

Managerial Optimism in Financial Disclosure; Prospects for Operational Efficiency and Market Reaction

Mehdi Khorramabadi^{1*}, Najmeh Khodabakhshi²

1. Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran. Corresponding Author Email: m.khorramabadi@pnu.ac.ir.

2. Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran. Email: n.khodabakhshi@pnu.ac.ir.

ABSTRACT

To create a fair and transparent capital market, companies must fully disclose all their financial and non-financial information. This leads to increased reliability, comparability of companies' financial performance, and proper understanding of the information. Also, behavioral characteristics and emotions of management play a key role in companies' decision-making and, as a result, operational efficiency, resource allocation, performance, and development of the company. Therefore, the main purpose of the present study is to investigate the effects of managerial optimism in management's interpretive report on operational efficiency and capital market reaction in companies. To measure operational efficiency, the criteria of sales productivity, return on assets, and growth opportunities were used; while the criteria of stock returns, systematic risk, and stock returns volatility were used to measure market reaction.. The test sample consisted of 149 companies listed on the Tehran Stock Exchange in a 10-year period from 2014 to 2023. The results of the hypothesis test showed that managerial optimism has a negative and significant effect on sales productivity, return on assets of companies, and systematic risk. Managerial optimism also has a positive and significant effect on growth opportunities and stock returns of companies. According to the results of the hypothesis test, it can be stated that managerial optimism has a significant effect on the operational efficiency of companies and on the market reaction of companies.

1. Introduction

Managerial personal behavior and character play an important role in reporting and information communication. The company's business and financial performance also reflects, to some extent, the managerial subjective opinions and beliefs, as well as the managers' beliefs. Therefore, the manager's personality and expectations are considered important behavioral factors that affect future operational performance and trigger market reactions (Wang et al., 2024). Also, considering the key and significant role of capital markets in the macroeconomics of countries and due to the presence of inexperienced and unprofessional shareholders and managers in it, it seems necessary to analyze the impact of management emotions on financial disclosure in the form of operational efficiency and market reaction. Although the characteristics and behavior of management can affect operational efficiency and resource allocation and profoundly affect the performance and development of the company, the role of managerial optimism has not been fully investigated with empirical analysis. Therefore, this study has created an index of managerial optimism to examine the relationship between this variable and operational efficiency and market reaction. Understanding this relationship can help investors, analysts, and researchers better identify tensions and asymmetries in the financial market and, as a result, make better decisions.

2. Hypotheses

The first three hypotheses of this study to measure the impact of managerial optimism on operational efficiency are stated as follows:

Hypothesis 1: Managerial optimism has a significant effect on companies' sales productivity.

Hypothesis 2: Managerial optimism has a significant effect on companies' ROA.

Hypothesis 3: Managerial optimism has a significant effect on companies' growth opportunities.

The second three hypotheses of this study to measure the impact of managerial optimism on market reaction are stated as follows:

Hypothesis 4: Managerial optimism has a significant effect on companies' stock returns.

Hypothesis 5: Managerial optimism has a significant effect on companies' systematic risk.

Hypothesis 6: Managerial optimism has a significant effect on companies' stock returns volatility.

3. Methods

The present study is applied in terms of purpose. The statistical population in this study includes all companies listed on the Tehran Stock Exchange from the beginning of 2014 to the end of 2019. Sampling was carried out by systematic elimination method. By applying some conditions to the statistical population, 149 companies (1490 year-company) were selected as a statistical sample. The documentary method was used to collect model data. Finally, statistical tests were performed using the statistical software Eviews version 13. The research variables are as follows: The independent variable of the study is managerial optimism, which was measured following the research of Wang et al. (2024). The dependent variables of the study include operational efficiency and market response, whereby the company's operational efficiency was measured through three indicators of sales productivity, return on assets and growth opportunities; the market response variable was calculated using three indicators of stock returns, systematic risk and stock return volatility. The control variables of this study include company size, financial leverage, operating income growth, operating cash flow, market value to book value ratio, and company age.

4. Results

The results of the hypothesis test showed that managerial optimism has a negative and significant effect on sales productivity, return on assets of companies, and systematic risk. Managerial optimism also has a positive and significant effect on growth opportunities and stock returns of companies. According to the results of the hypothesis test, it can be stated that managerial optimism has a significant effect on the operational efficiency of companies and on the market reaction of companies.

5. Discussion and Conclusion

The findings show that managers who use more positive emotions in management commentary are optimistic about the company's current and future performance and, as a result of this optimism, invest optimistically in projects and assets. Also, managerial optimism about the company's current and future performance is reflected by the market in the stock price and causes growth opportunities and returns on the company's stock price to increase. On the other hand, considering the negative relationship between managerial optimism and the systematic risk of companies, it can be concluded that capital market actors react to the qualitative information of annual financial reports, and stock prices move based on the company's specific financial and non-financial information, and as a result, systematic risk is reduced.

Keywords: Managerial optimism, operational efficiency, market reaction.

خوش بینی مدیریت در افشای مالی؛ چشم اندازهای کارایی عملیاتی و واکنش بازار

مهدی خرم آبادی^۱، نجمه خدابخش^۲

چکیده:

برای ایجاد یک بازار سرمایه عادلانه و شفاف، شرکت‌ها باید تمامی اطلاعات مالی و غیرمالی خود را به طور کامل افشا کنند. این امر، به افزایش اعتمادپذیری، قابلیت مقایسه عملکرد مالی شرکت‌ها و فهم درست اطلاعات منجر می‌شود. همچنین، ویژگی‌های رفتاری و احساسات مدیریت، نقش کلیدی در تصمیم‌گیری‌های شرکت‌ها و در نتیجه، کارایی عملیاتی، تخصیص منابع، عملکرد و توسعه شرکت ایفا می‌کنند. لذا هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی اثرات خوش بینی مدیریت در افشای مالی، بر کارایی عملیاتی و واکنش بازار سرمایه در شرکت‌ها می‌باشد. منظور از افشای مالی، گزارش‌های سالانه هیئت مدیره به مجمع عمومی صاحبان سهام است. برای سنجش کارایی عملیاتی از معیارهای بهره‌وری فروش، بازده دارایی‌ها و فرصت‌های رشد؛ و برای سنجش واکنش بازار از معیارهای بازده سهام، ریسک سیستماتیک و نوسان بازده سهام استفاده شده است. نمونه مورد آزمون متشکل از ۱۴۹ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی یک بازه زمانی ۱۰ ساله از سال ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده است. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان داد که خوش بینی مدیریت بر بهره‌وری فروش، بازده دارایی‌های شرکت‌ها و ریسک سیستماتیک تأثیر منفی و معناداری دارد. همچنین خوش بینی مدیریت بر فرصت‌های رشد و بازده سهام شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری دارد. با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌ها و یافته‌های پژوهش می‌توان بیان داشت که خوش بینی مدیریت بر کارایی عملیاتی شرکت‌ها و بر واکنش بازار شرکت‌ها تأثیر معناداری دارد.

واژه‌های کلیدی: خوش بینی مدیریت، کارایی عملیاتی، واکنش بازار.

۱. مقدمه

کارایی عملیاتی و واکنش بازار از اهداف اصلی نگاه‌های اقتصادی محسوب می‌شوند و برتری عملکرد شرکت‌ها تا حد زیادی به تحقق این دو هدف وابسته است (وانگ و همکاران^۱، ۲۰۲۴). از طرفی، احساسات و تمایلات رفتاری مدیریت به عنوان یک مفهوم بین رشته‌ای، با درجه بندی و احتمال قضاوت در روانشناسی همراه است. مدیران خوش بین را می‌توان به عنوان مدیران خلاف قاعده تعریف کرد. در مفاهیم مالی، خوش بینی به عنوان یک برآورد و یا تفسیر از میزان دانش و یا اطلاعات خصوصی تعریف شده است که بر عملکرد شرکت موثر است (آقایی و امری اسرمی، ۱۴۰۰).

این پژوهش، بر روی دو دیدگاه کارایی عملیاتی و واکنش بازار تمرکز دارد. کارایی عملیاتی بیانگر میزان سود حاصل از فعالیت‌های شرکت در مقایسه با هزینه‌های عملیاتی و در نتیجه نشان‌دهنده توانایی شرکت در ایجاد درآمد و بازده است. از منظر بازار سرمایه نیز انتظار سودآوری شرکت می‌تواند بر پیش‌بینی سرمایه‌گذاران از سودآوری و بازده آتی و در نتیجه بر واکنش بازار تأثیرگذار باشد. در شرکت‌های مدرن، جدایی مالکیت از مدیریت موجب شده است مدیران کنترل و تخصیص منابع را بر عهده داشته باشند و شناخت و انتظارات آنان از روندهای عملیاتی، تحولات صنعت و محیط اقتصاد کلان، مستقیماً بر انتخاب‌های راهبردی و تصمیمات سرمایه‌گذاری اثر بگذارد (لما و همکاران^۲، ۲۰۲۲). از آنجا که حسابداری فعالیت‌های مبتنی بر قضاوت‌های انسانی است، برداشت‌ها و تفسیرهای مدیران از مفاهیم و استانداردهای حسابداری می‌تواند بر گزارشگری و مخایره اطلاعات اثرگذار باشد (وانگ و همکاران، ۲۰۲۴). شواهد پژوهشی نیز نشان می‌دهد رفتار و ویژگی‌های شخصی مدیران در گزارشگری و انتقال اطلاعات نقش مهمی دارد (مالمندیر و تیت^۳، ۲۰۱۵؛ دروز و همکاران^۴، ۲۰۲۰؛ ساهو و همکاران^۵، ۲۰۲۴). از جنبه مطالعات مالی نیز، اطلاعات رفتاری فعالان بازارهای مالی (مخصوصاً مدیریت) می‌تواند پدیده‌ها و پیامدهای متعدد بازارهای مالی را توضیح دهد (حسینی و خوئینی، ۱۳۹۹). از این رو، شخصیت، باورها و انتظارات مدیریت می‌توانند به عنوان عوامل رفتاری مؤثر بر عملکرد عملیاتی آینده و واکنش بازار در نظر گرفته شوند. با توجه به اهمیت بازار سرمایه در اقتصاد و حضور سهامداران و مدیران کم‌تجربه و غیرحرفه‌ای، بررسی تأثیر احساسات مدیریت بر افشای مالی، کارایی عملیاتی و واکنش بازار اهمیت دارد. اگرچه پژوهش‌های پیشین نشان داده‌اند ویژگی‌ها و رفتار مدیریت می‌تواند بر کارایی عملیاتی، تخصیص منابع، عملکرد و توسعه شرکت اثرگذار باشد

^۱ . استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. (نویسنده مسئول) M.Khorramabadi@pnu.ac.ir

^۲ . استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. n.khodabakhshi@pnu.ac.ir

(دمرجیان همکاران^۶، ۲۰۱۲؛ مالمندیر و تیت^۴، ۲۰۱۵؛ باربا و همکاران^۷، ۲۰۲۲)، با این وجود نقش خوش‌بینی مدیریتی به طور کامل آزمون تجربی نشده است. لذا این پژوهش با ایجاد یک شاخص خوش‌بینی مدیریتی، به بررسی رابطه این متغیر با کارایی عملیاتی و واکنش بازار پرداخته است. نوآوری این مقاله از چند بعد قابل بحث است. اول، دو حوزه کارایی عملیاتی و واکنش بازار را در یک چارچوب یکپارچه تلفیق می‌نماید؛ زیرا تأثیر خوش‌بینی مدیریت بر عملکرد داخلی (کارایی عملیاتی) و بازخورد بیرونی (واکنش بازار) به عنوان دو بُعد مکمل عملکرد سازمان بررسی می‌شود و این موضوع که آیا خوش‌بینی مدیریت می‌تواند هم‌زمان هم کارایی عملیاتی را بهبود بخشد و هم واکنش مثبت بازار را برانگیزد، یا بین این دو تعارض ایجاد کند، در این مقاله مورد بررسی قرار می‌گیرد. دوم، دیدگاه رفتاری را در تبیین پدیده‌های مالی در بازار نوظهور ایران مطرح و ادبیات مالی رفتاری را به محیطی با ویژگی‌های منحصربه‌فرد بازار ایران (از جمله نوسانات بالا، نقش پررنگ سرمایه‌گذاران حقیقی و تأثیرپذیری از عوامل غیراقتصادی) بسط می‌دهد و اثرات خوش‌بینی مدیریت در شرایط تحریم یا بی‌ثباتی اقتصاد بررسی می‌نماید. در نهایت، تبیین رابطه بین احساسات مدیریت، کارایی عملیاتی و واکنش بازار یک زمینه پژوهشی جذاب است که ترکیبی از علوم روان‌شناسی، مالی رفتاری و مدیریت را شامل می‌شود. درک این رابطه می‌تواند به سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و پژوهش‌گران بینشی ارائه دهد تا تنش‌ها و عدم تقارن‌های موجود در بازارهای مالی را بهتر شناسایی کنند و در نتیجه تصمیمات بهتری اتخاذ نمایند. نتایج پژوهش می‌تواند برای نهادهای ناظر (مانند بورس) در تدوین مقررات افشا، توجه به سوگیری‌های رفتاری مدیریت و تقویت سازوکارهای نظارتی هیئت مدیره مورد استفاده قرار گیرد. اهمیت این موضوع در ایران با توجه به ویژگی‌های خاص اقتصادی و نهادی، از جمله تحریم و نوسانات اقتصادی، تورم و نوسانات نرخ ارز، نقش پررنگ دولت، نوظهور بودن بازار سرمایه، حضور گسترده سرمایه‌گذاران حقیقی، تمرکز مالکیت و ضعف نسبی سازوکارهای نظارتی بیشتر می‌شود. هر چند روش شناسی پژوهش حاضر مشابه مطالعاتی نظیر جیانگ و همکاران (۲۰۱۹) و وانگ و همکاران (۲۰۲۴) است؛ ولی نتایج این مطالعات به سادگی قابل تعمیم به محیط ایران نیست. زیرا سازوکارهای اثرگذاری خوش‌بینی مدیریت ممکن است در ایران متفاوت عمل کند و شناسایی این تفاوت‌ها به توسعه نظریه‌های مالی رفتاری در بافت بازارهای نوظهور با شرایط خاص کمک می‌کند. سیاست‌گذاران و سرمایه‌گذاران داخلی نیازمند درک مبتنی بر شواهد بومی هستند.

