**بررسی تأثير اعتماد به نفس بيش از اندازه مدیر عامل شرکت بر ریسک سقوط قيمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**

**چکیده**

در این پژوهش تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل شرکت بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بر اساس داده‌های 70 شرکت طی سال‌های 1388 تا 1395 بررسی شده است. در این راستا یک فرضیه اصلی و چهار فرضیه فرعی تدوین گردید و جهت آزمون فرضیه‌ها نیز از روش رگرسیون لجستیک و داده‌های تابلویی استفاده شد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت (تعداد روزهای افزایش و کاهش قیمت سهام) بر ریسک سقوط قیمت سهام اثر مثبت و معنی‌داری دارد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که چنانچه در طول سال مالی تعداد روزهای افزایش قیمت سهام بیش از تعداد روزهای کاهش قیمت سهام باشد اعتماد به نفس بیش از حد مدیر اجرایی به وجود آمده و در نتیجه ریسک سقوط قیمت سهام افزایش خواهد یافت. از طرف دیگر اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت (درصد افزایش قیمت سهام) بر ریسک سقوط قیمت سهام، اثر منفی و معنی‌دار دارد.

**واژگان کلیدی:** اعتماد به ‌نفس بیش‌ از اندازه مدیر عامل، ریسک سقوط قیمت سهام،رگرسیون لجستیک،داده‌های تابلویی.

**مقدمه**

یکی از موضوعاتی که در ارتباط با رفتار قیمت سهام به طور گسترده مورد توجه پژوهشگران مالی بوده است، تغییرهای ناگهانی قیمت سهام است که به دو صودت سقوطو جهش در قیمت سهام رخ مي‎دهد. باتوجه به اهمیتی که سرمایه گذاران برای بازده سهام خود قائل هستند، پدیده‌ی سقوط قیمت سهام که منجر به کاهش شدید بازده سهام می‌شود، در مقایسه با جهش، بیشتر مورد توجه قرار میگیرد. سقوط قیمت سهام یک تغییر منفی بسیار بزرگ و غیر معمول قیمت سهام است، که بدون وقوع یک حادثه مهم اقتصادی رخ مي‎دهد و به عنوان پدیده‌ای مترادف با چولگی منفی در بازده سهام در نظر گرفته می‌شود (هاتنو همکاران، 2009). بسیاری از پژوهشگران بر این باور هستند که سقوط قیمت سهام از مدیریت اطلاعات داخلی آن ناشی می‌شود.مدیران واحدهای اقتصادی به همان اندازه که به انتشار اخبار خوبدر خصوص شرکت تمایل دارند، سعی در پنهان نمودن اخبار بدنیز دارند(کوتاریو همکاران، 2009). چنین رفتار مدیریتی صرف نظر از مسائل نمایندگی، میتواند ناشی از عوامل روانشناختی و ویژگی‌های رفتاری هم چون اعتماد به نفس بیش از حدنیز باشد(کیمو همکاران،2014). مدیران بیش از حد مطمئن نسبت به توانایی‌های خود و عملکرد آتی پرژه‌های سرمایه‌گذاري شرکت خوشبین بوده و به طور اشتباه خالص ارزش فعلی آنها را بیش از واقع ارزیابی میکنند(مالمیندروهمکاران2011). در این راستا نگهداری پروژها با ارزش فعلی منفی باعث می‌شود تا زیان وعملکرد منفی آنها انباشت شده و در سررسید نمایان شود. این امر منجر به سقوط قیمت سهام خواهد شد(جین ومیرز؛ بن ملچوهمکاران، 2010). پژوهش‌های انجام شده توسط السن (1997) و کونسی و همکاران(2005) نشان مي‎دهند که سرمایه گذاران، احتمال زیان بیشتر را به عنوان منبع اولیه خطر سرمایه‌ گذاری، رتبه ‌بندی می‌کنند، این مطلب دلالت بر این دارد که سقوط، اولین عامل ایجاد کننده نگرانی برای سرمایه گذاران به شمار می‌آید.بنابراین شواهد مرتبط با پیش بینی سقوط سهام اهمیت حیاتی دارد. مطابق این دیدگاه‌ها، کیم وهمکاران (2011) نشان دادند که نگهداری اختیارات خرید سهام توسط مدیر مالی، سبب افزایش سقوط سهام خواهد شد.کیم و ژانگ (2010) نیز نشان دادند که محافظه کاری حسابداری سقوط سهام را کاهش مي‎دهد. این یافته‌ها تأکید می‌کنند که سرمایه گذاران باید شرکت‌ها را بر مبنای نگرش مدیریتی آنها بسنجند تا کمتر در معرض سقوط قرار بگیرند.

با توجه به آنچه بیان گردید، در این مقاله به بررسی تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته میشود. در راستای تحقق هدف پژوهش یک فرضیه اصلی و چهار فرضیه فرعی (با توجه به چهار پراکسی متغیر ریسک سقوط قیمت سهام) تدوین می‌شود که معنی دار بودن رابطه اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را مورد آزمون قرار مي‎دهد.

در ادامه مقاله شامل بخش‌های زیر است: مبانی نظری ومروری بر پیشنه پژوهش؛ توصیف نمونه و روش پژوهش؛ یافته‌های پژوهش؛ نتیجه گیری و بحث.

**مبانی نظری و پیشینه پژوهش**

اعتماد به نفس کاذب مدیران می تواند بر ارزیابی ریسک مربوط به گزارش‌گری‌های مالی اثر داشته باشد، به طوری که مدیران دارای اعتماد به نفس کاذب تمایل دارند تا جریانات نقدی آتی مربوط به پروژه‌های خود را بیش از حد ارزش گذاری کرده، اما زیان‌ها را کمتر از حد بهینه آنها برآورد نمایند (هاتن، 2002؛ مالندیر و تیت، 2005). پژوهش‌های قبلی نشان داده‌اند که مدیران فرا اعتمادی، به احتمال زیاد کمتر از حسابداری محافظه کارانه استفاده نموده (احمد و دیولمان، 2012)، اقدام به انتشار مجدد صورت‌های مالی نموده (پرسلی و آبوت، 2013)، در فعالیت‌های مدیریت حقیقی سود مشارکت داشته (هیش و همکاران، 2014)، و کنترل‌های داخلی بی اثر را حفظ می نمایند (چن و همکاران، 2014).

