



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.
khorramabadi@pnu.ac.ir.

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

ARTICLE INFO	ABSTRACT
Received: 2025-10-14 Revised: 2026-04-28 Accepted: 2026-05-13	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.
* Corresponding author: Dr. Mehdi Khorramabadi Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran. Email: m.khorramabadi@pnu.ac.ir	

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.

M.Khorramabadi@pnu.ac.ir

n.khodabakhshi@pnu.ac.ir

۱. استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

۲. استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

پذیرش: ۱۴۰۵/۲/۲۳

اصلاحات نهایی: ۱۴۰۵/۲/۸

دریافت: ۱۴۰۴/۷/۲۲

۱. مقدمه

کارایی عملیاتی و واکنش بازار از اهداف اصلی بنگاه‌های 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 (آقای 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 فعالیت مبتنی بر قضاوت‌های انسانی است، برداشت‌ها و تفسیرهای مدیران از مفاهیم و استانداردهای حسابداری می‌تواند بر گزارشگری و مخابره 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 (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) به‌عنوان 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 هیئت‌مدیره 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 فرضیه های پژوهش

۲.۱. احساسات (خوش بینی) مدیریت و کارایی عملیاتی

خوش بینی به تمایل افراد برای انتظار نتایج مثبت و موفقیت در آینده اشاره دارد. مشاغلی که به قضاوت بیشتر نیاز دارند، بیشتر از مشاغل دیگر دچار خوش بینی می شوند. خوش بینی، یکی از ویژگی های شخصی مدیریت، است که بر ریسک پذیری مدیر تأثیر می گذارد (ابراهیمی و سربازی آزاد، ۱۳۹۶). با بررسی مطالعاتی که به بررسی این پدیده در بازار ایران پرداخته اند، مشخص می شود احساسات مثبت (خوش بینی) تأثیر قوی تر و سریع تری بر بازده سهام نسبت به احساسات منفی دارد. این اثر در شرکت های کوچک و با نقدشوندگی پایین تشدید می شود (رضایی و همکاران، ۱۴۰۰)؛ در دوره های رونق بورس (مانند نیمه اول ۱۳۹۹)، شواهد قوی از شکل گیری حباب های قیمتی ناشی از خوش بینی افراطی وجود دارد (گزارش مرکز پژوهش های مجلس، ۱۴۰۰) و حجم بالای پیام های مثبت و توصیه های خرید در کانال های مالی، پیشران اصلی خوش بینی غیرواقع بینانه در دوره های صعودی است (عابدینی و رحمانی، ۱۳۹۸). بر اساس این مطالعات، نقش رسانه ها و فضای مجازی، ساختار سنتی بازار، بی ثباتی اقتصاد کلان، کمبود اطلاعات شفاف در تشدید خوش بینی مدیران در بازار سرمایه ایران نقش قابل ملاحظه ای دارند و این خوش بینی افراطی، پیامدهایی نظیر تشکیل حباب های قیمتی و اصلاح های 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 نوسان پذیری و ریسک سیستماتیک و کاهش کارایی بازار دارد. به طور کلی وضعیت خوش بینی در بازار سرمایه ایران پویا، چرخه ای و عمیقاً تحت تأثیر عوامل رفتاری است. پژوهش های داخلی به وضوح نشان می دهند که این پدیده هم در سطح سرمایه گذاران و هم در سطح مدیریت وجود دارد و آثار ملموسی بر کارایی بازار، نوسان پذیری و ثبات مالی داشته است. مدیران خوش بین در نتیجه این باور که آنها اطلاعات ویژه ای در اختیار دارند (که دیگران ندارند)، دقت اطلاعات خود و به تبع آن، سودها و جریان های نقدی آتی واحد تجاری خود را بیش از حد تخمین می زنند و چشم انداز مثبتی از ریسک و بازده آتی شرکت دارند (بولو و حسنی القار، ۱۳۹۴). در صورت توانایی خوش بینی مدیریتی در پیش بینی بازده آینده سهام، بررسی سازوکارهای اثرگذاری آن بر بازده اهمیت می یابد. بازده سهام هم از عوامل بنیادی شرکت و هم از باورهای سرمایه گذاران تأثیر می پذیرد؛ به گونه ای که کارایی عملیاتی نمایانگر عوامل بنیادی شرکت و پیش بینی تحلیلگران بیانگر باورهای سرمایه گذاران 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 ژائو^{۱۱}، ۲۰۱۸). 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 (وانگ 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 فاقد 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 (خوش بینی) 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 بر 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-ازحد مدیر باعث می‌شود وی در پروژه‌هایی با ریسک بالا سرمایه‌گذاری کند تا بازده بیشتری از سرمایه‌گذاری خود کسب کنند. 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 خوش‌بین هستند، به جای مدیرانی با مهارت بالا که منطقی هستند، انتخاب کنند. انگل‌مایر^{۱۷} (۲۰۱۰) استدلال می‌کند که استخدام مدیران خوش‌بین برای شرکت‌ها مفید است تا مزایای رقابتی متمایز به دست آورند. زیرا مدیران خوش‌بین تمایل به سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد در دوره‌های رونق، کاهش احتیاط در مدیریت مالی (کاهش ذخایر نقدی، استقراض بیش‌ازحد یا تأمین مالی کوتاه‌مدت برای پروژه‌های بلندمدت)، واکنش ناکافی به