۲. مبانی نظری و بسط فرضیه‌های پژوهش

۲.۱. احساسات (خوش‌بینی) مدیریت و کارایی عملیاتی

خوش‌بینی به تمایل افراد برای انتظار نتایج مثبت و موفقیت در آینده اشاره دارد. مشاغل که به قضاوت بیشتر نیاز دارند، بیشتر از مشاغل دیگر دچار خوش‌بینی می‌شوند. خوش‌بینی، یکی از ویژگی‌های شخصی مدیریت، است که بر ریسک‌پذیری مدیر تأثیر می‌گذارد (ابراهیمی و سربازی آزاد، ۱۳۹۶). با بررسی مطالعاتی که به بررسی این پدیده در بازار ایران پرداخته‌اند، مشخص می‌شود احساسات مثبت (خوش‌بینی) تأثیر قوی‌تر و سریع‌تری بر بازده سهام نسبت به احساسات منفی دارد. این اثر در شرکت‌های کوچک و با نقدشوندگی پایین تشدید می‌شود (رضایی و همکاران، ۱۴۰۰)؛ در دوره‌های رونق بورس (مانند نیمه اول ۱۳۹۹)، شواهد قوی از شکل‌گیری حباب‌های قیمتی ناشی از خوش‌بینی افراطی وجود دارد (گزارش مرکز پژوهش‌های مجلس، ۱۴۰۰) و حجم بالای پیام‌های مثبت و توصیه‌های خرید در کانال‌های مالی، پیش‌ران اصلی خوش‌بینی غیرواقع‌بینانه در دوره‌های صعودی است (عابدینی و رحمانی، ۱۳۹۸). بر اساس این مطالعات، نقش رسانه‌ها و فضای مجازی، ساختار سنتی بازار، بی‌ثباتی اقتصاد کلان، کمبود اطلاعات شفاف در تشدید خوش‌بینی مدیران در بازار سرمایه ایران نقش قابل ملاحظه‌ای دارند و این خوش‌بینی افراطی، پیامدهایی نظیر تشکیل حباب‌های قیمتی و اصلاح‌های شدید (نمونه بارز آن، رشد شاخص کل از ۵۰۰ هزار واحد در ابتدای ۱۳۹۹ به ۲ میلیون واحد در مرداد ۱۳۹۹ و سپس سقوط به حدود ۱/۲ میلیون واحد در پایان سال)، افزایش نوسان‌پذیری و ریسک سیستماتیک و کاهش کارایی بازار دارد. به طور کلی وضعیت خوش‌بینی در بازار سرمایه ایران پویا، چرخه‌ای و عمیقاً تحت تأثیر عوامل رفتاری است. پژوهش‌های داخلی به وضوح نشان می‌دهند که این پدیده هم در سطح سرمایه‌گذاران و هم در سطح مدیریت وجود دارد و آثار ملموسی بر کارایی بازار، نوسان‌پذیری و ثبات مالی داشته است. مدیران خوش‌بین در نتیجه این باور که آنها اطلاعات ویژه‌ای در اختیار دارند (که دیگران ندارند)، دقت اطلاعات خود و به تبع آن، سودها و جریان‌های نقدی آتی واحد تجاری خود را بیش از حد تخمین می‌زنند و چشم‌انداز مثبتی از ریسک و بازده آتی شرکت دارند (بولو و حسنی الفار، ۱۳۹۴). در صورت توانایی خوش‌بینی مدیریتی در پیش‌بینی بازده آینده سهام، بررسی سازوکارهای اثرگذاری آن بر بازده اهمیت می‌یابد.

بازده سهام هم از عوامل بنیادی شرکت و هم از باورهای سرمایه‌گذاران تأثیر می‌پذیرد؛ به‌گونه‌ای که کارایی عملیاتی نمایانگر عوامل بنیادی شرکت و پیش‌بینی تحلیلگران بیانگر باورهای سرمایه‌گذاران است. (مایو و همکاران^۸، ۲۰۱۵). قیمت سهام وابسته به عملکرد عملیاتی شرکت است. شرکت‌هایی با عملکرد عملیاتی خوب و کارایی بالا، احتمال بیشتری دارد که توجه سرمایه‌گذاران را جلب کنند و بازده سهام بالاتری داشته باشند (دجو و همکاران^۹، ۲۰۰۱). عملکرد عملیاتی خوب شرکت‌ها معمولاً باعث جذب سرمایه‌گذاران و بهره‌وری بیشتر، بازده دارایی‌های بالاتر و فرصت‌های رشد جدیدتر می‌شود. لذا میزان خوش‌بینی مدیریتی بر کارایی عملیاتی شرکت‌ها تأثیرگذار است (ساهو و همکاران، ۲۰۲۴). به علاوه، پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهند که تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تحت تأثیر احساسات و انتظارات مدیران قرار دارد. سود بالا و قیمت سهام بیش از ارزش واقعی، مدیران را به خوش‌بینی درباره آینده و سرمایه‌گذاری بیشتر سوق می‌دهد (بهاراتی و همکاران، ۲۰۱۶^{۱۰}، باربا و همکاران، ۲۰۲۲). خوش‌بینی بر سیاست‌های مالی شرکت تأثیر می‌گذارد و احساسات مدیریتی منجر به افزایش سرمایه‌گذاری می‌شود. مدیران خوش‌بین پیش‌بینی‌های مثبت‌تری از روند رشد شرکت و بازار دارند که می‌تواند به سرمایه‌گذاری‌های بیشتر و استراتژی‌های توسعه محور منجر شود (دسی و رافو، ۲۰۱۸^{۱۱}). خوش‌بینی مدیریتی می‌تواند پیش‌بینی‌های تحلیلگران را تغییر دهد و به عنوان یک «کانال اعتقادی» عمل کند (ساهو و همکاران، ۲۰۲۴). گزارش‌های مالی شرکت به عنوان منبع اصلی اطلاعات برای تحلیلگران برای بازنگری باورهای خود عمل می‌کنند، زیرا با فرصت‌های رشد و بازده دارایی‌های آینده شرکت ارتباط دارند (جیانگ و همکاران^{۱۲}، ۲۰۱۹). اطلاعات مربوط به درآمد می‌تواند پراکندگی پیش‌بینی‌های تحلیلگران را کاهش و در نتیجه بهره‌وری فروش را افزایش دهد (برنز و همکاران^{۱۳}، ۲۰۲۱). سرمایه‌گذاران نیز تأثیر خوش‌بینی مدیریتی بر عملکرد آتی شرکت را بر اساس عملکرد گذشته شرکت ارزیابی می‌کنند (موسلو و همکاران^{۱۴}، ۲۰۱۵). با توجه به شواهد ارائه شده، انتظار می‌رود که مدیران خوش‌بین سبب بهبود کارایی عملیاتی و عملکرد مالی آینده شرکت شوند (ولگ و همکاران، ۲۰۲۴). ولی بر اساس دیدگاه فرصت طلبانه مدیر، ممکن است خوش‌بینی مدیر به کاهش کارایی عملیاتی منجر شود (می^{۱۵}، ۲۰۲۰). از این رو سه فرضیه اول این پژوهش برای سنجش تأثیر خوش‌بینی مدیریت بر کارایی عملیاتی به صورت زیر و فاه جهت بیان شده است:

فرضیه اول: خوش‌بینی مدیریت بر بهره‌وری فروش شرکت‌ها تأثیر معنی‌داری دارد.

فرضیه دوم: خوش‌بینی مدیریت بر بازده دارایی‌های شرکت‌ها تأثیر معنی‌داری دارد.

فرضیه سوم: خوش‌بینی مدیریت بر فرصت‌های رشد شرکت‌ها تأثیر معنی‌داری دارد.

۲.۲. احساسات (خوش‌بینی) مدیریت و واکنش بازار

پژوهش‌های حسابداری و مدیریت مالی با تحلیل و کشف اطلاعات پنهان، به بررسی واکنش بازار پرداخته و از این اطلاعات برای تبیین محیط اطلاعاتی، واکنش قیمت سهام و رفتار سرمایه‌گذاری و همچنین پیش‌بینی و تبیین عملکرد بازار و آثار جانبی آن استفاده می‌کنند. (دی آگوستا و همکاران^{۱۶}، ۲۰۲۰؛ جیانگ و همکاران، ۲۰۱۹؛ ساهو و همکاران، ۲۰۲۴). مطالعات اخیر با تحلیل محتوای گزارش‌های سالانه، اعلامیه‌های سود و کنفرانس‌های شرکت‌ها، به استخراج احساسات مدیریتی پرداخته‌اند. احساسات و خوش‌بینی مدیران می‌تواند حاوی اطلاعاتی درباره انتظارات آنان از آینده شرکت باشد و به پیش‌بینی عملکرد حسابداری، بازده و نوسانات قیمت و حجم معاملات سهام تأثیر بگذارد. از آنجا که مدیران نسبت به سایر ذی‌نفعان از اطلاعات بیشتری برخوردارند، خوش‌بینی آنان می‌تواند بیانگر اطلاعات خصوصی درباره آینده شرکت و در نتیجه، بر واکنش بازار اثرگذار باشد. (وانگ و همکاران، ۲۰۲۴). از طرفی، به طور معمول مهمترین معیار ارزیابی عملکرد مؤسسات، در حال حاضر نرخ بازده سهام است (رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۵). وقتی این معیار کاهش یابد زنگ خطری برای شرکت است و عملکرد شرکت را مناسب نشان نمی‌دهد. این معیار دارای محتوای اطلاعاتی زیادی می‌باشد؛ زیرا ارزیابی عملکرد بر مبنای بازده سهام و نوسانات آن، اطلاعات سرمایه‌گذاران را به خوبی منعکس می‌کند. در فرایند سرمایه‌گذاری نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. بنابراین تغییرات بازده سهام و نوسانات آن بر واکنش بازار تأثیرگذار است (جیانگ و همکاران، ۲۰۱۹). بازده سهام و عوامل بنیادی شرکت به باورهای مدیریت و سرمایه‌گذاران وابسته است. خوش‌بینی بیش از حد مدیر باعث می‌شود وی در پروژه‌هایی با ریسک بالا سرمایه‌گذاری کند تا بازده بیشتری از سرمایه‌گذاری خود کسب کند. شرکت‌هایی با چنین مدیرانی، نوسانات بازدهی بیشتری دارند و سرمایه‌گذاری بیشتری در فعالیت‌های نوآورانه انجام می‌دهند (موسوی شیری و همکاران، ۱۳۹۹). مزایای اعتماد به نفس بیش از حد و خوش‌بینی مدیریت باعث می‌شود سهامداران مدیرانی با توانایی کم را که