از آنجا كه مديرانی که دارای اعتماد به نفس بیش از اندازه هستند، بازده مورد انتظار پروژه‌هاي سرمايه‌گذاري شركت را بيشتر از واقعيت تخمين مي‌زنند و احتمال و تأثير رويدا‌دهاي منفي را كمتر از واقعيت ارزيابي مي‌كنند، ممكن است سبب افزايش ريسك گزارشگري مالي براي حسابرسان شوند. براي مثال، شراند و زچمن (2012) دريافتند به دليل چشم انداز خوش‌بينانه بیش از اندازه مديران نسبت به سود دوره‌هاي آتي، احتمال پيش بيني اشتباه آنها بيشتر است. در زمينه‌ی شناخت و ارزيابي حسابرسان از ويژگي‌هاي شخصيتي مديران نيز جانسون و همكارانش دريافتند بين اعتماد به نفس بيش از حد مديريت و برآورد ريسك، ارتباط مثبتي برقرار است. بنابراين، اگر حسابرس اين ويژگي شخصيتي مديران را تشخيص دهد و ريسك گزارشگري مالي را بيش از حد برآورد كند، مي‌تواند حق‌الزحمة بيشتري مطالبه كند و از اين طريق اقدام‌های حسابرسي را به‌منظور كاهش ريسك عدم كشف تحريف با اهميت كامل كند (جانسون و همکاران، 2013).

اگر حسابرسان از ويژگي شخصيتي مديران آگاه شوند، مي‌توان انتظار داشت كه آن را عامل ريسكي در برنامه‌ريزي حسابرسي بدانند و در كانون توجه قرار دهند و به دليل تلاش‌هاي بيشتر براي كاهش خطر عدم كشف، حق الزحمه‌ی بيشتري مطالبه كنند. از اين رو اين پيامد را مي‌توان اثر و پيامد ريسك گزارشگري مالي محسوب كرد. از سوي ديگر، ممكن است مديران بيش اطمينان به اندازه‌ی ساير مديران براي خدمات حسابرسي ارزش قائل نشوند و به دليل اعتماد به نفس كاذبي كه از فرايند گزارشگري مالي شركتشان دارند، به دنبال راهي براي كم كردن حق‌الزحمة حسابرسي باشند، يا در پي راهي براي كاهش خدمات حسابرسي برآيند و از اين طريق نياز به پاسخگويي و اصلاحات احتمالي گزارشگري مالي را كاهش دهند و فرصت‌هاي مديريت سود بيشتري براي خود فراهم كنند (دوئلمن و همکاران، 2015) .

با وجود افزایش ریسک انحرافات مالی مربوط به خوش بینی مدیران، شواهد کمی وجود دارد که در آن حسابرسان ویژگی که نشان دهنده اعتماد به نفس بیش از حد مدیر است را شناسایی کنند و رابطه‌ی بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و افزایش در ریسک حسابرسی را مشاهده کرده باشند. اگر حسابرسان اعتماد به نفس بیش از حد مدیران را شناسایی کنند، انتظار بر این است که این عامل را در برنامه ریزی‌های حسابرسی خود، به عنوان هزینه‌های بالاتر حسابرسی لحاظ کنند که آن هم در راستای افزایش تلاش‌های حسابرسان برای کاهش ریسک مربوط به این موضوع می‌باشد.

فروغی و قاسم‌زاد (1394) در پژوهشی با عنوان «تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام» بیان کردند که یکی از عواملی که منجر به سقوط قیمت سهام می‌شود اقدامات مدیران در راستای نگهداشت اخبار بد و عملکرد منفی در داخل شرکت است. چنین رفتار مدیریتی علاوه بر انگیزه‌های نمایندگی می‌تواند ناشی از یک خصیصه رفتاری تحت عنوان اطمینان بیش از حد نیز باشد. هدف پژوهش حاضر تعیین تاثیر اطمینان بیش از حد به عنوان یکی از تورش‌های رفتاری مدیران بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام است.

عرب صالحی و همکاران(1393) طی مقاله‌ای با عنوان [بررسی تاثير اعتماد به نفس بيش از حد مديران ارشد بر حساسيت سرمايه گذاری جريان‌های نقدی](http://uijs.ui.ac.ir/far/files/site1/user_files_fdbc4f/mehdiarabsalehi-A-10-152-2-a6fd77f.pdf) بیان داشتند که ميزان جريان‌های نقدی تأثير زيادی بر ميزان سرمايه‌گذاری‌هاي شرکت دارد، زيرا ارزان‌تر از منابع تامين مالی خارجی بوده، مديران کنترل بيشتری بر آن دارند. از اين‌رو، تغييرات جريان‌های نقدی ممکن است به تغييرات ميزان سرمايه‌گذاري و بروز حساسيت سرمايه‌گذاری جريان‌های نقدی منجر شود. حساسيت سرمايه‌گذاری جريان‌هاي نقدی علاوه بر ويژگی‌های شرکت و شرايط بازار، تحت تاثير خصوصيات فردی مديران مانند اعتماد به ‌نفس بيش‌ از حد نيز قرار دارد.

مديران دارای اين ويژگی، به دليل خوش‌بينی مفرط اقدام به سرمايه‌گذاري در طرح‌هايی می‌نمايند که فاقد جريان نقدی مورد نياز برای کسب بازده مورد انتظار سهامداران است. اين پژوهش با استفاده از رگرسيون لجستيک به بررسی تاثير اعتماد به ‌نفس بيش از حد مديران ارشد بر حساسيت سرمايه‌گذاری جريان‌های نقدی پرداخته است.

ودیعی نوقابی و رستمی (1393) در مقاله‌ای با عنوان «بررسی تأثیر نوع مالکیت نهادي بر ريسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی تاثیر نوع مالکیت نهادي بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌هاي پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است است.

حیدری (1393) در مقاله‌ای با عنوان «بررسي تأثير عامل رفتاري اعتماد به نفس بيش از حد مديريت بر چسبندگي هزينه: نقش تعديلي عوامل اقتصادي و عوامل مبتني بر نظريه‌ی نمايندگي در آن» بیان کرد که عامل رفتاري اعتمادبه نفس بيش ازحد مديريت، موجب عدم تقارن هزينه‌ها در زمان افزايش و كاهش فروش ميشود. پژوهش‌هاي قبلي بيشتر به تأثير علل اقتصادي و علل نظريه‌ی نمايندگي بر چسبندگي هزينه‌ها متمركز بوده‌اند، در پژوهش حاضر به بررسي تأثير علت رفتاري اعتماد به نفس بيش از حد مديريت بر افزايش چسبندگي هزينه‌هاي توزيع، فروش و اداري پرداخته شده است.

هان و همکاران (2015) در مطالعه‌ای با عنوان «اعتماد به نفس بیش از حد مدیران عامل شرکت‌ها و یا اعتماد آنها اثرات اعتماد به نفس بیش از حد مدیران عامل شرکت‌ها بر ریسک پذیری و عملکرد شرکت‌ها در شرکت‌های بیمه‌ای کشور ایالات متحده آمریکا» به بررسی این موضوع پرداخته‌اند. آنها در این مطالعه به بررسی تاثیر اعتماد به نفس کاذب مدیران عامل شرکت‌ها بر رفتار ریسک پذیری شرکت‌های بیمه‌ای و عملکرد این شرکت‌ها در کشور ایالات متحده آمریکا بین دوره زمانی بین سال‌های 1996 تا سال 2013 پرداخته‌اند. آن‌ها بیان کرده‌اند که صنعت بیمه یک محیط آزمونی خوب برای بررسی اثرات اعتماد به نفس کاذب مدیران عامل شرکت‌ها ریسک پذیری آنها ارائه می‌دهد چون از این طریق می‌توان به طور مستقیم ریسک پروژه‌ها را مشاهده نمود و بر تقاضای افراد بیمه‌گر برای بیمه نظارت داشت. یافته‌های اصلی و تجربی این پژوهش نشان می‌دهد که اعتماد به نفس کاذب مدیران عامل شرکت‌ها ارتباط منفی با ریسک پذیری افراد بیمه‌گر دارد و شرکت‌های بیمه‌ای با مدیران عامل دارای اعتماد به نفس بیش از حد، تمایل به افزایش استفاده از بیمه‌های حمایتی و پشتیبانی(بیمه‌های اتکایی) برای محدود کردن ریسک دارند.