سیگنال‌های بازار و تمایل به ارائه تصویری مثبت و کاهش شفافیت در گزارش‌های 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 دارد که بازارهای مالی به اخبار و اطلاعات به صورت غیرعقلایی 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، سه 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 از 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 آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد و جزء شرکت‌های 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 داده‌های 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 مبانی نظری ارائه شده در مقاله حاضر و مفهوم سازی مطالعه وانگ و همکاران (۲۰۲۴) از الگوهای رگرسیونی زیر استفاده شده است:

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

الگوی (۱)

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

الگوی (۲)

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

الگوی (۳)

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

الگوی (۴)

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

الگوی (۵)

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

الگوی (۶)

که در این الگوها داریم:

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

۳.۳. متغیرهای پژوهش

متغیرهای وابسته-کارایی عملیاتی و واکنش بازار:

(۱) کارایی عملیاتی (OE): برای اندازه‌گیری کارایی عملیاتی در مطالعات داخلی، به طور معمول از کارایی سرمایه گذاری (فرج زاده دهکردی، ۱۴۰۱) یا از طریق پرسشنامه (راسخ و ایرانبان، 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 می‌شود. 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)

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

$SG\&A_{i,t}$ = هزینه های عمومی فروش و هزینه های اداری شرکت i 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. الف) 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 مهم ترین مرحله به منظور ارزشیابی لحن افشا گزارش های مدیران، تعیین متغیرهای عددی برای لحن نوشتار است. معمولاً برای پژوهش هایی از این دست از روش تحلیل محتوا استفاده می شود. به منظور اندازه گیری لحن اطلاعات توصیفی در گزارش های شرکت می توان 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 پژوهش های خود استفاده نموده اند. دومین روش، روش یادگیری ماشینی بر اساس الگوریتم طبقه بندی کننده می باشد. از بین این رویکردها، غالب ترین رویکرد جهت اندازه گیری لحن گزارش های منتشره شرکت، رویکرد مبتنی بر شمارش فراوانی واژه های افشا شده در متن گزارش های 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، اندازه گیری شد. این لغتنامه بر اساس گزارش های هیات مدیره در شرکت های 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 ورود نرم افزار مکس کیودا شده و لحن مدیر به عنوان شاخص احساسات مدیریتی اندازه گیری شده است. این نرم افزار تعداد و درصد کلمات مثبت و منفی در متن هایی با فرمت ورد محاسبه می کنند. مرحله بعدی در ایجاد شاخص خوش بینی 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 می شود:

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

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 دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) با تجزیه توانایی مدیریت، احساسات مدیریت به بخشی که توسط عملکرد جاری شرکت توضیح داده می شود و جزء غیر قابل توضیح توسط عملکرد جاری شرکت تقسیم می شود. جزء غیر قابل توضیح (باقیمانده مدل) شاخص خوش بینی مدیریت است. بنابراین، شاخص کلی احساسات مدیریت با بازده دارایی‌های سال جاری شرکت رگرسیون می‌شود و باقیمانده رگرسیون، شاخص خوش‌بینی مدیریت را نشان می دهد.

