکت‌ها ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. نتایج فرضیه فرعی چهارم بیانگر آن بود که بین برجستگی اطلاعات و ارزش شرکت‌ها ارتباط معناداری وجود ندارد.

نتایج فرضیه فرعی پنجم بیانگر آن بود که بین فرا اعتمادی مدیران و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. نتایج فرضیه فرعی ششم بیانگر آن بود که بین بدبینی مدیران و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. نتایج فرضیه فرعی هفتم بیانگر آن بود که بین خوش‌بینی مدیران و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها ارتباط معناداری وجود ندارد. نتایج فرضیه فرعی هشتم بیانگر آن بود که بین برجستگی اطلاعات و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.

جدول ۸. نتایج آزمون فرضیه اصلی دوم

عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعات ارتباط بین تورش‌های رفتاری مدیران و ارزش شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد.				عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعات ارتباط بین تورش‌های رفتاری مدیران و ارزش شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد.				متغیرها
فرضیه فرعی	فرضیه فرعی	فرضیه فرعی	فرضیه فرعی	فرضیه فرعی	فرضیه فرعی	فرضیه فرعی	فرضیه فرعی	
شازدهم	پانزدهم	چهاردهم	سیزدهم	دوازدهم	یازدهم	دهم	نهم	
-۰/۳۳۳ (۰/۰۵۰)	-۰/۳۱۹ (۰/۰۶۳)	-۰/۲۵۰ (۰/۱۵۵)	-۰/۲۶۳ (۰/۱۲۶)	-۷/۱۸۵۶ (۰/۰۰۰)	-۸/۱۲۹ (۰/۰۰۰)	-۹/۳۷۹ (۰/۰۰۰)	-۸/۱۹۲ (۰/۰۰۰)	C
---	---	---	۰/۰۴۶ (۰/۶۳۷)	---	---	---	۰/۴۹۵ (۰/۰۰۳)	Over confidence
۰/۰۰۴ (۰/۴۱۷)	-۰/۰۰۰۴ (۰/۹۳۳)	۰/۰۰۷ (۰/۱۸۸)	۰/۰۰۱ (۰/۷۶۳)	-۰/۰۰۳ (۰/۶۹۹)	۰/۰۰۵ (۰/۶۲۹)	۰/۰۱۲ (۰/۲۴۶)	۰/۰۰۱ (۰/۸۸۷)	IBR
---	---	---	-۰/۰۳۵ (۰/۰۵۶)	---	---	---	-۰/۰۷۰ (۰/۰۲۴)	Over confidence * IBR