سان و همکاران (2015) در مطالعه‌ای با عنوان «اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و هزینه‌های حسابرسی» به بررسی ارتباط بین اعتماد به نفس کاذب مدیران و هزینه‌های حسابرسی پرداخته‌اند. مدیران دارای اعتماد به نفس بیش از حد تمایل دارند تا توانایی خود را برای پرداخت‌های آتی بیش از حد برآورد سازند و همچنین اثرات عوارض جانبی را نیز دست کم بگیرند. اگر حسابرسان، اعتماد به نفس بیش از حد مدیران را به عنوان یک عامل افزایش دهنده ریسک حسابرسی تلقی نمایند، آنها هزینه‌های حسابرسی بالاتری را برای حسابرسان در نظر می‌گیرند. در مقابل، هزینه‌های حسابرسی برای شرکت‌هایی با مدیران دارای اعتماد به نفس بیش از حد پایین‌تر خواهد بود اگر؛ مدیران خدمات حسابرسی کمتری را تقاضا نمایند. یافته‌های اصلی این پژوهش نشان داده است که یک رابطه منفی بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و هزینه‌های حسابرسی برای شرکت‌هایی که فاقد کمیته حسابرسی قوی هستند، وجود دارد. علاوه بر این، مشاهده شده است که مدیران دارای اعتماد به نفس بیش از حد، کمتر احتمال دارد تا از یک حسابرس متخصص در صنعت استفاده نمایند.

تواماس و همکاران (2015) در مطالعه‌ای با عنوان «اعتماد به نفس بیش از حد مدیران اجرایی و مدیریت سود» به بررسی رابطه بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و مدیریت سود پرداخته‌اند.مدیران دارای اعتماد به نفس بیش از حد، بازده ناشی از سرمایه‌گذاری‌های خود را دست بالا می گیرند و زیان‌های ناشی از آن را نیز کمتر از حد واقعی آن ارزش گذاری می‌کنند. بنابراین، انتظار می‌رود که مدیران دارای اعتماد به نفس بیش از حد، ارزش های کمتری را برای زیان‌های آتی خود گزارش دهند و همچنین ارزش‌های بالاتری را برای سودهای آتی خود لحاظ نمایند. در همین راستا، از داده های مربوط به صنعت بیمه در کشور ایالات متحده آمریکا، به عنوان نمونه ای برای بررسی این موضوع استفاده شده است. مقایسه بین ذخایر از دست رفته برای بیمه‌های آتی، این امکان را فراهم می سازد تا به صورت مستقیم سطح اختیارات حسابداری مدیران را اندازه گیری نمود. در این رابطه شواهد مستحکمی مشاهده شده است مبنی بر این که مدیران عامل شرکت‌ها که دارای اعتماد به نفس بالایی هستند، به طور معني‌داری با ذخایر از دست رفته پایین‌تری مرتبط هستند.

در پژوهش حاضر برای ارزیابی ریسک سقوط قیمت سهام از چهار متغییر دوره سقوط قیمت سهام،چولگی منفی بازده سهام، سیگمای حداکثری و نوسان پایین به بالا استفاده شده است.

با توجه به توضیحات فوق ومبنای پژوهش مذکور،انتظار می‌رود که اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش دهد.لذا فرضیه اصلی به صورت زیر تدوین می‌شود:

فرضيه اصلي: بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل و ریسک سقوط قیمت سهام ارتباط معنی‌داری وجود دارد.

از آنجایی که برای اندازه گیری ریسک سقوط قیمت سهام(متغیر وابسته)، از چهار معیار چولگی منفی بازده سهام (NCSKEW، سیگمای حداکثر (EXTR\_SIGMA)، نوسان پایین به بالا (DUVOL)، ودوره‌ی سقوط قیمت سهام (CRASHP)استفاده می‌شود، لذا میتوان فرضیه‌های فرعی زیر را بیان نمود:

فرضیه اول: بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل و ریسک سقوط قیمت سهام (متغیر دوره سقوط قیمت سهام سهام) رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل و ریسک سقوط قیمت سهام (متغیر چولگی منفی بازده سهام) رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل و ریسک سقوط قیمت سهام (متغیر سیگمای حداکثری) رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل و ریسک سقوط قیمت سهام (متغیر نوسان پایین به بالا) رابطه معنی‌داری وجود دارد.

**روش شناسی پژوهش**

جامعه آماری پژوهش متشکل از کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی 1388 الی 1395 می‌باشد.برای انتخاب نمونه آماری معیارهای زیر در نظر گرفته شده است:

1-به لحاظ افزايش قابليت مقايسه، دوره مالي آنها منتهي به پايان اسفند ماه باشد.

2-صورت‌هاي مالي و يادداشت‌هاي همراه شرکت‌ها در بازه زماني مذکور به گونه‌ی کامل در سايت بورس اوراق بهادار موجود باشد.

3-صورت‌هاي مالي و يادداشت‌هاي همراه شرکت اصلي در بازه زماني مورد بررسی، به گونه مجزا از صورت‌هاي مالي و يادداشت‌هاي همراه شرکت تلفيقي موجود باشد.

4-جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ و بانک‌ها نباشند.

5-معاملات سهام آن‌ها طی دوره پژوهش بیش از سه ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد.

با اعمال شرایط مذکور تعداد 70 شرکت به عنوان نمونه آماری این پژوهش انتخاب گردید.

داده‌های پژوهش از طریق صورت‌های مالی ویادداشتهای توضیحی شرکت‌های منتخب، با استفاده از نرم افزارهای ره‌آورد نوین و تدبیر پرداز جمع آوری گردید.

**تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از نرم افزارهای** Excel **و** SPSS **و** Eviews **انجام شده است در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از مدل‌های رگرسیونی استفاده خواهد شد. به عبارت دیگر زمانی که متغير وابسته دوره سقوط قيمت سهام است که یک متغیر دو وجهی(دامی) است، از الگوي لاجيت(رگرسیون لجستیک) و زماني كه متغير وابسته چولگي منفي بازده سهام، سيگماي حداکثري و نوسان پايين به بالا باشد، از الگوی داده‌هاي تابلويي(پنل دیتا) استفاده خواهد شد.**

برای آزمون فرضیه از مدل زیر استفاده میشود:



**تعریف هریک از متغیرها در مدل‌های فوق به شرح زیر است:**

CRASHj,t$CRASH\_{j,t+1}$**: ريسک سقوط قيمت سهام در پايان سال مالي** t **است كه با استفاده از متغيرهاي چولگي منفي بازده سهام(**NCSKEW**)، سيگماي حداکثري(**EXTR\_SIGMA**)، نوسان پايين به بالا(**DUVOL**)، و دوره سقوط قيمت سهام(**CRASHP**) اندازه گيري مي‌شود.**

Overconj,t$INST\_{ j,t }$**: اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل، که همانند پژوهش‌های مالمندیر و تیت(2011) و کمپل و گالمیر (2011) از دو متغير تعداد روزهای افزایش و کاهش قیمت سهام، و درصد افزایش قیمت سهام استفاده می‌شود.**

$q^{th}$: **شماره مربوط به متغير کنترلي.**

$Control Var\_{j‌t}$ **: متغير‌هاي کنترلي مدل که عبارتند از:**

$SIZE\_{ j‌t }$: **اندازه شرکت در پايان سال مالي** t**.**

$LEV\_{ j‌t }$**: اهرم مالي شرکت در پايان سال مالي** t**.**

$ROE\_{ j‌‌t }$**: بازده حقوق صاحبان سهام شرکت در پايان سال مالي** t**.**

$MTB\_{ j‌t }$**: ارزش بازار به ارزش دفتري حقوق صاحبان سهام در پايان سال مالي** t**.**

$DTURN\_{ jt }$**: عدم تجانس سرمايه‌گذاران در پايان سال مالي** t**.**

متغییر‌های پژوهش

مغییر مستقل

در اين پژوهش، همانند پژوهش‌های **مالمندیر و تیت(2011) و کمپل و گالمیر(2011) از** دو متغير تعداد روزهای افزایش و کاهش قیمت سهام، و درصد افزایش قیمت سهام به عنوان پراکسی اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل استفاده می‌شود. تعریف هر یک از شاخص‌های مذکور به شرح زیر است:

**شاخص اول بر اساس تعداد روزهاي افزايش و كاهش قيمت سهام:**

**اگر در طـول سـال مـالي تعداد روزهاي افزايش قيمت سهام بيشتر از تعداد روزهاي كـاهش قيمـت سـهام شـركت باشـد، فرض مي‌شود اعتماد به نفس بيش ازحد مدير اجرایی وجود دارد و بـراي آن عـدد يـك درنظـر گرفتـه مي‌شود؛ در غيراين صورت، عدد صفر به جاي متغير قرار داده مي‌شود.**

**شاخص دوم براساس درصد افزايش قيمت سهام: در طول سـال مـالي اگـر درصـد افـزايش قيمت سهام بيشتر از درصد كاهش قيمت سهام باشد، فرض مي‌شود اعتماد به نفس مديريت بيشتر است و به آن عدد یک تعلق مي‌گيرد، در غير اين صورت به آن عدد صفر داده مي‌شود**

متغییر وابسته

در این پژوهش، به پیرو مطالعات قبلی (چن و همکاران(2001)، هاتن و همکاران (2009)، برادشاو و همکاران(2010)، کیم و همکاران (2011)، کالین و فانگ (2011)، اندرو و همکاران (2012) و اندرو و همکاران (2013))، از چهار معیار برای اندازه‌گیری ریسک سقوط قیمت سهام استفاده‌شده است:

الف) چولگی منفی بازده سهام

ب) سیگمای حداکثری

ج) نوسان پایین به بالا

د) دوره سقوط قیمت سهام

برای اندازه‌گیری ریسک سقوط قیمت سهام، ابتدا با استفاده از رابطه (1) بازده ماهانه خاص شرکت محاسبه می‌شود:

رابطه1)

 *Wj,t = Ln (1 + εj,t)*

در رابطه فوق:

*Wj,t*: بازده ماهانه خاص شرکت j در ماه t طی سال مالی؛

*εj,t*: بازده باقیمانده سهام شرکت j در ماه t و عبارت است از باقیمانده یا پسماند مدل در رابطه 2):

رابطه2)

*rj,t = αj + β1,j rm,t-2 + β2,j rm,t-1 + β3,j rm,t + β4,j rm,t+1 + β5,j rm,t+2 + εj,t*

که در این رابطه:

*rj,t*: بازده سهام شرکت j در ماه t طی سال مالی؛

*rm,t*: بازده بازار در ماه t است. برای محاسبه بازده ماهانه بازار، شاخص ابتدای ماه از شاخص پایان ماه کسر شده و حاصل بر شاخص ابتدای ماه تقسیم می‌شود.

سپس با استفاده از بازده ماهانه خاص شرکت، چولگی منفی بازده سهام و سقوط به شیوه‌های زیر محاسبه می‌شود:

**چولگی منفی بازده سهام:**

 چن و همکاران (2001) معتقدند که نشانه‌هاي سقوط قيمت سهام از يک سال قبل از وقوع اين پديده شکل مي‌گيرد و يکي از اين نشانه‌ها وجود چولگي منفي در بازده سهام شرکت است. بنابراين شرکت‌هايي که در سال گذشته چولگي منفي بازده سهام را تجربه کرده‌اند، با احتمال بيشتري در سال آينده با پديده سقوط قيمت سهام مواجه خواهند بود. هانگ و استین (2003) نیز بیان کردند که چولگي منفي بازده سهام یک راه جایگزین برای اندازه‌گیری عدم تقارن در توزیع بازده است. براي محاسبه چولگي منفي بازده سهام از رابطه (3) استفاده مي شود:

رابطه3
$$NCSKEW\_{j. t}=-{\left[N(N-1)^{{3}/{2}}\sum\_{}^{}W^{3}\_{j,t}\right]}/{\left[\left(N-1\right)\left(N-2\right)\left(\sum\_{}^{}W^{2}\_{j,t}\right)^{{3}/{2}}\right]}$$

در رابطه فوق:

NCSKEWj,t: چولگی منفی بازده ماهانه سهام شرکت j طی سال مالی t.

*Wj,t:* بازده ماهانه خاص شرکت j در ماه t.

*N:* تعداد ماه‌هایی که بازده آن‌ها محاسبه‌شده است.