دارای اعتماد به نفس بیش از حد و خوش بین هستند، به جای مدیرانی با مهارت بالا که منطقی هستند، انتخاب کنند. انگل مایر^{۱۷} (۲۰۱۰) استدلال می کند که استخدام مدیران خوش بین برای شرکت ها مفید است تا مزایای رقابتی متمایز به دست آورند. زیرا مدیران خوش بین تمایل به سرمایه گذاری بیش از حد در دوره های رونق، کاهش احتیاط در مدیریت مالی (کاهش ذخایر نقدی، استقراض بیش از حد یا تأمین مالی کوتاه مدت برای پروژه های بلندمدت)، واکنش ناکافی به سیگنال های بازار و تمایل به ارائه تصویری مثبت و کاهش شفافیت در گزارش های مالی یا پنهان کردن مشکلات دارند و به طور کلی افزایش میزان احساسات و خوش بینی مدیریت سبب افزایش ریسک سیستماتیک شرکت می شود. برخی دیگر از پژوهش ها بیان داشتند که مدیران خوش بین، ابهام و ریسک های آتی شرکت را کمتر از واقع ارزیابی نموده و به همین دلیل اقدامات لازم برای پوشش ریسک را انجام نمی دهند. لذا تصمیمات و اقدامات آنها باعث کاهش کارایی و عملکرد سازمان می شود و شرکت در یافتن راهکارهای راهبردی برای ماندن در شرایط رقابتی بازار عملکرد مناسبی ندارد که منجر به کاهش ارزش شرکت می شود (زنگانه و همکاران، ۱۴۰۱). مدیرانی که تحت تأثیر احساسات مثبت قرار دارند، ممکن است تمایل بیشتری به افزایش سود گزارش شده داشته باشند، در حالی که احساسات منفی می تواند منجر به تمایلات متفاوتی در کاهش یا به تأخیر انداختن سرمایه گذاری ها شود (دروز و همکاران، ۲۰۲۰). تئوری رفتار بازار بیان می کند که بازارهای مالی به اخبار و اطلاعات به صورت غیر عقلایی واکنش نشان می دهند. سرمایه گذاران ممکن است به احساسات مدیریت واکنش نشان دهند و این مسئله می تواند منجر به نوسانات قیمتی شود (هی و همکاران^{۱۸}، ۲۰۱۹). بنا بر مبنای نظری مطرح شده، فرضیه دوم این پژوهش برای سنجش تأثیر خوش بینی مدیریت بر واکنش بازار به صورت زیر بیان شده است:

فرضیه چهارم: خوش بینی مدیریت بر بازده سهام شرکت ها تأثیر معنی داری دارد.

فرضیه پنجم: خوش بینی مدیریت بر ریسک سیستماتیک شرکت ها تأثیر معنی داری دارد.

فرضیه ششم: خوش بینی مدیریت بر نوسان بازده سهام شرکت ها تأثیر معنی داری دارد

۳. روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش، نوع توصیفی-همبستگی است که با استفاده از مدل های رگرسیون چندگانه، روابط بین متغیرها را بررسی می کند. این پژوهش از نظر زمانی گذشته نگر و از نظر رویکرد، کمی است.

۳.۱. جامعه آماری و نمونه پژوهش

جامعه آماری در این پژوهش شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۹۳ تا پایان سال ۱۴۰۲ می باشد. نمونه گیری به روش نمونه در دسترس انجام گرفته است. به این صورت که شرکت هایی که طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته، وقفه معاملاتی بیشتر از سه ماه نداشته باشند، سال مالی آن ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد و جزء شرکت های واسطه گری مالی، هلدینگ، بانک های بیمه، شرکت های سرمایه گذاری نباشد، به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. از این رو، تعداد ۱۴۹ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شد. از طرفی با توجه به آنکه داده ها برای آزمون فرضیه ها به صورت ترکیبی (مقطعی - سری زمانی) طی ۱۰ سال مربوط به ۱۴۹ شرکت جمع آوری شدند. در این پژوهش به منظور آزمون فرضیه ها، جمع آوری داده های مورد نیاز از روش اسنادی استفاده شده است. در نهایت آزمون های آماری با استفاده از نرم افزار آماری ایویوز نسخه ۱۳ انجام شده است.

۳.۲. الگوها و متغیرهای پژوهش

به منظور آزمون فرضیه های اول تا ششم، بر اساس مبنای نظری ارائه شده در مقاله حاضر و مفهوم سازی مطالعه وانگ و همکاران (۲۰۲۴) از الگو های رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$SE_{i,t} = \alpha + \beta_1 MO_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GR_{i,t} + \beta_5 Cash_{i,t} + \beta_6 BM_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

الگوی (۱)

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 MO_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GR_{i,t} + \beta_5 Cash_{i,t} + \beta_6 BM_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

الگوی (۲)

$$QTbins_{i,t} = \alpha + \beta_1 MO_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GR_{i,t} + \beta_5 Cash_{i,t} + \beta_6 BM_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

الگوی (۳)

$$RET_{i,t} = \alpha + \beta_1 MO_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GR_{i,t} + \beta_5 Cash_{i,t} + \beta_6 BM_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

الگوی (۴)

$$BETA_{i,t} = \alpha + \beta_1 MO_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GR_{i,t} + \beta_5 Cash_{i,t} + \beta_6 BM_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

الگوی (۵)

$$SRV_{i,t} = \alpha + \beta_1 MO_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GR_{i,t} + \beta_5 Cash_{i,t} + \beta_6 BM_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

الگوی (۶)

که در این الگوها داریم:

$$\begin{aligned} SE_{i,t} &= \text{بهره وری فروش شرکت } i \text{ در سال } t \\ ROA_{i,t} &= \text{بازده دارایی های شرکت } i \text{ در سال } t \\ Tobin Q_{i,t} &= \text{فرصت های رشد شرکت } i \text{ در سال } t \\ BETA_{i,t} &= \text{ریسک سیستماتیک شرکت } i \text{ در سال } t \\ MO_{i,t} &= \text{احجام (خوش بینی) مدیریت شرکت } i \text{ در سال } t \\ LEV_{i,t} &= \text{اهرم مالی شرکت } i \text{ در سال } t \\ Cash_{i,t} &= \text{جریان های نقدی عملیاتی شرکت } i \text{ در سال } t \\ Age_{i,t} &= \text{سن شرکت } i \text{ در سال } t \\ RET_{i,t} &= \text{بازده سهام شرکت } i \text{ در سال } t \\ SRV_{i,t} &= \text{نوسان بازده سهام شرکت } i \text{ در سال } t \\ SIZE_{i,t} &= \text{اندازه شرکت } i \text{ در سال } t \\ GR_{i,t} &= \text{رشد درآمد عملیاتی شرکت } i \text{ در سال } t \\ BM_{i,t} &= \text{نسبت ارزش بازار به دفتری شرکت } i \text{ در سال } t \end{aligned}$$

۳.۳. متغیرهای پژوهش

متغیرهای وابسته-کارایی عملیاتی و واکنش بازار:

۱) کارایی عملیاتی (OE): برای اندازه گیری کارایی عملیاتی در مطالعات داخلی، به طور معمول از کارایی سرمایه گذاری (فرج زاده دهکردی، ۱۴۰۱) یا از طریق پرسشنامه (راسخ و ابرائیان، ۱۴۰۳) استفاده شده است. در مطالعه حاضر به پیروی از پژوهش وانگ و همکاران (۲۰۲۴) از طریق سه شاخص بهره وری فروش، بازده دارایی ها و فرصت های رشد که معیاری کارا تر برای اندازه گیری کارایی عملیاتی است، استفاده شده است. الف) بهره وری فروش (SE): در این پژوهش بهره وری فروش با استفاده از مدل تحلیل پوششی داده ها (DEA) محاسبه می شود. DEA یک روش برنامه ریزی خطی است که با استفاده از اطلاعات سازمان ها و واحدهای تولیدی به عنوان واحدهای تصمیم گیرنده، اقدام به ساخت مرز کارایی می کند. این مرز بر اساس اطلاعات در قالب نهاده ها و ستانده ها و بر اساس نتایج برنامه ریزی خطی متوالی ساخته می شود و در واقع درجه عدم کارایی هر واحد تصمیم گیرنده به میزان فاصله واحد مزبور تا مرز کارایی است. در این پژوهش مطابق پژوهش دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲)، دارایی های مشهود (خالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات)، خالص هزینه های تحقیق و توسعه، سایر دارایی های نامشهود، بهای تمام شده فروش و هزینه های عمومی و اداری به عنوان متغیر ورودی در نظر گرفته می شود. فروش نیز به عنوان متغیرهای خروجی در نظر گرفته می شود. رابطه (۱)

$$SE_{i,t} = \frac{SALE_{i,t}}{v_1 PPE_{i,t} + v_2 Intan_{i,t} + v_3 R\&D_{i,t} + v_4 COGS_{i,t} + v_5 SG\&A_{i,t}}$$

$SALE_{i,t}$ = کل فروش (کل درآمد) شرکت i در سال t
 $PPE_{i,t}$ = دارایی های ثابت مشهود (خالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات) شرکت i در سال t
 $Intan_{i,t}$ = سایر دارایی های نامشهود شرکت i در سال t
 $R\&D_{i,t}$ = هزینه های تحقیق و توسعه شرکت i در سال t (برای شرکت هایی که این هزینه ها را افشا نکرده اند، صفر در نظر گرفته شده است)

$$COGS_{i,t} = \text{بهای تمام شده کالای فروش رفته شرکت } i \text{ در سال } t$$

$$SG\&A_{i,t} = \text{هزینه های عمومی فروش و هزینه های اداری شرکت } i \text{ در سال } t$$

ب) بازده دارایی ها (ROA): نسبت بازده دارایی ها، بازده مجموع دارایی ها را اندازه گیری می کند، که به ازای یک واحد از منابع شرکت چه مقدار سود در طی یک سال حاصل شده است. در واقع بازده دارایی ها یک نسبت سودآوری را برای شرکت بیان می کند (حمیدیان و همکاران، ۱۴۰۱).

$$ROA_{i,t} = \frac{NIAT_{i,t}}{TA_{i,t}} \quad \text{رابطه (۲)}$$

$NIAT_{i,t}$ = سود پس از کسر مالیات شرکت i در سال t

$TA_{i,t}$ = ارزش دفتری کل دارایی های شرکت i در پایان سال t

ج) فرصت های رشد (QTobins): در این پژوهش از نسبت کیوتوبین که جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی ها تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی ها است به عنوان شاخص فرصت های رشد به شرح رابطه زیر محاسبه می شود (صالحی، ۱۳۹۹).

$$QTobins_{i,t} = \frac{MVE_{i,t} + TD_{i,t}}{TA_{i,t}} \quad \text{رابطه (۳)}$$

که در آن:

$MVE_{i,t}$ = ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t

$TD_{i,t}$ = ارزش دفتری بدهی های شرکت i در سال t

۲) واکنش بازار (MR): به پیروی از پژوهش وانگ و همکاران (۲۰۲۴)، در این پژوهش واکنش بازار با استفاده از سه شاخص بازده سهام، ریسک سیستماتیک و نوسان بازده سهام، استفاده شده است و بر اساس مطالعه هاشمی دهچی و همکاران (۱۴۰۰) به شرح زیر ارزیابی شده است. بازده سهام (RET): بازده سهام مقدار ارزشی است که سرمایه گذار از یک اوراق بهادار در یک دوره خاص به دست می آورد که به صورت درصدی از مبلغ سرمایه گذاری شده بیان می شود. در این پژوهش از بازده کل سالیانه سهام به عنوان معیار بازده سهام به شرح رابطه زیر استفاده می شود.

$$RET_{i,t} = \frac{P_t(1 + \alpha + \beta) - (P_{t-1} + c\alpha) + D}{P_{t-1} + c\alpha} \quad \text{رابطه (۴)}$$

که در آن:

P_t = قیمت سهام شرکت i در پایان سال t

α = درصد افزایش سرمایه شرکت i در سال t از محل مطالبات و آورده نقدی

β = درصد افزایش سرمایه شرکت i در سال t از محل سود انباشته

P_{t-1} = قیمت سهام شرکت i در ابتدای سال t

c = قیمت پذیره نویسی سهام جدید (افزایش سرمایه) شرکت i در سال t

D = سود تقسیمی هر سهم شرکت i در سال t

ب) ریسک سیستماتیک (BETA): بتا به عنوان شاخص ریسک سیستماتیک سهام به شرح رابطه ۵ محاسبه می شود.