متغیرها	عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعات ارتباطی بین تورش - های رفتاری مدیران و ارزش شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد.				عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعات ارتباطی بین تورش‌های رفتاری مدیران و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد.			
	فرضیه فرعی نهم	فرضیه فرعی دهم	فرضیه فرعی یازدهم	فرضیه فرعی دوازدهم	فرضیه فرعی سیزدهم	فرضیه فرعی چهاردهم	فرضیه فرعی پانزدهم	فرضیه فرعی شانزدهم
Pessimism	---	-۰/۸۶۹ (۰/۰۰۰)	---	---	---	-۰/۲۴۰ (۰/۰۶۳)	---	---
Pessimism* IBR	---	۰/۰۸۹ (۰/۰۴۷)	---	---	---	۰/۰۷۸ (۰/۰۰۳)	---	---
Optimism	---	---	-۰/۰۴۴ (۰/۸۶۸)	---	---	---	-۰/۱۶۷ (۰/۲۹۷)	---
Optimism* IBR	---	---	-۰/۰۳۴ (۰/۵۰۸)	---	---	---	۰/۰۱۶ (۰/۵۸۳)	---
Bump	---	---	---	-۰/۴۷۸ (۰/۰۰۶)	---	---	---	۰/۰۸۵ (۰/۴۰۳)
Bump* IBR	---	---	---	۰/۰۸۹ (۰/۰۰۳)	---	---	---	-۰/۰۳۴ (۰/۰۴۹)
Size	۰/۳۴۸ (۰/۰۰۰)	۰/۳۸۵ (۰/۰۰۰)	۰/۳۴۵ (۰/۰۰۰)	۰/۳۳۷ (۰/۰۰۰)	۰/۱۴ (۰/۰۱۲)	۰/۰۱۳ (۰/۰۱۹)	۰/۰۱۷ (۰/۰۰۴)	۰/۰۱۶ (۰/۰۰۴)
Lev	۰/۰۰۱ (۰/۹۹۰)	۰/۱۴۲ (۰/۳۳۳)	۰/۰۳۹ (۰/۷۸۸)	۰/۰۱۳ (۰/۹۲۴)	۰/۱۷۲ (۰/۰۰۱)	۰/۱۵۳ (۰/۰۰۴)	۰/۱۷۹ (۰/۰۰۱)	۰/۱۷۲ (۰/۰۰۲)
ضریب تعیین	۰/۷۳۸	۰/۷۴۷	۰/۷۳۷	۰/۷۳۹	۰/۴۳۹	۰/۴۳۳	۰/۴۲۸	۰/۴۳۵
F لیمر	۱۲/۰۹۲ (۰/۰۰۰)	۱۲/۲۹۷ (۰/۰۰۰)	۱۲/۰۵۳ (۰/۰۰۰)	۱۱/۶۵۷ (۰/۰۰۰)	۲/۴۱۱ (۰/۰۰۰)	۲/۳۷۴ (۰/۰۰۰)	۲/۴۵۲ (۰/۰۰۰)	۲/۴۹۹ (۰/۰۰۰)
هاسمن	۱۲۶/۹۴۰ (۰/۰۰۰)	۱۴۹/۴۱۲ (۰/۰۰۰)	۱۳۳/۶۹۷ (۰/۰۰۰)	۱۳۳/۶۹۲ (۰/۰۰۰)	۷/۸۱۰ (۰/۱۶۷)	۷/۳۲۰ (۰/۱۹۷)	۱۰/۴۵۲ (۰/۰۶۳)	۸/۷۷۷ (۰/۱۱۸)
دوربین واتسون	۱/۸۷۰	۱/۷۵۵	۱/۸۵۷	۱/۹۲۷	۱/۸۰۵	۱/۷۹۱	۱/۸۰۸	۱/۸۲۴
آماره F فیشر (احتمال)	۱۶/۰۴۸ (۰/۰۰۰)	۱۶/۷۶۳ (۰/۰۰۰)	۱۵/۹۷۱ (۰/۰۰۰)	۱۶/۰۳۸ (۰/۰۰۰)	۵/۳۵۱ (۰/۰۰۰)	۵/۷۳۴ (۰/۰۰۰)	۳/۸۲۵ (۰/۰۰۱)	۶/۵۸۷ (۰/۰۰۰)

نتایج فرضیه فرعی نهم بیانگر آن بود که عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعات ارتباطی بین فرا اعتمادی مدیران و ارزش شرکت‌ها را تضعیف می‌کند. نتایج فرضیه فرعی دهم بیانگر آن بود که عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعات ارتباطی بین بدبینی مدیران و ارزش شرکت‌ها را تقویت می‌کند. نتایج فرضیه فرعی یازدهم بیانگر آن بود که عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعات ارتباطی بین خوش‌بینی مدیران و ارزش شرکت‌ها را تحت

تاثیر قرار نمی‌دهد. نتایج فرضیه فرعی دوازدهم بیانگر آن بود که عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعات ارتباط بین برجستگی اطلاعات و ارزش شرکت‌ها را تقویت می‌کند.

نتایج فرضیه فرعی سیزدهم بیانگر آن بود که عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعات ارتباط بین فرا اعتمادی مدیران و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار نمی‌دهد. نتایج فرضیه فرعی چهاردهم بیانگر آن بود که عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعات ارتباط بین بدبینی مدیران و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها را تقویت می‌کند. نتایج فرضیه فرعی پانزدهم بیانگر آن بود که عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعات ارتباط بین خوش‌بینی مدیران و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار نمی‌دهد. نتایج فرضیه فرعی شانزدهم بیانگر آن بود که عدم اطمینان در محیط درونی اطلاعات ارتباط بین برجستگی اطلاعات و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها را تضعیف می‌کند.