**سیگمای حداکثری**

 برادشو و همکاران (2010) بیان کردند سیگمای حداکثری به‌منظور ایجاد یک معیار کمّی و پیوسته برای اندازه‌گیری ریسک سقوط قیمت سهام به کار می‌رود. همچنین، سیگمای حداکثری به‌عنوان بازده‌های پرت با توجه به انحراف معیار یک شرکت خاص تعریف می‌گردد. برای محاسبه این متغیر از رابطه (4) استفاده می‌شود (برادشاو و همکاران، 2010: 13، اندرو و همکاران، 2012: 8 و اندرو و همکاران، 2013: 12):

رابطه4)

EXTR\_SIGMA =$ - Min [\frac{W-\overbar{W}}{∂\_{w}}]$

که در این رابطه: $\overbar{w}$: میانگین بازده ماهانه خاص شرکت

:$ ∂\_{w}$ انحراف استاندارد بازده ماهانه خاص شرکت

**نوسان پایین به بالا**

چن وهمکاران (2001) بیان کردند نوسان پایین به بالا، نوسانات نامتقارن بازده را کنترل می‌کند. همچنین، میزان بالاتر این معیار مطابق با توزیع دارای چولگی چپ بیشتر است. برای محاسبه این متغیر از رابطه (5) استفاده می‌شود:

)رابطه5)

 

که در این رابطه: nu و nd تعداد ماه‌های بالا و پایین طی سال مالی t

**دوره سقوط قیمت سهام:**

بر اساس مطالعات هاتن وهمکاران (2009)، برادشا وهمکاران (2010)، وکالین وفانگ (2013) دوره سقوط یک سال مالی معین، دوره‌ای است که طی آن بازده ماهانه خاص شرکت برابر با 09/3 انحراف معیار کمتر از میانگین بازده ماهانه خاص آن باشد. اساس این تعریف بر این مفهوم آماری قرار دارد که با فرض نرمال بودن توزیع بازده ماهانه خاص شرکت، نوسان‌هایی که در فاصله میانگین به‌علاوه09/3 انحراف معیار و میانگین منهای 09/3 انحراف معیار قرار می‌گیرند، ازجمله نوسان‌های عادی و نوسان‌های خارج از این فاصله جزئی از موارد غیرعادی قلمداد می‌شود. با توجه به اینکه سقوط قیمت سهام یک نوسان غیرعادی است، عدد09/3 به‌عنوان مرز بین نوسانات عادی و غیرعادی مطرح است. در این پژوهش، دوره سقوط قیمت سهام، متغیری مجازی است که اگر شرکت تا پایان سال مالی حداقل یک دوره سقوط را تجربه کرده باشد، مقدار آن‌ یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود. با توجه به اینکه این متغیر به صورت صفر و یک می‌باشد این تخمین از روش لوجیت استفاده می‌شود.

**متغییرهای کنترلی**

**اندازه شرکت(**SIZE**): عبارتست از لگاريتم طبيعي مجموع فروش‌هاي خالص شرکت در پايان سال مالي. شرکت‌هاي بزرگ جهت تامين وجوه مورد نياز از بازار سرمايه و ساير بازار‌ها، انگيزه دارند تا از طريق افزايش کيفيت گزارشگري مالي و فرايند افشاي اطلاعات، هزينه‌هاي سرمايه خود را کاهش دهند. از اين‌رو در شرکت‌هاي بزرگ احتمال اندکي براي انباشت و عدم افشاي اخبار بد وجود دارد. اين موضوع از ورود ناگهاني توده اخبار بد به بازار جلوگيري کرده و در نتيجه ريسک سقوط قيمت سهام را کاهش مي دهد (کيم و ژانگ، 2010).**

**ساختار بدهي يا اهرم مالي(**LEV**): که از طريق نسبت کل بدهي‌ها به ارزش دفتري کل دارايي‌ها اندازه‌گيري مي‌شود. در شرکت‌هايي که به لحاظ تأمين منابع مالي و نقدينگي با مشکل مواجه هستند، احتمال بيشتري براي اقامه دعاوي حقوقي وجود دارد (خان و واتس، 2009) که مي‌تواند احتمال سقوط قيمت سهام را افزايش دهد.**

**بازده حقوق صاحبان سهام(**ROE**): عبارتست از نسبت سود خالص به مجموع حقوق صاحبان سهام شرکت در پايان سال مالي. هاتن و همکاران (2009) بيان کردند شرکت‌هاي با بازده حقوق صاحبان سهام بالاتر (به عنوان معياري براي عملکرد بهتر)، ريسک سقوط قيمت سهام پايين‌تري دارند.**

**نسبت ارزش بازار به ارزش دفتري حقوق صاحبان سهام(**MTB**): خان و واتس (2009)، بيان کرده‌اند که شرکت‌هاي با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتري حقوق صاحبان سهام بالا، فرصت‌هاي سرمايه‌گذاري بيشتري پيش روي خود دارند. به علاوه انتظار مي‌رود بازده سهام اين شرکت‌ها، نوسان بيشتري داشته باشد، زيرا بخش بيشتري از ارزش بازار آن‌ها به سبب فرصت‌هاي سرمايه‌گذاري است که بازدهي آن‌ها با نوسان همراه است. از طرف ديگر شرکت‌هايي که بازده سهام آن‌ها پر نوسان‌تر است، احتمال بيشتري وجود دارد که زيان‌هاي بزرگي را تجربه کنند. اين موارد مي‌تواند احتمال سقوط قيمت سهام را نيز افزايش دهد.**

**عدم تجانس سرمايه‌گذاران(**DTURN**): عبارتست از متوسط گردش تصادفي سهام در سال مالي جاري منهاي متوسط گردش تصادفي سهام در سال گذشته. متوسط گردش تصادفي سهام نيز از طريق تقسيم حجم معاملات سالانه سهام بر مجموع تعداد سهام منتشر شده طي ماه به دست مي‌آيد. بوش (2001) و هانگ و استين (2003) در پژوهش‌هاي خود از اين متغير استفاده کرده‌اند و بيان مي‌کنند که عدم تجانس سرمايه‌گذاران منجر به سقوط بيشتر مي‌گردد.**

 یافته‌های پژوهش

 آمار توصیفی

**نگاره (1): آمار توصیفی داده‌ها**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| متغیر | ریسک سقوط قیمت سهام (دوره سقوط قيمت سهام) | ریسک سقوط قیمت سهام (چولگی منفی بازده سهام) | ریسک سقوط قیمت سهام (سیگمای حداکثری) | ریسک سقوط قیمت سهام (نوسان پایین به بالا) | اعتماد به نفس بيش ازحد مدير اجرایی (تعداد روزهاي افزايش و كاهش قيمت سهام) |
| نماد | CRASHP | NCSKEW | SIGMA | DUVOL | OVERCON1 |
| میانگین |  5786/0 | 2954/- | 6909/1 | 0102/3 | 4986/0 |
| میانه | 0000/1 | 3373/- | 6205/1 | 7285/2 | 0000/0 |
| حداکثر | 0000/1 | 8557/3 | 1403/3 | 1722/6 | 0000/1 |
| حداقل |  0000/0 | 9549/3- | 4466/0 | 3225/1- | 0000/0 |
| انحراف معیار | 4944/0 | 8548/1 | 9722/0 | 4528/1 | 5006/0 |