$$BETA_{i,m} = \frac{Cov(r_i, r_m)}{Var(r_m)} \quad \text{رابطه (۵)}$$

که در آن:

$$Cov(r_i, r_m) = E[(r_i - \mu_i)(r_m - \mu_m)]$$

$$Var(r_m) = E[(r_m - \mu_m)^2]$$

r_i = بازده ماهیانه سهام شرکت i در ماه m طی سال t

r_m = بازده ماهیانه بازار در ماه m طی سال t

ج) نوسان بازده سهام (SRV): در این پژوهش از معیار نوسان بازده روزانه قیمت سهام استفاده می شود. این متغیر براساس پراکندگی (انحراف معیار) در بازدهی روزانه قیمت سهام طی سال مورد بررسی، به شرح رابطه ۶ اندازه گیری می شود.

$$SRV_{i,t} = \sqrt{\frac{\sum_{n=1}^k (RET_{i,n} - \overline{RET})^2}{k - 1}} \quad \text{رابطه (۶)}$$

$RET_{i,n}$ = بازده روزانه قیمت سهام شرکت i در روز n طی سال t

متغیر مستقل - خوش بینی مدیریت: به پیروی از پژوهش وانگ و همکاران (۲۰۲۴)، برای اندازه گیری این متغیر از روش تحلیل لحن مدیریت و پیش بینی های آن در گزارش سالانه هیئت مدیره به مجمع عمومی صاحبان سهام استفاده شده است. لحن

مدیریت اعم از عبارات مثبت و منفی است و منعکس کننده احساسات مدیریت است. ملونی^{۱۹} و همکاران (۲۰۱۶) معتقدند که مهم‌ترین مرحله به منظور ارزشیابی لحن افشا گزارش‌های مدیران، تعیین متغیرهای عددی برای لحن نوشتار است. معمولاً برای پژوهش‌هایی از این دست از روش تحلیل محتوا استفاده می‌شود. به منظور اندازه‌گیری لحن اطلاعات توصیفی در گزارش‌های شرکت می‌توان از دو روش تحلیل محتوا استفاده نمود. اولین روش مبتنی بر فراوانی واژگان بکار رفته در یک متن است، که برخی پژوهشگران همچون کوتاری^{۲۰} و همکاران (۲۰۰۹)؛ فلدمن^{۲۱} و همکاران (۲۰۱۰)؛ داویس^{۲۲} و همکاران (۲۰۱۲) و لوگران^{۲۳} (۲۰۱۸) از این روش در پژوهش‌های خود استفاده نموده‌اند. دومین روش، روش یادگیری ماشینی بر اساس الگوریتم طبقه‌بندی کننده می‌باشد. از بین این رویکردها، غالب‌ترین رویکرد جهت اندازه‌گیری لحن گزارش‌های منتشره شرکت، رویکرد مبتنی بر شمارش فراوانی واژه‌های افشا شده در متن گزارش‌های منتشر است (داویس و همکاران، ۲۰۱۲؛ هنری^{۲۴} و لیون، ۲۰۱۶). ابتدا لحن مدیر در گزارش سالانه هیئت مدیره به مجمع عمومی صاحبان سهام، با استفاده از لغتنامه واژگان تخصصی هیئت مدیره (پله و همکاران، ۱۴۰۰) به عنوان احساسات مدیریتی، اندازه‌گیری شد. این لغتنامه بر اساس گزارش‌های هیات مدیره در شرکت‌های بورسی ایران ایجاد شده است و شامل ۳۶۳ کلمه برچسب مثبت، ۱۷۶ کلمه برچسب منفی است. در این مرحله، این کلمات مثبت و منفی به صورت کدگذاری شده و همچنین متن گزارش سالانه هیئت مدیره به مجمع عمومی صاحبان سهام نیز با فرمت وورد وارد نرم افزار مکس کیودا شده و لحن مدیر به عنوان شاخص احساسات مدیریتی اندازه‌گیری شده است. این نرم افزار تعداد و درصد کلمات مثبت و منفی در متن‌هایی با فرمت ورد محاسبه می‌کنند. مرحله بعدی در ایجاد شاخص خوش‌بینی مدیریتی، استخراج جزء باقیمانده از کل احساسات مدیریتی پس از حذف تأثیر عملکرد شرکت در دوره جاری است. از این رو با استفاده از روش جیانگ و همکاران (۲۰۱۹) شاخص احساسات مدیریت سالیانه هر شرکت به شرح رابطه ۷ محاسبه می‌شود:

$$MS_{i,t} = \frac{PW_{i,t} - NW_{i,t}}{TW_{i,t}} \quad \text{رابطه (۷)}$$

که در آن:

$PW_{i,t}$ = تعداد کلمات مثبت در گزارش بحث و تحلیل مدیریت شرکت i در سال t

$NW_{i,t}$ = تعداد کلمات منفی در گزارش بحث و تحلیل مدیریت شرکت i در سال t

$TW_{i,t}$ = تعداد کل کلمات در گزارش بحث و تحلیل مدیریت شرکت i در سال t

با توجه به اینکه احساسات مدیریت یک متغیر کاملاً برونزا نیست و با در نظر گرفتن این عامل درونزا، مدیران ممکن است به دلیل عملکرد خوب جاری شرکت، خوش بینانه رفتار کنند، به پیروی از همکاران (۲۰۱۲) با تجزیه توانایی مدیریت، احساسات مدیریت به بخشی که توسط عملکرد جاری شرکت توضیح داده می‌شود و جزء غیر قابل توضیح توسط عملکرد جاری شرکت تقسیم می‌شود. جزء غیر قابل توضیح (باقیمانده مدل) شاخص خوش‌بینی مدیریتی است. بنابراین، شاخص کلی احساسات مدیریت با بازده دارایی‌های سال جاری شرکت رگرسیون می‌شود و باقیمانده رگرسیون، شاخص خوش‌بینی مدیریت را نشان می‌دهد.

$$MS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۸)}$$

$MS_{i,t}$ = احساسات مدیریت شرکت i در سال t - $ROA_{i,t}$ = بازده دارایی‌های شرکت i در سال t

$\varepsilon_{i,t}$ = باقیمانده مدل (خوش‌بینی مدیر) شرکت i در سال t

برای بررسی اعتبار محتوایی این معیار، مطابق ژانگ^{۲۵} (۲۰۰۶) واکنش بازار به لحن مثبت در شرایط مختلف از لحاظ عدم اطمینان بررسی شده است. به این صورت که آزمون نمودیم که آیا باقیمانده مثبت (خوش‌بینی) در شرکت‌هایی با عدم اطمینان بیشتر، واکنش شدیدتر بازار را به همراه دارد یا خیر. نتایج در قسمت آزمونه‌ای استحکام ارائه شده است.

متغیرهای کنترلی: شامل اندازه شرکت، اهرم مالی، رشد درآمد عملیاتی، جریان‌های نقدی عملیاتی، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و سن شرکت هستند که به شرح زیر اندازه‌گیری شدند:

۱) اندازه شرکت (SIZE): لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌های شرکت (وانگ و همکاران، ۲۰۲۴)

۲) اهرم مالی (LEV): نسبت ارزش دفتری کل بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها

- ۳) رشد درآمد عملیاتی (GR): نسبت تغییرات درآمد عملیاتی سال جاری نسبت به سال گذشته
- ۴) جریان‌های نقدی عملیاتی (Cash): در این پژوهش عبارت است از خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی شرکت (بر اساس جریان‌های نقد سه قسمتی) تقسیم بر کل دارایی‌های شرکت که به شرح رابطه ۱۲ می‌باشد:

$$\text{Cash}_{i,t} = \frac{\text{NCF}_{i,t}}{\text{TA}_{i,t}} \quad \text{رابطه (۹)}$$

$\text{NCF}_{i,t}$ = خالص جریان نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی شرکت i در سال t

از آنجایی که صورت جریان‌های نقدی بر اساس استانداردهای ایران و برای مطابقت با استانداردهای بین‌المللی، از سال ۱۳۹۸، از پنج قسمتی به سه قسمتی تبدیل شده است. از این رو برای مطابقت جریان‌های نقد عملیاتی سالهای قبل از سال ۱۳۹۸ با استاندارد جدید، جریان‌های نقد سالهای قبل از ۱۳۹۸ به این صورت محاسبه شده است:

جریان‌های نقدی عملیاتی طبق صورت جریان وجه نقد پنج قسمتی

- جریان‌های نقدی بازده سرمایه‌گذاری و بهره تامین مالی

+ سودهای پرداختی و بهره پرداختی

+ جریان‌های نقدی مربوط به مالیات

۵) نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MB): نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

۶) سن شرکت (AGE): لگاریتم طبیعی تعداد روزهای سپری شده از زمان ورود شرکت به بورس تا پایان دوره مالی جاری (وانگ و همکاران، ۲۰۲۴).

۴. یافته‌های پژوهش

۴-۱. آمار توصیفی

به منظور ارائه یک نمای کلی از ویژگی متغیرهای پژوهش حاضر، نگاره ۱ برخی از آمارهای توصیفی این متغیرها نظیر شاخص‌های مرکزی و پراکندگی را نمایان می‌سازد. به عنوان مثال، میانگین متغیر بهره وری فروش طی دوره پژوهش در بین شرکت‌های نمونه آماری برابر با ۰/۴۵۷۷۰ است که گویای سطح نسبتاً مناسب بهره‌وری فروش در بین شرکت‌های نمونه است. همچنین میانگین متغیر فرصت‌های رشد برابر با ۲/۸۷۱۴۰۳ است که بیانگر فرونی نسبتاً کم به ۳ برابری جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها است. پارامتر انحراف معیار این متغیر برابر با ۲/۹۳۷۹۳۵ است که نشان‌دهنده پراکندگی نسبتاً محدود داده‌ها در اطراف میانگین است. در بین متغیرهای پژوهش، بازده سهام کمترین و فرصت‌های رشد بیشترین میزان پراکندگی (انحراف معیار) را دارند. ضریب چولگی برخی متغیرها مانند بازده دارایی‌ها مثبت و برخی دیگر از متغیرها مانند بهره وری فروش نیز منفی می‌باشد که اصطلاحاً بیان می‌شود چولگی به سمت چپ است و می‌توان اظهار نمود مقادیر این داده‌ها در بالای میانگین تمرکز یافته است. همچنین آماره آزمون جاک برای نشان می‌دهد که بجز متغیر سن شرکت که ۳/۱۴۶۰۸ است، هیچ یک از متغیرهای پژوهش در سطح خطای ۵ درصد دارای توزیع کاملاً نرمال نیستند.

نگاره ۱: آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	بهره وری فروش	بازده دارایی‌ها	فرصت‌های رشد	بازده سهام	ریسک سیستماتیک	نوسان بازده سهام	خوش بینی مدیریت	اندازه شرکت	اهرم مالی	رشد درآمد عملیاتی	جریان نقد عملیاتی	نسبت ارزش بازار به دفتری	سن شرکت
علامت اختصاری	SE	ROA	QTOBINS	RET	BETA	SRV	MO	SIZE	LEV	GR	CASH	MB	AGE
میانگین	۰/۴۵۷۷۰	۰/۱۴۱۰۰	۲/۹۷۱۴۰۳	۰/۲۶۰۶	۰/۷۵۶۲۳	۰/۱۶۹۸۱	-۶/۰۴	۱۴/۹۲۷۲	۰/۵۵۵۱۰	۰/۲۷۵۲۵	۰/۱۱۳۳۶	۱/۰۶۵۲۳	۸/۹۱۲۳۰
میان	۰/۴۷۰۰۰	۰/۱۲۰۰۰	۱/۹۰۰۰۰	۰/۰۱۱۸۰	۰/۷۳۰۰۰	۰/۱۵۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۱۴/۶۶۰۰	۰/۵۵۰۰۰	۰/۲۸۰۰۰	۰/۱۰۰۰۰	۰/۹۳۰۰۰	۸/۹۱۰۰۰
حداکثر	۰/۷۳۰۰۰	۰/۶۷۰۰۰	۳۲/۷۰۰۰	۰/۳۵۳۳۰	۷/۳۰۰۰۰	۰/۹۲۰۰۰	۰/۶۲۰۰۰	۲۱/۵۷۰۰	۱/۵۷۰۰۰	۲/۹۵۰۰۰	۰/۷۳۰۰۰	۳/۲۶۰۰۰	۹/۹۱۰۰۰
حداقل	۰/۰۴۰۰۰	-۰/۵۶۰۰۰	۰/۶۸۰۰۰	-۰/۱۵۹۲	-۳/۱۶۰۰	۰/۰۰۰۰	-۱/۰۴۰۰	۱۰/۵۳۰۰	۰/۰۳۰۰۰	-۲/۴۰۰۰	-۱/۳۱۰۰	۰/۴۴۰۰۰	۷/۶۷۰۰۰