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

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

سال t

$\varepsilon_{i,t}$ = باقیمانده مدل (خوش بینی 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 اندازه گیری شدند:

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

(۲) اهرم مالی (LEV): نسبت ارزش دفتری کل بدهی ها به ارزش دفتری کل دارایی ها
 (۳) رشد درآمد عملیاتی (GR): نسبت تغییرات درآمد عملیاتی سال جاری نسبت به سال گذشته

(۴) جریان های نقدی عملیاتی (Cash): در این پژوهش عبارت است از خالص جریان های نقدی حاصل از فعالیت های عملیاتی شرکت (بر اساس جریان های نقد سه قسمتی) تقسیم بر کل دارایی های شرکت که به شرح رابطه ۱۲ می باشد:

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

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

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

جریان های نقدی عملیاتی طبق صورت جریان وجه نقد پنج قسمتی

- جریان های نقدی بازده سرمایه گذاری و بهره تامین مالی

+ سودهای پرداختی و بهره پرداختی

+ جریان های 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. یافته های 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 شاخص های مرکزی و پراکندگی را نمایان می سازد. به عنوان مثال،

میانگین متغیر بهره وری فروش طی دوره پژوهش در بین شرکت های نمونه آماری برابر با ۰/۴۵۷۷۰ است که گویای سطح نسبتاً مناسب بهره وری فروش در بین شرکت های نمونه است. همچنین میانگین متغیر فرصت های رشد برابر با ۲/۸۷۱۴۰۳ است که بیانگر فزونی نزدیک به ۳ برابری جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی ها به ارزش دفتری کل دارایی ها است. پارامتر انحراف معیار این متغیر برابر با ۲/۹۳۷۹۳۵ است که نشان دهنده پراکندگی نسبتاً محدود داده ها در اطراف میانگین است. در بین متغیرهای پژوهش، بازده سهام کمترین و فرصت های رشد بیشترین میزان پراکندگی (انحراف معیار) را دارند. ضریب چولگی برخی متغیرها مانند بازده دارایی ها مثبت و برخی دیگر از متغیرها مانند بهره وری فروش نیز منفی می باشد که اصطلاحاً بیان می شود چولگی به سمت چپ است و می توان اظهار نمود مقادیر این داده ها در بالای میانگین تمرکز یافته است. همچنین آماره آزمون جبارک برا نشان می دهد 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: آماره های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	بهره وری فروش	بازده دارایی ها	فرصت های 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	۹۷۱۴۰۳ ۲	۰/۲۶۰۶	۰/۷۵۶۳۳	۰/۱۶۹۸۱	-۶/۰۴	۱۴/۹۲۷۲	۰/۵۵۵۱۰	۰/۳۷۵۲۵	۰/۱۱۳۳۶	۱/۰۶۵۳۲	۸/۹۱۲۳۰
میانه	۰/۴۷۰۰۰	۰/۱۲۰۰۰	۱/۹۰۰۰۰۰	۰/۰۱۱۸۰	۰/۷۳۰۰۰	۰/۱۵۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۱۴/۶۶۰۰	۰/۵۵۰۰۰	۰/۴۸۰۰۰	۰/۱۰۰۰۰	۰/۹۳۰۰۰	۸/۹۱۰۰۰