۹- نتیجه‌گیری

طی چند دهه گذشته، ظهور برخی پدیده‌های غیرعادی و استثنا در بازارهای مالی باعث شد که انتقادهای زیادی به نظریه‌های مالی وارد شود. این واقعیت، بحث‌های عمیق و احساس بی‌اعتمادی را نسبت به عملکرد نظریه‌های مالی سنتی به عنوان ابزارهای مهم در ارزش‌گذاری و پیش‌بینی قیمت دارایی‌ها ایجاد کرد و زمینه‌ساز پیدایش نظریه مالی رفتار شد. دیدگاه مالی رفتاری بیان می‌کند که برخی تغییرات قیمت سهام هیچ دلیل بنیادی نداشته و عوامل روان‌شناختی نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها ایفا می‌کند (ژو و نیو، ۲۰۱۹). در واقع، مالی رفتار فرض‌های اولیه نظریه‌های مالی سنتی را کنار گذاشته و به بررسی فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و واکنش آنان در قبال شرایط مختلف بازارهای مالی می‌پردازد و تأکید آن بیشتر به شخصیت، فرهنگ و قضاوت سرمایه‌گذاران در تصمیمات سرمایه‌گذاری است. با تمام این موضوعات، ایراد اصلی نظریه مالی رفتاری این است که بنیان نظریه‌های مالی سنتی را از هم پاشیده و تنها به شناسایی خطاهای ادراکی و رفتاری سرمایه‌گذاران پرداخته است. درباره این موضوع که چه عواملی بر خطاهای رفتاری سرمایه‌گذاران مؤثر است و چگونه می‌توان بر این خطاها غلبه نمود یا آن‌ها را تعدیل کرد، بحث‌های کمی صورت گرفته است و بیشتر به نقش روانشناسی و جامعه‌شناسی و کاهش نقش اطلاعات حسابداری پرداخته شده است؛ مالی رفتار به بررسی رخدادهای حذف قاعده بازار سرمایه می‌پردازد. تورش‌های رفتاری، تابشی از عوامل مختلف از جمله رخدادهای خلاف قاعده در بازار سرمایه است که متغیرهایی نظیر فرا اعتمادی مدیران، خوش‌بینی، برجستگی اطلاعات و بدبینی مدیران بر آن اثر دارد.

فرا اعتمادی مدیران موجب شده که به نوعی جلب اعتماد برای سهامداران صورت بگیرد و به همین ترتیب باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیر و سهامدار شده است، بنابراین اگر عدم تقارن اطلاعاتی کاهش پیدا نمی‌کرد این جلب اعتماد نیز صورت نمی‌گرفت و به دلیل بروز همین اتفاق، سهامداران حاضر شده‌اند که مبالغ بیشتری را بابت خرید سهم نسبت به قبل بپردازند که به معنی کم شدن هزینه تهیه پول از محل انتشار سهام برای شرکت‌ها است. بنابراین فرا اعتمادی به عنوان یک پدیده روان‌شناختی مؤثر بر هزینه سهام عادی و برای

سهامداران مطلوب تلقی می‌شود. از طرفی دیگر به دلیل اینکه فرا اعتمادی باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شده است باعث افزایش ارزش شرکت شده است. بدبینی به معنای احتیاط بیش از اندازه است که همین امر موجب گردیده که محافظه‌کاری جسورانه به وجود آورد که این نوع محافظه‌کاری برای سهامداران ارزش افزا نبوده است اما از منظر مدیران که تهیه پول را دنبال می‌کردند، محافظه‌کاری جسورانه موجب شده که سهام عادی نیز با مبلغ بیشتری تامین شود. خوش‌بینی مدیران نیز تاثیری بر هزینه سهام عادی نداشته است و باعث کاهش ارزش شرکت شده است زیرا ممکن بوده که باعث به وجود آمدن خطا در پیش‌بینی و افزایش ناطمینانی شود. نتایج نشان داد که در صورت پیش‌بینی رشد دارایی و رشد سود، تامین پول برای شرکت ارزان‌تر خواهد بود، زیرا به دلیل چشم‌انداز خوب شرکت، سهامداران مایل به سرمایه‌گذاری در شرکت هستند و حتی حاضر هستند برای خرید سهام شرکت پول بیشتری پرداخت کنند که با تحقق این امر هزینه سهام کاهش می‌یابد اما برجستگی اطلاعات تاثیری بر ارزش شرکت‌ها نداشته است.