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| متغیر | اعتماد به نفس بيش ازحد مدير اجرایی (درصد افزايش قيمت سهام) | اندازه شرکت | اهرم مالي | بازده حقوق صاحبان سهام | نسبت ارزش بازار به ارزش دفتري حقوق صاحبان سهام | عدم تجانس سرمايه‌گذاران |
| نماد | OVERCON2 | SIZE | LEV | ROE | MTB | DTURN |
|  میانگین | 5333/0 | 8750/0 | 6932/0 | 4223/0 | 6718/1 | 0045/0 |
| میانه | 0000/1 | 7708/0 | 5752/0 | 3936/0 | 1675/1 | 0000/0 |
| حداکثر | 0000/1 | 2650/3 | 1111/1 | 7122/24 | 0897/66 | 1624/0 |
| حداقل | 0000/0 | 1038/0 | 1169/0 | 562/7- | 7712/43- | 1624/0- |
| انحراف معیار | 4995/0 | 4512/0 | 9171/1 | 3657/1 | 7412/4 | 0144/0 |

**نگاره 1 آمار توصیفی جامعه مورد بررسی را نشان می‌دهد. اصلي ترين شاخص مرکزي، ميانگين است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزيع است و شاخص خوبي براي نشان دادن مركزيت داده­هاست. براي مثال میانگین متغیر دوره سقوط برابر با 57/0 می‌باشد، كه نشاندهنده این است كه به طور ميانگين 57 درصد از شركت-سال‌ها، حداقل يكبار پديده سقوط قيمت سهام را تجربه كرده‌اند. ميانگين متغير چولگي منفي بازده سهام برابر با 29/0- است كه بيشتر از مقدار گزارش شده در پژوهش‌هاي چن و همكاران (2001) و كيم و همكاران (2011) مي‌باشد. اين امر نشاندهنده اين است كه شركت‎هاي نمونه در مطالعه ما براي سقوط قيمت سهام مستعدتر هستند. با توجه به مقایسه میانگین و میانه هر یک از متغیرهای تحقیق و مقایسه آن با توزیع نرمال به نظر می‌رسد تمامی متغیرهای پژوهش به صورت نرمال توزیع شده است، بزرگ بودن ميانگين از ميانه وجود نقاط بزرگ را در داده‌ها نشان مي‌دهد، زيرا ميانگين تحت تأثير اين مقادير قرار مي‌گيرد در بين متغيرهاي تحقيق مقادير ميانگين و ميانه نزديك به هم است كه دراين موارد توزيع متغيرها متقارن است زیرا زمانی که مقدار میانه و میانگین نزدیک به هم باشد می‌توان نتیجه گرفت که تفاوت زیادی با توزیع نرمال ندارد. میانگین اهرم مالی 69/0 است که مؤید این است که شرکت‎های ایرانی به شدت به بدهی وابسته‎اند.**

ایستایی یا پایایی

**درابتدابه بررسی ایستایی یا پایایی متغیرهای وابسته،مستقل وکنترلی پژوهش پرداخته میشود.پایایی متغیرهای پژوهش بدان معنا است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان وکوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است.به این منظور،از ازمون لوین،لین و چو (2002)استفاده شد وچون مقدار احتمال کمتر از5٪ است،کلیه متغییر های وابسته ،مستقل وکنترلی پژوهش(به جز متغیر دامی سقوط قیمت سهام که نیازی به بررسی پایایی ندارد) در طی پژوهش در سطح،پایا بوده اند.**

**نگاره (2): نتایج پایایی متغیرها**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| متغیر | نماد | آماره لوین لین و چو | احتمال | نتیجه |
| ریسک سقوط قیمت سهام (چولگی منفی بازده سهام) | NCSKEW | 1904/24- | 000/0 | (0)I |
| ریسک سقوط قیمت سهام (سیگمای حداکثری) | SIGMA | 6609/39- | 000/0 | (0)I |
| ریسک سقوط قیمت سهام (نوسان پایین به بالا) | DUVOL | 7566/62- | 000/0 | (0)I |
| اعتماد به نفس بيش ازحد مدير اجرایی (بر اساس تعداد روزهاي افزايش و كاهش قيمت سهام) | OVE1 | 4123/13- | 000/0 | (0)I |
| اعتماد به نفس بيش ازحد مدير اجرایی (براساس درصد افزايش قيمت سهام) | OVE2 | 9506/21- | 000/0 | (0)I |
| اندازه شرکت | SIZE | 8780/21- | 000/0 | (0)I |
| اهرم مالي | LEV | 1647/2- | 0152/ | (0)I |
| بازده حقوق صاحبان سهام | ROE | 4265/18- | 0000/ | (0)I |
| نسبت ارزش بازار به ارزش دفتري حقوق صاحبان سهام | MTB | 3461/6- | 0000/ | (0)I |
| عدم تجانس سرمايه‌گذاران | DTURN | 6534/7- | 0000/ | (0)I |

**نتایج رگرسیون**

برای براورد پارامترهای مدلهای رگرسیونی به روش داده‌های تابلویی،ابتدا آزمون پذیره‌های زیر بنایی(شامل صفر بودن میانگین باقیمانده،ثابت بودن واریانس باقیمانده‌ها،عدم خود همبستگی مرتبه یک باقیمانده‌ها،وتوزیع نرمال باقیمانده‌ها)از طریق روشهای توصیفی و استنباطی مورد بررسی قرار گرفت واز صحت آنها اطمینان حاصل گردید.

**الگوی لاجیت برای مدل اول**

بر اساس نتایج حاصل از الگوي لاجيت مشاهده می‌شود که ضریب تعیین مدل مربوط به آزمون 57/0 است. این عدد بیانگر آن است که 57 درصد تغییرهای متغیر وابسته (دوره سقوط قيمت سهام) توسط مجموعه متغیرهای مستقل و كنترلي مزبور توضیح داده می‌شود.

علاوه بر این، با توجه به این که احتمال آماره LR، کمتر از ٪5 است، می‌توان گفت که در سطح اطمینان 95% این مدل معنی‌دار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است.

نتایج پژوهش نشان می‌دهد که متغیر مستقل تعداد روزهای افزایش و کاهش قیمت سهام به عنوان پراکسی اعتماد به نفس بيش از حد مدیر عامل بر متغیر وابسته دوره سقوط قیمت سهام اثر مثبت معني‌دار دارد (05/ P<و ضريب بتا مثبت است)،و نشان می‌دهد چنانچه در طول سال مالی تعداد روزهای افزایش قیمت سهام بیشتراز تعداد روزهای کاهش قیمت سهام باشد، اعتماد به نفس بیش ازحد مدیر اجرایی بوجودآمده و در نتیجه ریسک سقوط قیمت سهام افزایش خواهد یافت.