متغیرها	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی	آماره جاک- برا
بهره وری فروش	۰/۷۳۰۰۰	۰/۰۴۰۰۰	۰/۰۸۸۹۱	-۰/۹۵۴۴	۴/۹۵۱۷۱	۰/۴۶۲۶۹۲
بازده دارایی ها	۰/۶۷۰۰۰	-۰/۵۶۰۰	۰/۱۵۳۸۳	۰/۴۰۶۲۸	۳/۹۰۹۱۱	۹۲/۳۰۳۰
فرصت های رشد	۳۲/۷۰۰۰	۰/۶۸۰۰۰	۲/۹۳۷۹۳۵	۴/۶۹۰۱۹۸	۳۴/۶۶۴۹۱	۶۷۷۱/۷۰
بازده سهام	۰/۳۵۳۳۰	-۰/۱۵۹۲	۰/۰۷۷۳۲	۰/۶۷۹۳۹	۳/۴۵۸۳۳	۱۲۷/۶۶۹
ریسک سیستماتیک	۷۳۰۰۰۰	-۳/۱۶۰۰	۰/۹۲۸۷۶	۰/۵۶۶۴۱	۶/۳۸۰۱۶	۷۸۹۰۰۰۵
نوسان بازده سهام	۰/۹۲۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۹۲۱۱	۰/۴۹۴۳۵	۸/۵۳۵۲۰	۲۴۵۸/۰۹
خوش بینی مدیریت	۰/۶۲۰۰۰	-۱/۰۴۰۰	۰/۱۵۶۸۲	-۰/۶۸۱۶۱	۶/۷۶۰۷۲	۹۷۲/۵۲۸
اندازه شرکت	۲۱/۵۷۰۰	۱۰/۵۳۰۰	۱/۷۱۵۳۶	۰/۷۶۶۶۵	۳/۹۷۹۵۳	۲۰۵/۵۲۸
اهرم مالی	۱/۵۷۰۰۰	۰/۰۳۰۰۰	۰/۲۱۳۰۴	۰/۲۷۳۸۰	۳/۵۸۴۲۱	۳۹/۸۰۶۲
رشد درآمد عملیاتی	۲/۹۵۰۰۰	-۲/۴۰۰۰	۰/۳۶۳۶۷	-۰/۵۴۰۰	۸/۷۰۳۰۳	۲۰۱۹/۲۴
جریان نقد عملیاتی	۰/۷۳۰۰۰	-۱/۳۱۰۰	۰/۱۴۶۴۳	-۰/۱۲۶۲	۹/۸۹۹۹۱	۲۹۵۹/۶۷
نسبت ارزش بازار به دفتری	۳/۲۶۰۰۰	۰/۴۴۰۰۰	۰/۴۲۴۰۱	۱/۶۲۲۰۲	۶/۱۹۳۰۴	۱۲۸۶/۳۲
سن شرکت	۹/۹۱۰۰۰	۷/۶۷۰۰۰	۰/۳۶۸۷۶	۰/۰۷۷۸۴	۳/۱۶۲۵۹	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 پژوهش 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 بوده‌اند و میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل باعث بوجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

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 می‌باشد. 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 مدل‌ها ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی مشاهده شد؛ بنابراین برای رفع این مشکلات، مدل‌ها 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.

۴-۳. نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: خوش‌بینی مدیریت بر بهره‌وری فروش شرکت‌ها تأثیر معنی‌داری 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) $SE_{i,t} = \alpha + \beta_1 MO_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GR_{i,t} + \beta_5 CASH_{i,t} + \beta_6 MB_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$								
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	۱/۳۲۹	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 فیشتر (F-statistic)		۲۶/۱۲۵۴۶	
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۷۲۳۴۱۱		احتمال آماره فیشتر		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 بهره‌وری فروش توسط متغیرهای مستقل مدل تبیین می‌شود. 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 دارایی‌هایی 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 دارایی ها (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 مبداء	C	β_0	۲۰/۴۸۷۷۳۶	۰/۳۰۱۵۶۵	۱/۶۱۷۳۵۲	۰/۱۰۶۰		عدم معنی داری
خوش بینی 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	۰/۰۱۹۸۸۰	۵/۵۸۷۲۸۷	۰/۰۰۰۰	۲/۳۱۴	معنی دار
نسبت ارزش بازار به دفتری	MB	β_6	۰/۰۸۷۴۵۶	۰/۰۱۰۵۸۹	۸/۲۵۹۴۷۳	۰/۰۰۰۰	۱/۸۴۵	معنی دار
سن شرکت	AGE	β_7	-۰/۰۴۷۷۹۵	۰/۰۴۲۴۵۸	-۱/۱۲۵۷۰۶	۰/۲۶۰۵	۱/۳۲۹	عدم معنی داری
آماره دوربین واتسون	۱/۵۸۵۲۵۷		آماره فیشر (F-statistic)		۴۸/۰۳۴۳۳			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۸۳۰۳۹۷		احتمال آماره فیشر		۰/۰۰۰۰۰۰			