فهرست منابع

- * اثنی عشری، حمیده و ولی‌زاده لاریجانی، اعظم. (۱۳۹۷). رفتار ریسک‌پذیر طی چرخه عمر شرکت و اثر آن بر عملکرد مالی آتی به روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM)، پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره اول، سال دهم، صص ۱۸-۱.
- * تائبی نقندری، امیرحسین و تائبی نقندری، علی و عباس‌زاده، مهری. (۱۳۹۶). تاثیر تعدیل‌گری اندازه شرکت بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد اقتصادی شرکت‌ها. مجله دانش حسابداری، دوره ۸، شماره ۱، صص ۱۸۲-۱۵۵.
- * تیموری جامی، یاسمن و شاهچرا، مهشید و حسن‌زاده، علی. (۱۳۹۳). بررسی تاثیر عملکرد شرکت بر رابطه-ی بین رقابت در بازار محصول و رتبه نظام راهبری شرکتی. فصلنامه تحقیقات توسعه اقتصادی، شماره سیزدهم، صص ۴۸-۲۵.
- * جعفری، ابوالفضل و دولتی، نیکو. (۱۳۸۶). مقدمه‌ای بر مالی و اقتصاد رفتاری، ماهنامه‌ی بورس، شماره ۶۸، صص ۱۷-۱۰.
- * خالقی کسبی، پروانه. (۱۳۹۷). تاثیر افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری بر کاهش پدیده برجستگی، رساله دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی قزوین.
- * درخشنده، سیدهدادی و علی احمدی، سعید. (۱۳۹۶). بررسی ارزیابی نقش باورهای سرمایه‌گذاران بر جهت‌گیری قیمت و حجم معاملات در بازار سرمایه. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. سال ۱۰. شماره ۳۳. صص ۵۱-۶۳.
- * رضایی، فرزین و موسوی، سید احمد و شاه ویسی، فرهاد. (۱۳۹۵). تبیین الگوی ایفای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها و تأثیر آن بر خصوصیات کیفی اطلاعات مالی، مجله حسابداری مدیریت، سال دهم، شماره سی و سه، صص ۱۰۸-۸۹.