**نگاره (3): نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش‌الگوي لاجيت (متغير وابسته دوره سقوط قيمت سهام)**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| متغيرها | نماد | ضریب | انحراف معیار | آماره wald | معني‌داري |
|  عرض از مبدا | C | 2995/0- | 1314/0 | 0713/5 | 0243/0 |
| اعتماد به نفس بيش ازحد مدير اجرایی (بر اساس تعداد روزهاي افزايش و كاهش قيمت سهام) | OVERCON1 | 0383/0 | 0073/0 | 2716/27 | 0000/0 |
| اعتماد به نفس بيش ازحد مدير اجرایی (براساس درصد افزايش قيمت سهام) | OVERCON2 | 2412/0- | 1109/0 | 73/4 | 0350/0 |
|  اندازه شرکت | SIZE | 2817/0- | 1370/0 | 2264/4 | 0435/0 |
|  اهرم مالي | LEV | 0354/0 | 0072/0 | 7886/23 | 0000/0 |
|  بازده حقوق صاحبان سهام | ROE | 0017/0- | 0007/0 | 9836/4 | 0251/0 |
| نسبت ارزش بازار به ارزش دفتري حقوق صاحبان سهام | MTB | 0808/0 | 0366/0 | 8803/4 | 0272/0 |
|  عدم تجانس سرمايه‌گذاران | DTURN | 3216/0 | 1125/0 | 1652/8 | 0042/0 |
| ضریب تعیین مک فادن 75/0آماره LR 4091/694احتمال آماره LR 0000/0 |

همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که متغیرمستقل درصد افزایش قیمت سهام به عنوان پراکسی اعتماد به نفس بيش از حد مدیر عامل بر متغیر وابسته دوره سقوط قیمت سهام اثر منفي معني‌داري دارد (5/0 P< و ضريب بتا منفي است).

همچنين، مشاهده مي‌گردد که در اين مدل از بين متغيرهاي کنترلي P-Value متغير نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام کمتر از 5 درصد است و علامت ضريب آن مثبت است که نشان‌دهنده آن است که رابطه مثبت معني‌داري بين نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و ريسک سقوط قیمت سهام (متغير چولگی منفی بازده سهام) وجود دارد. اين نتيجه مطابق با ديدگاه خان و واتس (2009) است، که بیان کردند انتظار مي‌رود بازده سهام شرکت‌هاي با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتري حقوق صاحبان سهام بالاتر، نوسان بيشتري داشته باشد، زيرا بخش بيشتري از ارزش بازار آنها به سبب فرصت‌هاي سرمايه‌گذاري است که بازدهي آنها همواره با نوسان همراه است. در خصوص ساير متغير هاي كنترلي، متغيرهاي اندازه شركت و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه منفي معني دار و متغيرهاي اهرم مالي و عدم تجانس سرمايه گذاران رابطه منفي معني دار با دوره سفوط قيمت سهام دارند. به عبارت ديگر با افزايش اندازه شرکت و بازده حقوق صاحبان سهام، احتمال ریسک سهام و در نتیجه ریسک سقوط قیمت سهام کاهش خواهد یافت. همچنين چنانچه میزان بدهی شرکت افزایش یافته و اهرم مالی شرکت بزرگ‌تر شود، احتمال ریسک ورشکستگی و در نتیجه ریسک سقوط قیمت سهام افزایش خواهد یافت. به علاوه با افزايش نسبت حجم معاملات ماهانه سهام بر مجموع تعداد سهام منتشر شده شرکت و افزايش خرید و فروش و تقاضای سهام، ریسک سقوط قیمت سهام افزایش خواهد یافت.

**مدل دوم**

خلاصه نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها (زمانی که متغیر وابسته ریسک سقوط قیمت سهام (چولگی منفی بازده سهام) است) در نگاره (4) ارائه شده است. با توجه به آماره F و P-Value به دست آمده که کمتر از 5 درصد است مي‌توان نتيجه گرفت که کل مدل معني‌دار است. در اين مدل 73/0R2= است. به عبارت دیگر، 73 درصد از تغييرات متغير وابسته توسط متغير مستقل قابل توضيح است. افزون بر اين، عدد مربوط به دوربين واتسن مدل برابر 1/87است که نشان‌دهنده عدم وجود خطاي خودهمبستگي در مدل است

**نگاره (4): نتایج آزمون فرضیه‎ های پژوهش-الگوي داده‌های ترکیبی با اثرات تصادفی- متغیر وابسته چولگی منفی بازده سهام**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| نام متغیرها | نماد | ضریب | انحراف معیار | آماره t | ضریب معني‌داری |
| عرض از مبدا | C | 9222/0- | 6319/0 | 4596/1- | 1451/0 |
| اعتماد به نفس بيش از حد مدير اجرایی (بر اساس تعداد روزهاي افزايش و كاهش قيمت سهام) | OVERCON1 | 4771/0 | 1910/0 | 4973/2 | 0191/0 |
| اعتماد به نفس بيش از حد مدير اجرایی (براساس درصد افزايش قيمت سهام) | OVERCON2 | 5554/0- | 2699/0 | 0541/2- | 0491/0 |
| اندازه شرکت | SIZE | 5367/1- | 3587/0 | 2840/4- | 0000/0 |
| اهرم مالي | LEV | 5361/ | 1758/0 | 0496/3 | 0005/0 |
| بازده حقوق صاحبان سهام | ROE | 7081/0- | 2519/0 | 8109/2- | 0013/0 |
| نسبت ارزش بازار به ارزش دفتري حقوق صاحبان سهام | MTB | 1381/0 | 0220/0 | 2626/6 | 0000/0 |
| عدم تجانس سرمايه‌گذاران | DTURN | 4881/0 | 1810/0 | 6958/2 | 0075/0 |
|  | **دوربین واتسن:** **8739/1** | **ضریب تعیین:** **7357/0** |
|  | **آماره F: 3588/19****احتمال: 0000/0** | **ضریب تعیین تعدیل شده:** **7103/0** |

نتایج برآورد الگوی پژوهش زمانی که متغیر وابسته چولگی منفی بازده سهام است نشان می‌دهد که اثر متغیر مستقل تعداد روزهای افزایش و کاهش قیمت سهام به عنوان پراکسی اعتماد به نفس بيش از حد مدیر عامل بر متغیر وابسته چولگي منفي بازده سهام مثبت معني‌دار است ( 05/0 P< و ضريب بتا مثبت است) و نشان می‌دهد چنانچه در طول سال مالی تعداد روزهای افزایش قیمت سهام بیشتراز تعداد روزهای کاهش قیمت سهام باشد، اعتماد به نفس بیش ازحد مدیر اجرایی بوجودآمده و در نتیجه ريسك سقوط قيمت سهام افزایش خواهد یافت.

همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که اثر متغیر مستقل درصد افزایش قیمت سهام به عنوان پراکسی اعتماد به نفس بيش از حد مدیر عامل بر متغیر وابسته چولگی منفی بازده سهام منفی و معني‌دار است ( 05/0 P< و ضريب بتا منفي است).

در خصوص متغیرهای کنترلی، نتایج حاصله نشان می‌دهد که متغیر اندازه شرکت بر متغیر وابسته چولگی منفی بازده سهام اثر منفی و معني‌داری دارد، بدین معنی که چنانچه میزان فروش شرکت افزایش یافته و اندازه شرکت بزرگ تر شود، احتمال سقوط قيمت سهام کاهش خواهد یافت.