با توجه به نگاره ۵، مشاهده می شود که مدل پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار بوده و حدود ۸۳ درصد از تغییرات بازده دارایی ها توسط متغیرهای مستقل مدل تبیین می شود. آزمون دوربین-واتسون نیز بیانگر نبود خودهمبستگی مرتبه اول در باقیمانده هاست. ضریب خوش بینی مدیریت منفی و در سطح ۵ درصد معنادار است؛ بنابراین، خوش بینی 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
خوش‌بینی مدیریت	MO	β_1	۰/۴۷۶۷۳۰	۰/۰۸۳۶۲۵	۵/۷۰۰۷۸۷	۰/۰۰۰۰	۱/۲۲۵	معنی دار
اندازه شرکت	SIZE	β_2	-	۰/۰۲۷۱۳۳	-۱/۶۱۳۳۳۹	۰/۱۰۶۹	۲/۶۴۳	عدم معنی داری
اهرم مالی	LEV	β_3	-۰۰۰۶۷۹۱	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	-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	-	۰/۱۳۸۹۴۹	-۲/۸۷۵۵۳۱	۰/۰۰۴۱	۲/۹۵۴	معنی دار
آماره دوربین واتسون	۱/۸۸۱۴۷۱		آماره فیش (F-statistic)			۱۳۹/۰۸۶۴		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۳۴۹۵۷		احتمال آماره فیش			۰/۰۰۰۰۰۰		

با توجه به نگاره ۶، مشاهده می‌شود که مدل پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است و حدود ۵۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تبیین می‌شود. همچنین، آزمون دوربین-واتسون نشان‌دهنده نبود خودهمبستگی مرتبه اول در باقیمانده‌های 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	عامل 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	۰/۰۴۷۲۴	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 فیش (F-statistic)		۹/۳۷۸۰۴۹	
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۴۶۵۸۴۸		احتمال آماره فیش		۰/۰۰۰۰۰۰	

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

فرضیه پنجم: خوش‌بینی مدیریت بر ریسک سیستماتیک شرکت‌ها تأثیر معنی‌داری دارد.

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

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

فرضیه ششم: خوش‌بینی مدیریت بر نوسان بازده سهام شرکت‌ها تأثیر معنی‌داری 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
عرض از مبدا	C	β_0	۰/۹۸۰۱۲۴	۰/۱۴۵۱۱۳	۶/۷۵۴۲۱۰	۰/۰۰۰۰		معنی دار
خوش‌بینی مدیریت	MO	β_1	۰/۰۰۴۶۳۵	۰/۰۰۹۳۳۲	۰/۴۹۶۷۰۱	۰/۶۱۹۵	۱/۴۵۷	عدم معنی داری
اندازه شرکت	SIZE	β_2	۰/۰۰۸۲۰۱	۰/۰۰۳۵۳۸	۲/۳۱۷۹۸۵	۰/۰۲۰۶	۱/۳۲۵	معنی دار
اهرم مالی	LEV	β_3	-۰/۰۰۷۶۵۶	۰/۰۱۲۸۲۳	-۰/۵۹۷۰۴۵	۰/۵۵۰۶	۱/۶۵۴	عدم معنی داری
گردش درآمد عملیاتی	GR	β_4	۰/۰۳۸۷۰۱	۰/۰۰۴۹۸۴	۷/۷۶۴۴۷۵	۰/۰۰۰۰	۱/۲۵۸	معنی دار

متغیر	نماد	نماد ضریب	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p-value	عامل تورم واریانس (VIP)	نتیجه
جریان نقد عملیاتی	CASH	β_5	-۰/۰۱۸۰۳۲	۰/۰۱۳۷۳۷	-۳/۳۱۲۶۳۵	۰/۱۸۹۵	۱/۳۲۵	عدم معنی داری
نسبت ارزش بازار به دفتری	MB	β_6	۰/۰۹۲۰۷۷	۰/۰۰۵۰۱۶	۱۸/۳۵۶۳۱	۰/۰۰۰۰	۲/۳۱۴	معنی دار
سن شرکت	AGE	β_7	-۰/۱۱۶۱۵۱	۰/۰۲۱۰۶۴	-۵/۵۱۴۲۵۳	۰/۰۰۰۰	۲/۴۱۲	معنی دار
آماره دوربین واتسون	۲/۲۴۲۷۶۷		آماره فیشر (F-statistic)			۶/۶۰۱۸۹۴		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۶۸۳۴۳		احتمال آماره فیشر			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 زایی و تردید در استنتاج های علی شود؛ برای کاهش مشکل درون زایی و تقویت اعتبار یافته های اصلی، مدل های پژوهش بر روی زیر نمونه 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