- * زندی، احمد و شمس‌زاده، باقر. (۱۳۹۲). تاثیر ارائه مجدد صورت‌های مالی بر ریسک اطلاعات، دانش حسابرسی، سال سیزدهم، شماره پنجاه و یکم، صص ۲۱-۱.
- * فرازبانی، فاتح. (۱۳۹۷). تدوین مدل تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در ورزش استان کرمانشاه، مطالعات مدیریت رفتار سازمانی در ورزش، دوره پنجم، شماره بیستم، صص ۴۵-۵۲.
- * فلاح‌پور، سعید و عبداللهی، غلامرضا. (۱۳۹۰). شناسایی و وزن‌دهی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد AHP فازی، نشریه تحقیقات مالی، دوره سیزدهم، شماره سی و یکم، صص ۹۹-۱۲۰.
- * قالیباف اصل، حسن، پورداداش مهربانی، نازیلا و دهقان نیری، لیلیا. (۱۳۹۴). بررسی رابطه میان ریسک گریزی مدیران و عملکرد نهادهای مالی در بازار سرمایه. راهبرد مدیریت مالی. سال ۳. شماره ۱۰. صص ۱-۲۳.
- * کریمی، کیانا و رهنمای رودپشتی، فریدون. (۱۳۹۴). تورش‌های رفتاری و انگیزه‌های مدیریت سود، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال چهارم، شماره چهارده، صص ۳۱-۱۵.
- * مهرگان، محمدرضا؛ دلشاد، افسانه. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر تغییر نگرش مدیریت از بیش‌اطمینانی به مدیریت منطقی بر بازده سهام. دانش حسابداری مالی، دوره چهارم، شماره ۲، صص ۱-۲۶.
- * هاشمی، سیدعباس و امیری، هادی و افیونی، علیرضا. (۱۳۹۶). بررسی نوسانات جریان‌های نقدی عملیاتی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با در نظر گرفتن محدودیت تامین مالی، دانش حسابداری، دوره هشتم، شماره اول، صص ۲۹-۴۹.
- * Alexeev, V., Urga, G., Yao, W. (2019). Asymmetric jump beta estimation with implications for portfolio risk management, *International Review of Economics and Finance*, 10, 50-98.
- * Baccar, A., Ben-Mohamed, E., and A. Bouri (2013). "Managerial Optimism, Overconfidence and Board Characteristics: Toward a New Role of Corporate Governance", *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, Vol. 7, No. 7, 287-301.
- * Bhatia, A. Chandani, A. and Chhateja, J.(2020). Robo advisory and its potential in addressing the behavioral biases of investors – A qualitative study in Indian context. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2020.100281>.
- * Bordalo, P, Gennaioli, N, and Shleifer, A. (2012). Saliency Theory of Choice under Risk, *Quarterly Journal of Economics*. 127 (3):pp. 1243-1285.
- * Boulton, T.J & Campbell, T.C. (2016). Managerial Confidence and Initial Public Offerings. *Journal of Corporate Finance*, No. 37, 375-392.
- * Birnberg, J, G; (2011). A Proposed Framework for Behavioral Accounting Research, *BEHAVIORAL RESEARCH IN ACCOUNTING*, Vol. 23, No. 1, pp. 1-43.
- * Cai, J., Y. Liu, Y. Qian, & M. Yu. (2015) Information Asymmetry and Corporate Governance, *Quarterly Journal of Finance*, vol. 05, issue 03, pp. 1-32.
- * Carver, C. S., Scheier, M. F., & Segerstrom, S. C. (2010). Optimism. *Clinical Psychology Review*, 30, pp. 879-889.