انحراف معیار	۰/۰۸۸۹۱	۰/۱۵۳۸۳	۲/۹۳۷۹۳۵	۰/۰۷۷۳۳	۰/۰۹۲۸۷۶	۰/۰۹۲۱۱	۰/۱۵۶۸۲	۱/۷۱۵۳۶	۰/۲۱۳۰۴	۰/۳۶۳۶۷	۰/۱۴۴۳۳	۰/۴۳۴۰۱	۰/۳۶۸۷۶
ضریب - چولگی	-۰/۹۵۴۴	۰/۴۰۶۲۸	۴/۶۹۰۱۹۸	۰/۶۷۹۳۹	۰/۵۶۶۴۱	۰/۴۹۴۳۵	-۰/۶۸۱۶۱	۰/۷۶۶۶۵	۰/۲۷۳۸۰	-۰/۵۴۰۰	-۰/۱۲۶۲	۱/۶۲۲۰۲	۰/۰۷۷۸۴
ضریب کشدگی	۴/۹۵۱۷۱	۳/۹۰۹۱۱	۳۴/۶۶۴۹۱	۳/۴۵۸۳۳	۶/۳۸۰۱۶	۸/۵۳۵۲۰	۶/۷۶۰۷۲	۳/۹۷۹۵۳	۳/۵۸۴۲۱	۸/۷۰۳۰۳	۹/۸۹۹۹۱	۶/۱۹۳۰۴	۳/۱۶۲۵۹
آماره جاری - برای	۰/۴۶۲۶۹۲	۹۲/۳۰۳۰	۶۷۷۱۱/۷۰	۱۲۷/۶۶۹	۷۸۹۰۰۵	۲۴۵۸/۰۹	۹۷۲/۵۲۸	۲۰۵/۵۲۸	۳۹/۸۰۶۳	۲۰۱۹/۲۴	۲۹۵۹/۶۷	۲۸۶/۳۲	۳/۱۴۶۰۸

۴-۲. آزمون های پیش فرض

قبل از برآورد مدل رگرسیون بر روی داده های سری زمانی، لازم است پایایی تک تک متغیرها بررسی شود. برای تأیید پایداری متغیرهای تحقیق، آزمون لوین-لین-چو و آزمون ایم، پسران و شین به کار رفته است. همچنین، برای انتخاب نوع برآورد الگو به صورت پنل یا تلفیقی، آزمون F لیمر و برای تعیین رویکرد اثرات ثابت یا تصادفی، آزمون هاسمن استفاده شده است. نتایج مربوط به آزمون پایایی متغیرهای پژوهشی در نگاره ۲ و نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن در نگاره ۳ ارائه شده است.

نگاره ۲: نتایج آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

نتیجه آزمون		معیار تعیین وقفه بهینه: شوارتز بیزین (SIC)				علامت اختصاری	متغیر
		فرض صفر: وجود ریشه واحد (عدم پایایی)					
		آزمون ایم، پسران و شین		آزمون لوین، لین و چو			
		احتمال	آماره	احتمال	آماره		
پایا	رد فرض صفر	۰/۰۰۱۹	-۲/۸۹۴۸۷	۰/۰۰۰۰	-۹/۵۶۴۰۹	SE	بهره وری فروش
پایا	رد فرض صفر	۰/۰۰۰۴	-۳/۳۴۶۴۴	۰/۰۰۰۰	-۱۱/۸۵۹۵	ROA	بازده دارایی ها
پایا	رد فرض صفر	۰/۰۰۰۱	-۳/۸۳۷۵۲	۰/۰۰۰۰	-۱۶/۶۶۸۳	QTOBINS	فرصت های رشد
پایا	رد فرض صفر	۰/۰۰۰۰	-۱۱/۴۲۸۱	۰/۰۰۰۰	-۲۲/۸۲۰۳	RET	بازده سهام
پایا	رد فرض صفر	۰/۰۰۰۰	-۱۶/۲۲۵۶	۰/۰۰۰۰	-۳۰/۶۰۰۷	BETA	ریسک بتا
پایا	رد فرض صفر	۰/۰۰۰۰	-۱۵/۶۸۶۱	۰/۰۰۰۰	-۲۳/۶۳۵۸	SRV	نوسان بازده سهام
پایا	رد فرض صفر	۰/۰۰۰۰	-۹/۱۵۷۰۵	۰/۰۰۰۰	-۱۸/۰۰۰۹	MO	خوش بینی مدیر
پایا	رد فرض صفر	۰/۰۰۰۰	-۴/۱۵۱۶۰	۰/۰۰۰۰	-۱۲/۹۸۲۹	SIZE	اندازه شرکت
پایا	رد فرض صفر	۰/۰۰۰۰	-۴/۶۸۷۱۸	۰/۰۰۰۰	-۱۴/۴۲۸۰	LEV	اهرم مالی
پایا	رد فرض صفر	۰/۰۰۰۰	-۵/۲۵۱۳۵	۰/۰۰۰۰	-۱۳/۶۷۱۱	GR	رشد درآمد عملیاتی
پایا	رد فرض صفر	۰/۰۰۰۰	-۱۲/۹۱۹۴	۰/۰۰۰۰	-۲۶/۱۴۱۵	CASH	جریان نقد عملیاتی
پایا	رد فرض صفر	۰/۰۰۱۷	-۲/۹۳۲۰۴	۰/۰۰۰۰	-۱۴/۳۶۵۳	MB	نسبت ارزش بازار به دفتری
پایا	رد فرض صفر	۰/۰۰۰۰	-۳۴/۶۴۷۲	۰/۰۰۰۰	-۷۰/۱۰۶۸	AGE	سن شرکت

با توجه به نتایج آزمون های مانایی در نگاره ۲، متغیرهای پژوهش در طی دوره پژوهش در سطح پایا بوده اند و میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل باعث بوجود آمدن رگرسیون کاذب نمی شود.

نگاره ۳ - نتایج آزمون های تشخیصی لیمر و هاسمن

مدل	معناداری آزمون لیمر	معناداری آزمون هاسمن	نتیجه
اول	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	ارجحیت پنل با اثرات ثابت

دوم	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	ارجحیت پنل با اثرات ثابت
سوم	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۰	ارجحیت پنل با اثرات ثابت
چهارم	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	ارجحیت پنل با اثرات ثابت
پنجم	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	ارجحیت پنل با اثرات ثابت
ششم	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	ارجحیت پنل با اثرات ثابت

با توجه به نگاره ۳، در مورد هر شش مدل، نتایج آزمون های لیمر و هاسمن در مجموع بیانگر ارجحیت رویکرد پنل با اثرات ثابت نسبت به سایر روشها می باشد.

برای اطمینان از اعتبار نتایج رگرسیون، مفروضات کلاسیک مدل رگرسیون خطی بررسی شد. نتایج نشان داد میانگین باقیمانده های مدل های رگرسیونی پژوهش صفر و باقیمانده ها از متغیرهای توضیحی مستقل هستند و توزیع نرمال دارند. همچنین در بیشتر مدل ها ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی مشاهده شد؛ بنابراین برای رفع این مشکلات، مدل ها با روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی (EGLS) با انتخاب گزینه رگرسیون به ظاهر نامرتبط مقطعی (SUR) در نرم افزار ایویوز برآورد شدند. در نهایت، برای بررسی همخطی بین متغیرهای کنترل نیز شاخص تورم واریانس (VIF) محاسبه و در جداول آزمون فرضیه ها ارائه شده است.

۳-۴. نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: خوش بینی مدیریت بهره وری فروش شرکت ها تأثیر معنی داری دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش در نگاره ۴ ارائه شده است.

نگاره ۴: نتایج آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: بهره وری فروش (SE)								
$SE_{i,t} = \alpha + \beta_1 MO_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GR_{i,t} + \beta_5 Cash_{i,t} + \beta_6 BM_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$								
متغیر	نماد	نماد ضریب	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p-value	عامل تورم واریانس (VIP)	نتیجه
عرض از مبدا	C	β_0	-۰/۱۰۰۵۵۵	۰/۱۵۷۸۵۰	-۰/۶۳۷۰۳۰	۰/۵۲۴۲		عدم معنی داری
خوش بینی مدیریت	MO	β_1	-۰/۰۴۲۳۳۱	۰/۰۰۶۷۶۰	-۰۶/۲۶۱۸۳۸	۰/۰۰۰۰	۲/۱۴۲	معنی دار
اندازه شرکت	SIZE	β_2	-۰/۰۲۱۱۳۸	۰/۰۰۳۵۶۲	-۵/۹۳۴۳۸۹	۰/۰۰۰۰	۲/۳۱۴	معنی دار
اهرم مالی	LEV	β_3	-۰/۰۱۲۵۷۰	۰/۰۰۶۹۶۳	-۱/۸۰۵۱۴۹	۰/۰۷۱۳	۱/۸۴۵	عدم معنی داری
گردش درآمد عملیاتی	GR	β_4	۰/۰۵۹۴۳۲	۰/۰۰۶۲۴۹	۹/۵۱۰۹۴۶	۰/۰۰۰۰	۱/۲۲۹	معنی دار
جریان نقد عملیاتی	CASH	β_5	۰/۰۷۰۲۲۲	۰/۰۱۰۷۱۳	۶/۵۵۴۸۵۷	۰/۰۰۰۰	۱/۲۴۸	معنی دار
نسبت ارزش بازار به دفتری	MB	β_6	۰/۰۳۸۹۲۷	۰/۰۰۵۰۷۶	۷/۶۶۸۷۷۷	۰/۰۰۰۰	۱/۳۲۵	معنی دار
سن شرکت	AGE	β_7	۰/۰۹۱۴۴۴	۰/۰۲۲۲۳۳	۴/۱۱۳۰۶۴	۰/۰۰۰۰	۱/۸۴۷	معنی دار
آماره دوربین واتسون	۱/۵۱۹۰۰۸		آماره فیشر (F-statistic)		۲۶/۱۲۵۴۶			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۲۳۴۱۱		احتمال آماره فیشر		۰/۰۰۰۰۰۰			

با توجه به نگاره ۴، مشاهده می شود که مدل پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است و حدود ۷۲ درصد از تغییرات بهره وری فروش توسط متغیرهای مستقل مدل تبیین می شود. آزمون دوربین | واتسون نیز بیانگر نبود خودهمبستگی مرتبه اول در

باقیمانده‌های مدل است. ضریب خوش‌بینی مدیریت منفی و در سطح ۵ درصد معنادار بوده و نشان می‌دهد خوش‌بینی مدیریت تأثیر منفی و معناداری بر بهره‌وری فروش دارد؛ بنابراین، فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود. فرضیه دوم: خوش‌بینی مدیریت بر بازده دارایی‌های شرکت‌ها تأثیر معنی‌داری دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش در نگاره ۵ ارائه شده است.

نگاره ۵: نتایج آزمون فرضیه دوم

متغیر وابسته: بازده دارایی‌ها (ROA)								
$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 MO_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GR_{i,t} + \beta_5 Cash_{i,t} + \beta_6 BM_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$								
متغیر	نماد	نماد ضریب	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p-value	عامل تورم واریانس (VIP)	نتیجه
عرض از مبدا	C	β_0	۲۰/۴۸۷۷۳۶	۰/۳۰۱۵۶۵	۱/۶۱۷۳۵۲	۰/۱۰۶۰		عدم معنی داری
خوش‌بینی مدیریت	MO	β_1	-۰/۰۴۲۱۳۵	۰/۰۱۲۰۹۱	-۳/۴۸۴۰۷۵	۰/۰۰۰۵	۲/۵۵۷	معنی دار
اندازه شرکت	SIZE	β_2	۰/۹۴۱۶۰۰	۰/۰۰۶۲۸۳	۱/۴۹۸۷۴۹	۰/۱۳۴۲	۱/۳۶۴	عدم معنی داری
اهرم مالی	LEV	β_3	-۰/۳۴۴۳۵۵	۰/۰۱۴۵۰۷	-۲۳/۷۳۷۷۳	۰/۰۰۰۰	۲/۰۱۴	معنی دار
گردش درآمد عملیاتی	GR	β_4	۰/۰۷۱۰۴۹	۰/۰۱۰۶۲۱	۶/۶۸۹۴۹۷	۰/۰۰۰۰	۲/۱۴۲	معنی دار
جریان نقد عملیاتی	CASH	β_5	۰/۱۵۰۸۳۹	۰/۰۰۲۸۸۰	۵/۵۸۷۲۸۷	۰/۰۰۰۰	۲/۳۱۴	معنی دار
نسبت ارزش بازار به دفتری	MB	β_6	۰/۰۸۷۴۵۶	۰/۰۰۱۰۵۸۹	۸/۲۵۹۴۳۳	۰/۰۰۰۰	۱/۸۴۵	معنی دار
سن شرکت	AGE	β_7	-۰/۰۴۷۷۹۵	۰/۰۰۴۲۴۵۸	-۱۱/۲۵۷۰۶	۰/۲۶۰۸	۱/۳۲۹	عدم معنی داری
آماره دوربین واتسون			۱/۵۸۵۲۵۷			آماره فیشر (F-statistic)		
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۸۳۰۳۹۷			احتمال آماره فیشر		
						۴۸/۰۳۴۳۳		
						۰/۰۰۰۰۰۰		

با توجه به نگاره ۵، مشاهده می‌شود که مدل پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار بوده و حدود ۸۳ درصد از تغییرات بازده دارایی‌ها توسط متغیرهای مستقل مدل تبیین می‌شود. آزمون دوربین واتسون نیز بیانگر نبود خودهمبستگی مرتبه اول در باقیمانده‌هاست. ضریب خوش‌بینی مدیریت منفی و در سطح ۵ درصد معنادار است؛ بنابراین، خوش‌بینی مدیریت تأثیر منفی و معناداری بر بازده دارایی‌ها دارد و فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود. فرضیه سوم: خوش‌بینی مدیریت بر فرصت‌های رشد شرکت‌ها تأثیر معنی‌داری دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش در نگاره ۶ ارائه شده است.