چارک اول			چارک چهارم			متغیر (خوش بینی مدیریت)
ضریب	آماره t	p-value	ضریب	آماره t	p-value	
-۰/۰۵۳	-۶/۱۸	۰/۰۰۰۰	-۰/۰۳۵	-۶/۳۴	۰/۰۰۰۰	مدل ۱ (متغیر وابسته: بهره وری فروش)
-۰/۰۴۸	-۲/۵۶	۰/۰۰۰۵	-۰/۰۳۹	-۳/۰۹	۰/۰۰۰۵	مدل ۲ (متغیر وابسته: بازده دارایی ها)
۰/۴۲	۵/۷۵	۰/۰۰۰۰	۰/۵۶	۵/۴۵	۰/۰۰۰۰	مدل ۳ (متغیر وابسته: فرصت رشد)
۰/۰۰۶۵	۳/۵۲	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۹۷	۳/۵۴	۰/۰۰۰۴	مدل ۴ (متغیر وابسته: بازده سهام)
-۷/۵۶	-۶/۹۵	۰/۰۰۰۰	-۰/۶۳	-۶/۶۷	۰/۰۰۰۰	مدل ۵ (متغیر وابسته: ریسک سیستماتیک)
۰/۰۰۴۰۸	۰/۴۶۸	۰/۶۰۹	۰/۰۰۴۹	۲/۶۷	۰/۰۰۰۵	مدل ۶ (متغیر وابسته: نوسان بازده سهام)

همچنین از آنجایی که احتمال سوگیری نمونه گیری وجود دارد، مدل‌های 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 تایید کننده نتایج آزمونهای 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)	۰/۵۱	۵/۷۱	۰/۰۰۰۰
مدل ۴ (متغیر وابسته: بازده سهام)	۰/۰۰۷۹	۳/۵۶	۰/۰۰۰۴
مدل ۵ (متغیر وابسته: ریسک سیستماتیک)	-۰/۷۰۰۲۵	-۶/۲۵	۰/۰۰۰۰
مدل ۶ (متغیر وابسته: نوسان بازده سهام)	۰/۰۰۴۵	۰/۵۱	۰/۰۰۹۷

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 انباشته 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، اهرم 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	۰/۰۱۲	۵/۲۴	***۰/۰۴۵
عدم اطمینان	-۰/۰۰۸	۲/۴۶	***۰/۰۰۰
خوش بینی* عدم اطمینان	۰/۰۲۵	۳/۷۱	*۰/۰۰۳

ضریب مثبت و معنادار متغیر تعاملی ($\beta_3 = ۰/۰۲۵$, $P = ۰/۰۰۳$) 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 تصمیم‌گیری‌های اقتصادی، نیازمند اطلاعات سودمند هستند. در سال‌های اخیر جنبه‌های مختلف اطلاعات کیفی گزارش‌های مالی سالانه، مورد توجه قانون‌گذاران، نهادهای ناظر و نهادهای حرفه‌ای فعال در بازار سرمایه قرار گرفته است. ادبیات پژوهش‌های حسابداری و امور مالی در زمینه بررسی محتوای اطلاعاتی گزارش‌های کیفی و متنی شرکت‌ها از جمله گزارش تفسیری مدیریت با سرعت قابل توجهی در حال گسترش است و مطالعات بسیاری جنبه‌های مختلف این افشاها را بررسی کرده‌اند. به عنوان مثال طیف جدیدی از پژوهش‌های 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 می‌دهد مدیران از لحن مثبت یا منفی برای انتقال اطلاعات خصوصی در مورد عملکرد مورد انتظار آینده شرکت خود استفاده می‌کنند. بازار سرمایه نیز می‌تواند اطلاعات را از لحن دریافت و جذب کند و به طور فعال به سطح خوش‌بینی 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 شرکت‌ها 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 خوش‌بین 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 می‌باید 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 می شود بازده قیمت سهام شرکت افزایش و ریسک سیستماتیک شرکت ها کاهش یابد. این یافته با نتیجه پژوهش های زنگانه و همکاران، ۱۴۰۱ و دسی و ژائو، ۲۰۱۸ مطابقت دارد. بنابراین می توان نتیجه گرفت که فعالان بازار سرمایه نسبت به دیدگاه خوش بینانه اطلاعات کیفی گزارش های مالی سالانه عکس العمل نشان داده و قیمت سهام بر اساس اطلاعات خاص مالی و غیرمالی شرکت حرکت می کند و به طور کلی باعث واکنش مثبت بازار میشود. بنابراین بر اساس نتایج کلی پژوهش می توان نتیجه گیری کرد احساسات (خوش بینی) مدیران در گزارش تفسیری مدیریت (بحث و تحلیل مدیریت) بر تصمیمات درون سازمانی مدیران و کارایی عملیاتی شرکت و همچنین بر تصمیمات برون سازمانی سرمایه گذاران و واکنش بازار تأثیر معنی داری دارد و اطلاعات کیفی گزارش تفسیری مدیریت دارای محتوای اطلاعاتی است.