- * Cheng, C.S.A., & Sh. Li. (2014). Does Income Smoothing Improve Earnings in formativeness? A Comparison between the US and China Markets. *China Accounting and Finance Review*, 16 (2): pp. 128-147.
- * Dhaoui, AB., Khraief, N. (2014). Sensitivity of Trading Intensity to Optimistic and Pessimistic Beliefs. *Arab Economics and Business Journal*, 9, pp. 115-132.
- * Duellman, S., H. Hurwitz, and Y. Sun. (2015). Managerial overconfidence and audit fees, *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(2), pp. 148-165.
- * Frank, M., & V. Goyal. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67: pp.217-248.
- * Garcia, C., Saravia, J., and D. Yepes. (2016). The Weighted Average Cost of Capital Over the Life-Cycle of the Firm: Is the Overinvestment Problem of Mature Firms Intensified by a Higher WACC? *Research in Economics and Finance (CIEF)*, pp. 15-21.
- * Guy, D.F., Richard, A.S., & Arindam, T. (2016). Firm Strategy and Market Reaction to Earnings. *Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting*, 33, pp.20-34.
- * Habib, A., Monzur Hasan, M. (2017). Firm Life Cycle, Corporate Risk-Taking and Investor Sentiment, *Accounting and Finance*, Vol.57, No.2, pp. 465-497.
- * Hoffmann, A. O., Post, T., & Pennings, J. M. (2015). How investor perceptions drive actual trading and risk-taking behavior, *Journal of Behavioral Finance*, 16(1), pp. 94-103.
- * Huang, Z, & Kun, W. (2011). Ultimate privatization and change in firm performance: Evidence from China, *China Economic Review*, vol. 22(1), pages 121-132.
- * Judge, T. A., & Robbins, S. P. (2017). *Essentials of organizational behavior* 14th edition. Published by Pearson. pp 1-285.
- * Kahneman, D and Riep, M. W. (1998). Aspects of Investor *Journal of Portfolio Management*, 24 (4), pp. 52-65; DOI: <https://doi.org/10.3905/jpm.1998.409643>
- * Kim, J.B., Wang, Z., & Zhang, L. (2016). CEO Overconfidence and Stock Price Crash Risk, *Contemporary Accounting Research*, 33, (4), pp. 1720-1749.
- * McLaughlin, R., A. Safieddine, & G.K. Vasudevan. (1998). The Information Content of Corporate Offerings of Seasoned Securities: An Empirical Analysis, *Financial Management*, 27(2): pp. 31-45.
- * Meftah Rekik, Y., Boujelbene, Y. (2013). Determinants of Individual Investors' Behaviors: Evidence from Tunisian Stock Market, *Journal of Business and Management*, Volume 8, Issue 2, pp 109-119.
- * Ohlson J., Juettner-Nauroth B. (2003). Expected EPS and EPS growth as determinants of value, *Review of Accounting Studies*, 10 (2): pp. 349-365.
- * Oprean C. (2014). Effect of behavioural factor on human finance decisions, *Economic and finance*, 16, pp. 458-463.
- * Park, Y., Chen, K. (2006). The effect of accounting conservatism and lifecycle stages on firm valuation. *Journal of Applied Business Research*, 22(3), pp. 75-92.
- * Pompian, Michael M., (2011). *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build optimal Portfolios That Account For Investor Biases*, John Wiley & Sons, Ltd.
- * Ridley, R. J., (2008), *Social Enterprise as a Socially Rational Business*, *International Journal of Entrepreneurial Behaviour and Research*, 14 (5): pp. 291-312.
- * Schrand, C. M., and S. L. Zechman. (2012). Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics* 53(1): 311-329.
- * Shahzad, F., Lu, J., & Fareed, Z. (2019). Does firm life cycle impact corporate risk taking and performance?, *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 51(C), pp. 23-44.

- * Skala, D. (2008). Overconfidence in psychology and finance-an interdisciplinary literature review, *Bank iKredyt*, 33-50.
- * Tien-Shih, H., Bedard, J.C. & Johnstone, K.M. (2014). CEO Overconfidence and Earnings Management During Shifting Regulatory Regimes. *Journal of Business Finance & Accounting*, No. 41(9 & 10), 1243-1268.
- * Tunyi AA, Agyei-Boapeah H, Areneke G, Agyemang J. (2019). Internal capabilities, national governance and performance in African firms, *Research in International Business and Finance* (2019), <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.04.009>
- * Vitanova, I. (2019). Nurturing overconfidence: The relationship between leader power, overconfidence and firm performance, *The Leadership Quarterly*, NO. 10. pp. 1-14.
- * Zhu, B., & Niu, F. (2016). Investor sentiment, accounting information and stock price: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 38 (3), pp. 125-134.

یادداشت‌ها

1. Judge & Robbins
2. Zhu & Niu
3. Bhatia et al
4. Vitanova
5. Tunyi
6. Guy et al
7. Alexeev et al
8. Cai et al
9. McLaughlin et al
10. Frank & Goyal
11. Cheng et al
12. Rational Choice Theory
13. Ridley
14. Choice Under Risk
15. Friedman and Savage
16. Allais
17. The independence axiom of Expected Utility Theory
18. Birnberg
19. Robert Olsen
20. Irrationality
21. Baccar et al
22. Skala
23. Boulton, & Campbell
24. Haruvy et al
25. Carver et al
26. Dhaoui & Khraief
27. Bordalo et al
28. Kahneman & Riep
29. Pompian
30. Kim et al
31. Duellman et al
32. Hoffmann et al
33. Oprean
34. Tien-Shih et al
35. Mefteh Rekik & Boujelbene
36. Schrand & Zechman

-
- ³⁷ . Anthony and Ramesh
 - ³⁸ . Park and Chen
 - ³⁹ . Shahzad et al
 - ⁴⁰ . Habib & Monzur Hasan
 - ⁴¹ . Garcia et al