نگاره ۶: نتایج آزمون فرضیه سوم

متغیر وابسته: فرصت‌های رشد (QTOBINS)								
$QTOBINS_{i,t} = \alpha + \beta_1 MO_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GR_{i,t} + \beta_5 Cash_{i,t} + \beta_6 BM_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$								
متغیر	نماد	نماد ضریب	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p-value	عامل تورم واریانس (VIP)	نتیجه
عرض از مبدا	C	β_0	۱/۴۴۸۹۵۷	۰/۹۰۸۶۴۶	۱/۵۹۴۶۳۳	۰/۱۱۱۰		عدم معنی داری

خوش بینی مدیریت	MO	β_1	۰/۴۷۶۷۳۰	۰/۰۸۳۶۲۵	۵/۷۰۰۷۸۷	۰/۰۰۰۰	۱/۲۲۵	معنی دار
اندازه شرکت	SIZE	β_2	-۰/۰۴۳۷۷۵	۰/۰۲۷۱۳۳	-۱/۶۱۳۳۳۹	۰/۱۰۶۹	۲/۶۴۳	عدم معنی داری
اهرم مالی	LEV	β_3	-۰۰۰۰۶۷۹۱	۰/۱۰۴۱۲۰	-۰/۰۶۵۲۲۴	۰/۹۴۸۰	۲/۸۸۱	عدم معنی داری
گردش درآمد عملیاتی	GR	β_4	-۱۶۹۶۸۷	۰/۰۴۵۱۵۷	-۳/۷۵۷۶۷۶	۰/۰۰۰۲	۱/۲۱۴	معنی دار
جریان نقد عملیاتی	CASH	β_5	-۰/۲۴۴۳۹۴	۰/۱۳۲۸۶۰	-۱/۸۳۹۴۹۲	۰/۰۶۶۱	۱/۰۰۱	عدم معنی داری
نسبت ارزش بازار به دفتری	MB	β_6	۵/۳۶۴۶۰۹	۰/۰۶۲۰۸۷	۸۶/۴۰۴۴۰	۰/۰۰۰۰	۱/۶۵۷	معنی دار
سن شرکت	AGE	β_7	-۰/۳۹۹۵۵۳	۰/۱۳۸۹۴۹	-۲/۸۷۵۵۳۱	۰/۰۰۴۱	۲/۹۵۴	معنی دار
آماره دوربین واتسون			۱/۸۸۱۴۷۱	آماره فیشر (F-statistic)				۱۳۹/۰۸۶۴
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۵۳۴۹۵۷	احتمال آماره فیشر				۰/۰۰۰۰۰۰

با توجه به نگاره ۶، مشاهده می شود که مدل پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است و حدود ۵۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تبیین می شود. همچنین، آزمون دوربین | واتسون نشان دهنده نبود خودهمبستگی مرتبه اول در باقیمانده های مدل است. ضریب خوش بینی مدیریت مثبت و در سطح ۵ درصد معنادار است؛ بنابراین، خوش بینی مدیریت تأثیر مثبت و معناداری بر فرصت های رشد دارد و فرضیه سوم تأیید می شود. در مجموع، با تأیید فرضیه های اول تا سوم، نتایج بیانگر وجود رابطه معنادار بین خوش بینی مدیریت و کارایی عملیاتی شرکت ها است.

فرضیه چهارم: خوش بینی مدیریت بر بازده سهام شرکت ها تأثیر معنی داری دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم پژوهش در نگاره ۷ ارائه شده است.

نگاره ۷: نتایج آزمون فرضیه چهارم

متغیر وابسته: بازده سهام (RET)								
$RET_{i,t} = \alpha + \beta_1 MO_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GR_{i,t} + \beta_5 Cash_{i,t} + \beta_6 BM_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$								
متغیر	نماد	نماد ضریب	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p-value	تأثیر تورم واریانس (VIP)	نتیجه
عرض از مبدا	C	β_0	۰/۶۸۹۴۷۹	۰/۱۲۶۲۸۱	۵/۴۵۹۸۹۵	۰/۰۰۰۰		معنی دار
خوش بینی مدیریت	MO	β_1	۰/۰۲۹۲۳۷	۰/۰۰۸۲۵۵	۴/۵۴۱۹۰۸	۰/۰۰۰۴	۱/۱۰۲	معنی دار
اندازه شرکت	SIZE	β_2	-۰/۰۴۷۲۹۶	۰/۰۰۳۲۶۰	-۱۴/۵۱۰۱۸	۰/۰۰۰۰	۲/۴۵۲	معنی دار
اهرم مالی	LEV	β_3	-۰/۰۱۷۴۶۵	۰/۰۱۰۶۹۱	-۰/۶۳۳۵۷۸	۰/۱۰۲۶	۲/۰۱۲	عدم معنی داری
گردش درآمد عملیاتی	GR	β_4	۰/۰۴۵۳۸۵	۰/۰۴۷۲۲۴	۹/۶۰۷۵۳۸	۰/۰۰۰۰	۲/۱	معنی دار
جریان نقد عملیاتی	CASH	β_5	-۰/۰۲۶۳۵۴	۰/۰۱۲۱۳۳	-۰/۱۷۲۰۴۶	۰/۰۳۰۰	۱/۳۲۵	معنی دار
نسبت ارزش بازار به دفتری	MB	β_6	۰/۱۲۶۱۹۹	۰/۰۰۴۸۸۲	۲۵/۸۴۹۸۹	۰/۰۰۰۰	۱/۸۴۵	معنی دار
سن شرکت	AGE	β_7	-۰/۰۱۰۲۸۵	۰/۰۱۸۵۷۵	-۰/۵۵۳۷۱۰	۰/۵۷۹۹	۱/۰۱۲	عدم معنی داری
آماره دوربین واتسون			۱/۴۳۹/۹۵۵	آماره فیشر (F-statistic)				۹/۳۷۸۰۴۹

ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۶۵۸۴۸	احتمال آماره فیشر	۰/۰۰۰۰۰۰
----------------------	----------	-------------------	----------

با توجه به نگاره ۷، مشاهده می شود که مدل در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار بوده و حدود ۴۷ درصد از تغییرات بازده سهام توسط متغیرهای مستقل تبیین می شود. آزمون دوربین-واتسون نیز نبود خودهمبستگی مرتبه اول را تایید می کند. ضریب خوش بینی مدیریت مثبت و در سطح ۵ درصد معنادار بوده و نشان دهنده تاثیر مثبت و معنادار خوش بینی مدیریت بر بازده سهام است؛ بنابراین فرضیه چهارم پژوهش تأیید می شود.

فرضیه پنجم: خوش بینی مدیریت بر ریسک سیستماتیک شرکت ها تأثیر معنی داری دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه پنجم پژوهش در نگاره ۸ ارائه شده است.

نگاره ۸: نتایج آزمون فرضیه پنجم

متغیر وابسته: ریسک سیستماتیک (BETA)								
$BETA_{i,t} = \alpha + \beta_1 MO_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GR_{i,t} + \beta_5 Cash_{i,t} + \beta_6 BM_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$								
متغیر	نماد	نماد ضریب	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p-value	عامل تورم واریانس (VIP)	نتیجه
عرض از مبدا	C	β_0	۸/۴۷۴۳۶۱	۰/۱۴۰۷۲۱۴	۶/۰۲۲۰۸۳	۰/۰۰۰۰		معنی دار
خوش بینی مدیریت	MO	β_1	-۰/۷۰۰۰۳۳	۰/۱۱۲۴۳۸	-۶/۲۲۵۹۵۵	۰/۰۰۰۰	۲/۳۱۹	معنی دار
اندازه شرکت	SIZE	β_2	۰/۰۶۱۴۶۳	۰/۰۳۷۲۵۴	۰/۶۷۶۶۹۶	۰/۰۹۳۸	۱/۷۸۴	عدم معنی داری
اهرم مالی	LEV	β_3	-۰/۲۴۵۴۹۵	۰/۱۴۶۹۵۱	-۱/۷۹۲۵۷۶	۰/۰۷۳۳	۱/۳۸۹	عدم معنی داری
گردش درآمد عملیاتی	GR	β_4	۰/۱۴۹۴۰۳	۰/۰۴۶۱۰۶	۳/۲۴۰۵۶۳	۰/۰۰۱۲	۱/۴۹۷	معنی دار
جریان نقد عملیاتی	CASH	β_5	-۰/۰۴۴۹۸۷	۰/۱۵۰۱۶۶	-۲/۲۹۵۳۱	۰/۷۶۴۶	۱/۳۵۴	عدم معنی داری
نسبت ارزش بازار به دفتری	MB	β_6	۰/۰۱۹۵۳۹۴	۰/۰۵۳۰۹۹	۰/۶۷۹۱۷۹	۰/۰۰۰۲	۲	معنی دار
سن شرکت	AGE	β_7	-۹۸۲۷۴۰	۰/۲۰۷۰۸۴	-۴/۷۴۵۶۰۴	۰/۰۰۰۰	۱/۳۶۹	معنی دار
آماره دوربین واتسون			۲/۱۳۸۷۱۴		آماره فیشر (F-statistic)		۲/۹۷۷۸۵۵	
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۴۷۰۷۳۸		احتمال آماره فیشر		۰/۰۰۰۰۰۰	

با توجه به نگاره ۸، مشاهده می شود که مدل در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار بوده و حدود ۴۷ درصد از تغییرات ریسک سیستماتیک توسط متغیرهای مستقل تبیین می شود. آزمون دوربین-واتسون نیز نبود خودهمبستگی مرتبه اول را تایید می کند. ضریب خوش بینی مدیریت منفی و در سطح ۵ درصد معنادار بوده و نشان دهنده تاثیر منفی و معنادار خوش بینی مدیریت بر ریسک سیستماتیک است؛ بنابراین فرضیه پنجم پژوهش تأیید می شود.

فرضیه ششم: خوش بینی مدیریت بر نوسان بازده سهام شرکت ها تأثیر معنی داری دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه ششم پژوهش در نگاره ۹ ارائه شده است.