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

۱- کمیته سرمایه گذاری: ارزیابی هزینه-فایده پروژه های پیشنهادی مدیریت و تعدیل پیش بینی های مالی خوش بینانه پیش از تصویب پروژه ها. ۲- سازمان بورس: در صورت بالابودن غیرمعمول شاخص خوش بینی مدیریت، شرکت ها ملزم به ارائه شواهد عینی برای ادعاهای آینده نگر شوند. ۳- سرمایه گذاران: هنگام ارزش گذاری شرکت هایی که خوش بینی مدیریتی بالا و کارایی عملیاتی کاهش یافته دارند، ریسک ناشی از شکاف بین ادراک بازار و عملکرد واقعی شرکت را در نظر بگیرند. ۴- کمیته حسابرسی: نظارت بر میزان انطباق ادعاهای آینده نگر مدیریت با شواهد عملی و قراردادی؛ و ارائه گزارش مستقل درباره این موضوع.

یادداشت ها

- | | |
|--------------------------------------|--------------------------------------|
| 1. Wang, Xin, Sun, Shi & Du | 2. Lemma, Gwatidzo & Mlilo |
| 3. Malmendier & Tate | 4. Druz, Petzev, Wagner & Zeckhauser |
| 5. Sahu, Byomakesh & Saumya | 6. Demerjian, Lev, & McVay |
| 7. Barba, Castellani & Pieri | 8. Mayew, Sethuraman & Venkatachalam |
| 9. Dechow, Hutton, Meulbroek & Sloan | 10. Bharati, Doellman & Fu |
| 11. Dessi & Zhao | 12. Jiang, Lee, Martin & Zhou |
| 13. Berns, Bick, Flugum & Houston | 14. Muslu, Radhakrishnan, |

- | | |
|---------------------------------|----------------------------|
| 15. Mi | Subramanyam & Lim |
| 17. Englmaier | 16. D'Augusta & DeAngelis |
| 19. Melloni, Stacchezzini & Lai | 18. He, Chen & Hu |
| 21. Feldman | 20. Kothari, Xu Li & Short |
| 23. Loughran | 22. Davis |
| 25. Zhang | 24. Henry & Leone |

منابع

الف. فارسی

- آقای، محمدعلی؛ امری اسرمی، محمد. (۱۴۰۰). تاثیر بیش اعتمادی مدیریت بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد با بازده مازاد، *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۷(۷۲)، ۵۷-۷۷.
- 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 القار، 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)، ۵۲-۳۹.
- 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)، ۷۲-۵۱.
- 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 سیاسی و کارایی مدیرعامل، پژوهش های مالی و رفتاری در حسابداری، ۲(۲)، ۹۲-۱۱۳.

فرج زاده دهکردی، حسن (۱۴۰۱) تاثیر گزارشگری مالی فرصت طلبانه بر کارایی عملیاتی شرکت های همتا، نشریه بورس/وراق بهادار، ۱۵(۵۹)، ۱۴۰-۱۲۱.

موسوی شیری، محمود؛ قدردان، احسان؛ صالحی آزاد، روزین. (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 تامین مالی، ۹(۳)، ۱۸-۱.

ب. انگلیسی

- 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, E. & 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.