نگاره ۹: نتایج آزمون فرضیه ششم

متغیر وابسته: نوسان بازده سهام (SRV)								
$SRV_{i,t} = \alpha + \beta_1 MO_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GR_{i,t} + \beta_5 Cash_{i,t} + \beta_6 BM_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$								
متغیر	نماد	نماد ضریب	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p-value	عامل تورم واریانس (VIP)	نتیجه

معنی دار		۰/۰۰۰۰	۶/۷۵۴۲۱۰	۰/۱۴۵۱۱۳	۰/۹۸۰۱۲۴	β_0	C	عرض از مبدا
عدم معنی داری	۱/۴۵۷	۰/۶۱۹۵	۰/۴۹۶۷۰۱	۰/۰۰۹۳۳۲	۰/۰۰۴۶۳۵	β_1	MO	خوش بینی مدیریت
معنی دار	۱/۳۲۵	۰/۰۲۰۶	۲/۳۱۷۹۸۵	۰/۰۰۳۵۳۸	۰/۰۰۸۲۰۱	β_2	SIZE	اندازه شرکت
عدم معنی داری	۱/۶۵۴	۰/۵۵۰۶	-۰/۵۹۷۰۴۵	۰/۰۱۲۸۲۳	-۰/۰۰۷۶۵۶	β_3	LEV	اهرم مالی
معنی دار	۱/۲۵۸	۰/۰۰۰۰	۷/۷۶۴۴۷۵	۰/۰۰۴۹۸۴	۰/۰۳۸۷۰۱	β_4	GR	گردش درآمد عملیاتی
عدم معنی داری	۱/۳۲۵	۰/۱۸۹۵	-۳/۳۱۲۶۳۵	۰/۰۱۳۷۳۷	-۰/۰۱۸۰۳۲	β_5	CASH	جریان نقد عملیاتی
معنی دار	۲/۳۱۴	۰/۰۰۰۰	۱۸/۳۵۶۳۱	۰/۰۰۵۰۱۶	۰/۰۹۲۰۷۷	β_6	MB	نسبت ارزش بازار به دفتری
معنی دار	۲/۴۱۲	۰/۰۰۰۰	-۵/۵۱۴۲۵۳	۰/۰۲۱۰۶۴	-۰/۱۱۶۱۵۱	β_7	AGE	سن شرکت
آماره دوربین واتسون			۲/۲۴۲۷۶۷			آماره فیشر (F-statistic)		
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۳۶۸۳۴۳			احتمال آماره فیشر		
						۶/۶۰۱۸۹۴		
						۰/۰۰۰۰۰۰		

با توجه به نگاره ۹، مشاهده می شود که مدل پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار بوده و حدود ۳۷ درصد از تغییرات نوسان بازده سهام توسط متغیرهای مستقل تبیین می شود. آزمون دوربین واتسون نیز نبود خودهمبستگی مرتبه اول را نشان می دهد. اگرچه ضریب خوش بینی مدیریت مثبت است، اما از نظر آماری معنادار نیست؛ بنابراین، خوش بینی مدیریت تأثیر معناداری بر نوسان بازده سهام ندارد و فرضیه ششم پژوهش تأیید نمی شود.

با توجه به تأیید فرضیه های چهارم و پنجم، می توان بیان داشت که خوش بینی مدیریت بر واکنش بازار شرکت ها تأثیر معنی داری دارد.

۴.۴ آزمون های استحکام

از آنجایی که ماهیت هم زمان متغیرهای اصلی پژوهش می تواند منجر به درون رایی و تردید در استنتاج های علی شود؛ برای کاهش مشکل درون زایی و تقویت اعتبار یافته های اصلی، مدل های پژوهش بر روی زیرنمونه های متمایز آزمون گردید. در این راستا متغیر لحن، چارک بندی شد و مدل های پژوهش برای چارک اول و چارک چهارم متغیر لحن، به طور جداگانه آزمون شد. نتایج در نگاره ۱۰ به صورت خلاصه و فقط برای متغیرهای اصلی ارائه شده است. نتایج نشان دهنده تأیید فرضیه های اول تا پنجم و تأیید فرضیه ششم در چارک چهارم متغیر خوش بینی است.

نگاره ۱۰: نتایج برآورد الگوهای پژوهش برای چارک اول و چهارم متغیر مستقل

متغیر (خوش بینی مدیریت)			چارک اول			چارک چهارم		
ضریب	t	p-value	ضریب	t	p-value	ضریب	t	p-value
-۰/۰۵۳	-۶/۱۸	۰/۰۰۰۰	-۰/۰۳۵	-۶/۳۴	۰/۰۰۰۰	-۰/۰۳۵	-۶/۳۴	۰/۰۰۰۰
-۰/۰۴۸	-۲/۵۶	۰/۰۰۰۵	-۰/۰۳۹	-۳/۰۹	۰/۰۰۰۵	-۰/۰۳۹	-۳/۰۹	۰/۰۰۰۵
۰/۴۲	۵/۷۵	۰/۰۰۰۰	۰/۵۶	۵/۴۵	۰/۰۰۰۰	۰/۵۶	۵/۴۵	۰/۰۰۰۰
۰/۰۰۶۵	۳/۵۲	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۹۷	۳/۵۴	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۹۷	۳/۵۴	۰/۰۰۰۴
-۷/۵۶	-۶/۹۵	۰/۰۰۰۰	-۰/۶۳	-۶/۶۷	۰/۰۰۰۰	-۰/۶۳	-۶/۶۷	۰/۰۰۰۰
۰/۰۰۴۰۸	۰/۴۶۸	۰/۶۰۹	۰/۰۴۹	۲/۶۷	۰/۰۰۰۵	۰/۰۴۹	۲/۶۷	۰/۰۰۰۵

همچنین از آنجایی که احتمال سوگیری نمونه گیری وجود دارد، مدل های پژوهش در نمونه تصادفی شامل ۳۰ شرکت مجدد آزمون شدند و نتایج به صورت خلاصه و فقط برای متغیرهای اصلی در نگاره ۱۱ ارائه شده است. نتایج تأیید کننده نتایج آزمون های اصلی بر روی نمونه اصلی پژوهش است.

نگاره ۱۱: نتایج برآورد الگوهای پژوهش برای ریز نمونه

متغیر (خوش بینی مدیریت)	ضریب	آماره t	p-value
مدل ۱ (متغیر وابسته: بهره وری فروش)	-۰/۰۴۳	-۶/۲۴	۰/۰۰۰۰
مدل ۲ (متغیر وابسته: بازده دارایی ها)	-۰/۰۴۸	-۳/۴۶	۰/۰۰۰۵
مدل ۳ (متغیر وابسته: فرصت رشد)	۰/۰۵۱	۵/۷۱	۰/۰۰۰۰
مدل ۴ (متغیر وابسته: بازده سهام)	۰/۰۰۷۹	۳/۵۶	۰/۰۰۰۴
مدل ۵ (متغیر وابسته: ریسک سیستماتیک)	-۰/۰۷۰۰۲۵	-۶/۲۵	۰/۰۰۰۰
مدل ۶ (متغیر وابسته: نوسان بازده سهام)	۰/۰۰۴۵	۰/۵۱	۰/۰۹۷

همچنین برای بررسی اعتبار محتوایی متغیر خوش بینی، واکنش بازار به لحن مثبت در شرایط مختلف از لحاظ عدم اطمینان بررسی شده است. این آزمون می تواند نمونه ای از آزمون غیرخطی برای بررسی خوش بینی بر واکنش بازار باشد. الگوی رگرسیونی برای این آزمون به شرح الگوی (۷) است: (رضایی و همکاران، ۲۰۲۴)

الگوی (۷)

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 \text{Optimism} + \beta_2 \text{Uncertainty} + \beta_3 (\text{Optimism} \times \text{Uncertainty}) + \sum \text{Controls} + \varepsilon$$

در این الگو: CAR: بازده غیرعادی الیاشته حول انتشار گزارش (پنجره سه روزه [-1, +1]) به عنوان نماینده ای از واکنش بازار. Optimism (شاخص خوش بینی مدیریتی): باقیمانده استاندارد شده رگرسیون لحن بر ROA

Uncertainty (عدم اطمینان محیطی): با استفاده از نوسان پذیری بازده سهام در ۱۲ ماه پیش از انتشار گزارش اندازه گیری شده است.

Controls (متغیرهای کنترلی): شامل اندازه شرکت، هرم مالی، نسبت ارزش دفتری به بازار، و سودآوری دوره قبل.

نتایج این برآورد به صورت خلاصه و فقط برای متغیرهای اصلی در نگاره ۱۲ ارائه شده است.

نگاره ۱۲: نتایج برآورد واکنش بازار به لحن مثبت در شرایط مختلف از لحاظ عدم اطمینان

متغیر	ضریب (β)	آماره t	p-value
خوش بینی مدیریتی	۰/۰۲۲	۵/۲۴	***۰/۰۰۴۵
عدم اطمینان	-۰/۰۰۸	-۳/۴۶	***۰/۰۰۰۰
خوش بینی* عدم اطمینان	۰/۰۲۵	۳/۷۱	**۰/۰۰۳

ضریب مثبت و معنادار متغیر تعاملی ($\beta = ۰/۰۲۵$, $P = ۰/۰۰۳$) نشان می دهد که در شرایط عدم اطمینان و نوسان پذیری بالاتر بازار، واکنش بازار به خوش بینی مدیریت قوی تر می شود. این یافته با مبانی نظری خوش بینی و نقش لحن مدیریت به عنوان یک سیگنال اطمینان بخش سازگار است. همچنین، نتیجه به صورت غیرمستقیم از اعتبار شاخص خوش بینی مدیریت حمایت می کند؛ زیرا اثر آن در شرایطی که نظریه پیش بینی می کند، تشدید شده است

۵. بحث و نتیجه گیری

سهامداران و سایر استفاده کنندگان اطلاعات، برای انواع تصمیم گیری های اقتصادی، نیازمند اطلاعات سودمند هستند. در سال های اخیر جنبه های مختلف اطلاعات کیفی گزارش های مالی سالانه، مورد توجه قانون گذاران، نهادهای ناظر و نهادهای حرفه ای فعال در بازار سرمایه قرار گرفته است. ادبیات پژوهش های حسابداری و امور مالی در زمینه بررسی محتوای اطلاعاتی گزارش های کیفی و متنی شرکت ها از جمله گزارش تفسیری مدیریت با سرعت قابل توجهی در حال گسترش است و مطالعات بسیاری جنبه های مختلف این افشاها را بررسی کرده اند. به عنوان مثال طیف جدیدی از پژوهش های حسابداری به سمت ارزیابی لحن و احساسات مدیران در ارائه اطلاعات کیفی و واکنش بازار به اینگونه اطلاعات سوق یافته است. به طور خاص، لحن اطلاعات افشا شده با سودآوری فعلی و آینده شرکت مرتبط است، که نشان می دهد مدیران از لحن مثبت یا منفی برای انتقال اطلاعات خصوصی در مورد عملکرد مورد انتظار آینده شرکت خود استفاده می کنند. بازار سرمایه نیز می تواند اطلاعات را از لحن دریافت و جذب کند و به طور فعال به سطح خوش بینی موجود در آن پاسخ دهد. لذا در این پژوهش به بررسی تأثیر احساسات (خوش بینی) مدیران در گزارش تفسیری مدیریت (بحث و تحلیل مدیریت) بر کارایی عملیاتی شرکت ها و واکنش بازار سرمایه پرداخته است.

نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که خوش‌بینی مدیریت بر بهره‌وری فروش و بازده دارایی‌های شرکت‌ها تأثیر منفی و معنی‌داری دارد که با پژوهش‌های ساهو و همکاران، ۲۰۲۴ و زنگانه و همکاران، ۱۴۰۱ مطابقت دارد. بر اساس این نتایج می‌توان استدلال کرد که مدیرانی که از احساسات مثبت بیشتری در گزارش تفسیری مدیریت استفاده می‌کنند در خصوص عملکرد فعلی و آتی شرکت خوش بین هستند و در نتیجه این خوش‌بینی؛ در پروژه‌ها و دارایی‌ها به صورت خوش‌بینانه سرمایه‌گذاری می‌نمایند که می‌تواند منجر به بیش سرمایه‌گذاری شده، از اینرو هزینه‌های تحقیق و توسعه و هزینه‌های اداری و عمومی افزایش می‌یابد که منجر به کاهش بازده فروش و کاهش بازده دارایی‌ها به عنوان معیارهای کارایی عملیاتی می‌شود. این یافته مطابق با دیدگاه فرصت طلبانه مدیر (می، ۲۰۲۰) است. همچنین نتایج پژوهش نشان داد خوش‌بینی مدیریت بر فرصت‌های رشد به عنوان یکی دیگر از معیارهای کارایی عملیاتی تأثیر مثبت دارد. این یافته نشان می‌دهد هرچند خوش‌بینی مدیر به خاطر بیش سرمایه‌گذاری به کاهش بازده فروش و بازده دارایی‌ها منجر می‌شود، ولی فرصت‌های رشد آتی را افزایش می‌دهد. این یافته با نتایج پژوهش‌های وانگ و همکاران (۲۰۲۴)؛ بهاراتی و همکاران (۲۰۱۶)؛ دسی و ژائو (۲۰۱۸) و باربا و همکاران (۲۰۲۲) مطابقت دارد. همچنین خوش‌بینی مدیریت در خصوص عملکرد فعلی و آتی شرکت توسط بازار در قیمت سهام منعکس شده و باعث می‌شود بازده قیمت سهام شرکت افزایش و ریسک سیستماتیک شرکت‌ها کاهش یابد. این یافته با نتیجه پژوهش‌های زنگانه و همکاران، ۱۴۰۱ و دسی و ژائو، ۲۰۱۸ مطابقت دارد. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که فعالان بازار سرمایه نسبت به دیدگاه خوش‌بینانه اطلاعات کیفی گزارش‌های مالی سالانه عکس‌العمل نشان داده و قیمت سهام بر اساس اطلاعات خاص مالی و غیرمالی شرکت حرکت می‌کند و به طور کلی باعث واکنش مثبت بازار می‌شود. بنابراین بر اساس نتایج کلی پژوهش می‌توان نتیجه‌گیری کرد احساسات (خوش‌بینی) مدیران در گزارش تفسیری مدیریت (بحث و تحلیل مدیریت) بر تصمیمات درون سازمانی مدیران و کارایی عملیاتی شرکت و همچنین بر تصمیمات درون سازمانی سرمایه‌گذاران و واکنش بازار تأثیر معنی‌داری دارد و اطلاعات کیفی گزارش تفسیری مدیریت دارای محتوای اطلاعاتی است.

بر مبنای نتایج بدست آمده از فرضیه‌های پژوهش پیشنهادهای کاربردی به شرح زیر قابل ارائه هستند:

- ۱- کمیته سرمایه‌گذاری: ارزیابی هزینه-فایده پروژه‌های پیشنهادی مدیریت و تعدیل پیش‌بینی‌های مالی خوش‌بینانه پیش از تصویب پروژه‌ها. ۲- سازمان بورس: در صورت بالابودن غیرمعمول شاخص خوش‌بینی مدیریت، شرکت‌ها ملزم به ارائه توضیح درباره فاصله میان لحن مثبت گزارش و عملکرد عملیاتی و ارائه شواهد عینی برای ادعاهای آینده‌نگر شوند. ۳- سرمایه‌گذاران: هنگام ارزش‌گذاری شرکت‌هایی که خوش‌بینی مدیریتی بالا و کارایی عملیاتی کاهش می‌یابند، ریسک ناشی از شکاف بین ادراک بازار و عملکرد واقعی شرکت را در نظر بگیرند. ۴- کمیته حسابرسی: نظارت بر میزان انطباق ادعاهای آینده‌نگر مدیریت با شواهد عملی و قراردادی؛ و ارائه گزارش مستقل درباره این موضوع.

یادداشت‌ها

- | | |
|--------------------------------------|---|
| 1. Wang, Xin, Sun, Shi & Du | 14. Muslu, Radhakrishnan, Subramanyam & Lim |
| 2. Lemma, Gwatidzo & Mlilo | 15. Mi |
| 3. Malmendier & Tate | 16. D'Augusta & DeAngelis |
| 4. Druz, Petzév, Wagner & Zeckhauser | 17. Englmaier |
| 5. Sahu, Byomakesh & Saumya | 18. He, Chen & Hu |
| 6. Demerjian, Lev, & McVay | 19. Melloni, Stacchezzini & Lai |
| 7. Barba, Castellani & Pieri | 20. Kothari, Xu Li & Short |
| 8. Mayew, Sethuraman & Venkatachalam | 21. Feldman |
| 9. Dechow, Hutton, Meulbroek & Sloan | 22. Davis |
| 10. Bharati, Doellman & Fu | 23. Loughran |
| 11. Dessi & Zhao | 24. Henry & Leone |
| 12. Jiang, Lee, Martin & Zhou | 25. Zhang |
| 13. Berns, Bick, Flugum & Houston | |

منابع

- آقای، محمدعلی؛ امری اسرمی، محمد. (۱۴۰۰). تأثیر بیش اعتمادی مدیریت بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد با بازده مازاد، *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۷(۷۲)، ۷۷-۵۷.
- ابراهیمی، سیدکاظم؛ سربازی آزاد، صادق. (۱۳۹۶). تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریت در مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی، *فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۵(۳)، ۱۱۱-۱۰۵.

بولو، قاسم؛ حسنی الفار، مسعود. (۱۳۹۴). بررسی تاثیر بیش اطمینانی مدیریت بر هموارسازی سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های تجربی حسابداری، ۲(۲۳)، ۱۲۹-۱۰۳.

حسینی، علی؛ خوئینی، مهین. (۱۳۹۹). مبانی نظری خوش بینی مدیران و اندازه گیری آن، مطالعات حسابداری و حسابرسی، ۹(۳۳)، ۲۴-۵. حمیدیان، محسن؛ کیانی فر، علی؛ سبزه ئی، الناز؛ شاه آبادی، سعید. (۱۴۰۴). رابطه بین هزینه سرمایه سهام و مسئولیت پذیری اجتماعی با بررسی تأثیر اندازه شرکت، ریسک بازار و بازده دارایی در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۱۶(۶۲)، ۴۹-۶۸.

راسخ، امید؛ ایرانیان، سید جواد. (۱۴۰۳). تحلیل رابطه یکپارچگی زنجیره تأمین با کارایی عملیاتی، فصلنامه مطالعات توسعه و مدیریت منابع، ۲(۸)، ۳۹-۵۲.

رحیمیان، نظام الدین؛ بابایی، فاطمه، و جهانگیری، حسین. (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین معیارهای ارزیابی عملکرد و ارزش شرکت. پژوهش های کاربردی در گزارشگری مالی، ۵(۸)، ۵۱-۷۲. زنگانه، جواد؛ اشرفی، مجید؛ عباسی، ابراهیم؛ نادریان، آرش. (۱۴۰۱). تأثیر خوش بینی و کوتاه بینی مدیرعامل بر ابعاد مدیریت ریسک شرکت با توجه به نقش تعدیلی ارتباط میانی و کارایی مدیرعامل، پژوهش های مالی و رفتاری در حسابداری، ۲(۲)، ۱۱۳-۹۲. فرج زاده دهکردی، حسن (۱۴۰۱). تأثیر گزارشگری مالی فرصت طلبانه بر کارایی عملیاتی شرکت های همتا، نشریه بورس اوراق بهادار، ۱۵(۵۹)، ۱۲۱-۱۴۰.

موسوی شیری، محمود؛ قدردان، احسان؛ صالحی آزاد، روژین. (۱۳۹۹). شواهد تجربی از نقش خوش بینی مدیریت بر بازده سهام، راهبرد مدیریت مالی، ۸(۲۸)، ۱۶۲-۱۴۳.

هاشمی دهچی، مجید، ایزدی نیا، ناصر و امیری، هادی. (۱۴۰۰). تأثیر قابلیت مقایسه صورت های مالی بر نوسانات ویژه بازده سهام با تأکید بر کیفیت گزارشگری مالی، مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۸(۲)، ۱۸-۱.

Aghaei, M.A. & Amri Asrami, M. (1400). The Effect of Management Overconfidence on the Relationship Between Cash Holdings and Excess Return, *Empirical Studies in Financial Accounting*, 17(72), 57-77. (In Persian)

Barba N. G., Castellani, D. , & Pieri, F. (2022). CEO age, shareholder monitoring, and the organic growth of European firms, *Small Business Economics*, 59(1), 361-382.

Berns, J., Bick, P., Flugum, R., & Houston, R. (2021). Do changes in MD&A section tone predict investment behavior?, *Financial Review*, 57(1), 129-153.

Bharati, R. Doellman, T. & Fu, X. (2016). CEO confidence and stock returns. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 12, 89-110.

Bulu, Gh. Hassani Al-Ghar, M. (2015). Investigating the Effect of Management Overconfidence on Earnings Smoothing in Companies Listed on Tehran Stock Exchange, *Empirical Accounting Research*, 2(23), 103-129, (In Persian)

D'Augusta, C., & DeAngelis, M. D. (2020). Does accounting conservatism discipline qualitative disclosure? Evidence from tone management in the MD&A, *Contemporary Accounting Research*, 37(4), 2287-2318.

Davis, Angela K., Jeremy M. Piger, and Lisa M. Sedor. (2012). Beyond the Numbers: Measuring the Information Content of Earnings Press Release Language, *Contemporary Accounting Research*, 29, 845- 868.

Dechow, P. M., Hutton, A. P., Meulbroek, L., & Sloan, R. G. (2001). Short-sellers, fundamental analysis, and stock returns, *Journal of Financial Economics*, 61(1), 77-106.

Demerjian, P., Lev, B., & McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests, *Management Science*, 58(7), 1229-1248.

Dessi, R. Zhao, X. (2018). Overconfidence, stability and investments, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 145, 474-494.

Druz, M., Petzev, I., Wagner, A. F., & Zeckhauser, R. J. (2020). When managers change their tone, analysts and investors change their tune, *Financial Analysts Journal*, 76(2), 47-60.

Ebrahimi, S.K. & Sarbazi Azad, S. (2017). The Effect of Management Overconfidence in Accrual-Based Earnings Management, *Quarterly Journal of Asset Management and Financing*, 5(3), 111-105. (In Persian)

- Englmaier, F. (2010). Managerial optimism and investment choice, *Managerial and Decision Economics*, 31(4), 303-310.
- Feldman, R., Govindaraj, S., Livnat, J., & Segal, B. (2010). Management's tone change, post earnings announcement drift and accruals. *Review of Accounting Studies*, 15, 915-953.
- He, Y., Chen, C., & Hu, Y. (2019). Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: Evidence from China, *Research in International Business and Finance*, 47, 501-510.
- Henry, E., and A.J. Leone. (2016). Measuring qualitative information in capital markets research: Comparison of alternative methodologies to measure disclosure tone. *The Accounting Review* 91 (1), 153-178.
- Hosseini, A. & Khoeini, M.(2019). Theoretical foundations of managers' optimism and its measurement, *Accounting and Auditing Studies*, 9(33), 24-5. (In Persian)
- Jiang, F., Lee, J., Martin, X., & Zhou, G. (2019). Manager sentiment and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 132(1), 126-149.
- Kothari, S. P., Xu Li, and James E. Short. (2009). The Effect of Disclosures by Management, Analysts, and Business Press on Cost of Capital, Return Volatility, and Analyst Forecasts: A Study Using Content Analysis, *The Accounting Review* 84, 1639-1670.
- Lemma, T.T., Gwatidzo, T., Mlilo, M. (2022). Gender differences in business performance: evidence from Kenya and South Africa, *Small Bus. Econ.* 1-24.
- Loughran, T. (2018). Linguistic tone and the small trader: Measurement issues, regulatory implications, and directions for future research, *Accounting, Organizations and Society*, <https://doi.org/10.1016/j.aos.2018.03.001>.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2015). Behavioral CEOs: The role of managerial overconfidence, *Journal of Economic Perspectives*, 29(4), 37-60.
- Melloni, G., Stacchezzini, R., & Lai, A. (2016). The tone of business model disclosure: an impression management analysis of the integrated reports. *Journal of Management & Governance*, 20(2), 295-320.
- Mi, X. (2020). Executive Compensation Incentives Impact on the Tone and Readability of Financial Reports. *All Graduate Plan B and other Reports 1455 Utah State University*. <https://digitalcommons.usu.edu/gradreports/1455>
- Muslu, V. Radhakrishnan, S. Subramanyam, K.R. & Lim, D. (2015). Forward-looking MD&A disclosures and the information environment, *Management Science*, 61(5), 931-948.
- Mayew, W. J., Sethuraman, M., & Venkatachalam, M. (2015). MD&A disclosure and the firm's ability to continue as a going concern, *The Accounting Review*, 90(4), 1621- 1651.
- Mousavi Shiri, M. Ghadardan, F. & Salehi Azad, R. (2019). Empirical evidence of the impact of management optimism on stock returns, *Financial Management Strategy*, 8(28), 162-143. (In Persian)
- Rezaee, Z., Pouryousof, A., & Soleimani, A. (2024). An examination of management tone in the MD&A in the context of fraud pentagon. *Journal of Forensic Accounting Research*, 9(1), 167-193.
- Sahu, A.K. Byomakesh D. & Saumya R.D.(2024). Manager sentiment, policy uncertainty, ESG disclosure and firm performance: a large language model in corporate landscape, *International Journal of Accounting & Information Management*, Emerald Group Publishing Limited, 32(5), 858-882.
- Wang, Ch. Xin, J. Sun, F. Shi, Y. Du, Y. (2024). The effects of manager sentiment in financial disclosure: Perspectives of operational efficiency and market reaction, *Finance Research Letters*, 64.
- Zanganeh, J. Ashrafi, M. Abbasi, E. & Naderian, A. (2018). The effect of CEO optimism and short-sightedness on the dimensions of corporate risk management with regard to the moderating role of political connections and CEO efficiency, *Financial and Behavioral Research in Accounting*, 2(2), 113-92. (In Persian)
- Zhang, X. F. (2006). Information uncertainty and stock returns. *The Journal of Finance*, 61(1), 105-137.