همچنین اثر متغیر ساختار بدهی یا اهرم مالی بر متغیر وابسته چولگی منفی بازده سهام مثبت و معني‌دار است و نشان می‌دهد چنانچه میزان بدهی شرکت افزایش یافته و اهرم مالی شرکت بزرگ تر شود، احتمال سقوط قيمت سهام افزایش خواهد یافت.

از طرف ديگر اثر متغیر بازده حقوق صاحبان سهام بر متغیر وابسته چولگی منفی بازده سهام منفی و معني‌دار است و نشان می‌دهد چنانچه میزان بازده حقوق صاحبان سهام شرکت افزایش یافته و سودآوری شرکت بیش‌تر شود، احتمال سقوط قيمت سهام کاهش خواهد یافت.

همچنین متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بر متغیر وابسته چولگی منفی بازده سهام اثر مثبت و معني‌داری دارد و نشان می‌دهد چنانچه میزان شکاف بین ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت افزایش یابد، ریسک مالی شرکت بزرگتر، و احتمال سقوط قيمت سهام افزایش خواهد یافت. در نهایت، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که اثر متغیر کنترلی عدم تجانس سرمایه گذاران بر متغیر چولگی منفی بازده سهام مثبت و معني‌دار است. به عبارت دیگر چنانچه نسبت حجم معاملات ماهانه سهام بر مجموع تعداد سهام منتشر شده شرکت افزایش یافته و خرید و فروش و تقاضای سهام بیشتر شود، احتمال سقوط قيمت سهام افزایش خواهد یافت.

**مدل سوم**

خلاصه نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها (زمانی که متغیر وابسته سیگمای حداکثری است) در نگاره(5) ارائه شده است. با توجه به آماره F و P-Value به دست آمده که کمتر از 5 درصد است مي‌توان نتيجه گرفت که کل مدل معني‌دار است. در اين مدل 84/0R2= است. به عبارت دیگر، 84 درصد از تغييرات متغير وابسته توسط متغير مستقل قابل توضيح است. افزون بر اين، عدد مربوط به دوربين- واتسن مدل برابر 008/2 است که نشان‌دهنده عدم وجود خطاي خودهمبستگي در مدل است.

**نگاره (5): نتایج آزمون فرضیه‎ های پژوهش-الگوي داده‌های ترکیبی با اثرات تصادفی- متغیر وابسته سیگمای حداکثری**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| نام متغیرها | نماد | ضریب | انحراف معیار | آماره t | ضریب معني‌داری |
| عرض از مبدا | C | 0466/0- | 1282/0 | 3633/0- | 7165/0 |
| اعتماد به نفس بيش ازحد مدير اجرایی (بر اساس تعداد روزهاي افزايش و كاهش قيمت سهام) | OVERCON1 | 0070/0 | 0031/0 | 2781/2 | 0378/0 |
| اعتماد به نفس بيش ازحد مدير اجرایی (براساس درصد افزايش قيمت سهام) | OVERCON2 | 1174/0- | 0439/0 | 6719/2- | 0041/0 |
| اندازه شرکت | SIZE | 0146/- | 0051/0 | 8357/2- | 0021/0 |
| اهرم مالي | LEV | 0214/0 | 0049/0 | 0298/5 | 0000/0 |
| بازده حقوق صاحبان سهام | ROE | 7620/0- | 3789/0 | 0109/2- | 0415/0 |
| نسبت ارزش بازار به ارزش دفتري حقوق صاحبان سهام | MTB | 8012/0 | 3209/0 | 4961/2 | 0076/0 |
| عدم تجانس سرمايه‌گذاران | DTURN | 8042/1 | 2379/0 | 5818/7 | 0000/0 |
|  | **دوربین واتسن:** **0089/2** | **ضریب تعیین:** **8475/0** |
|  | **آماره F: 4576/24****احتمال: 0000/0**  | **ضریب تعیین تعدیل شده:** **8289/0** |

نتایج برآورد الگوی پژوهش زمانی که متغیر وابسته سیگمای حداکثری است نشان می‌دهد كه اثر متغیر مستقل تعداد روزهای افزایش و کاهش قیمت سهام به عنوان پراکسی اعتماد به نفس بيش از حد مدیر عامل بر متغیر وابسته سیگمای حداکثری مثبت و معني‌دار است ( 05/0 P< و ضريب بتا مثبت است)، و نشان می‌دهد چنانچه در طول سال مالی تعداد روزهاي افزایش قیمت سهام بیشتر از تعداد روزهاي کاهش قیمت سهام باشد، اعتماد به نفس بیش ازحد مدیر اجرایی بوجود آمده و در نتیجه ريسك سقوط قيمت سهام افزایش خواهد یافت.

همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که اثر متغیر مستقل درصد افزایش قیمت سهام به عنوان پراکسی اعتماد به نفس بيش از حد مدیر عامل بر متغیر وابسته چولگی منفی بازده سهام منفی و معني‌دار است ( 05/0 P< و ضريب بتا منفي است).

در خصوص متغیرهای کنترلی، اثر اندازه شرکت بر متغیر وابسته سیگمای حداکثری منفی و معني‌دار است و نشان می‌دهد چنانچه میزان فروش شرکت افزایش یافته و اندازه شرکت بزرگ‌تر شود، احتمال سقوط قيمت سهام کاهش خواهد یافت.

همچنین اثر ساختار بدهی یا اهرم مالی بر متغیر وابسته سیگمای حداکثری مثبت و معني‌دار است و نشان می‌دهد چنانچه میزان بدهی شرکت افزایش یافته و اهرم مالی شرکت بزرگ تر شود، احتمال سقوط قيمت سهام افزایش خواهد یافت.

از طرف دیگر اثر متغیر بازده حقوق صاحبان سهام بر متغیر وابسته سیگمای حداکثری منفی و معني‌دار است و نشان می‌دهد چنانچه میزان بازده حقوق صاحبان سهام شرکت افزایش یافته و سودآوری شرکت بیش تر شود، احتمال سقوط قيمت سهام کاهش خواهد یافت.

همچنین متغیر کنترلی نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بر متغیر وابسته سیگمای حداکثری اثر مثبت و معني‌دار دارد و نشان می‌دهد چنانچه میزان شکاف بین ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت افزایش یابد، احتمال سقوط قيمت سهام افزایش خواهد یافت.

در نهایت اثر متغیر کنترلی عدم تجانس سرمایه گذاران بر متغیر وابسته سیگمای حداکثری مثبت و معني‌دار است و نشان می‌دهد چنانچه نسبت حجم معاملات ماهانه سهام بر مجموع تعداد سهام منتشر شده شرکت افزایش یافته و خرید و فروش و تقاضای سهام بیشتر شود، احتمال سقوط قيمت سهام افزایش خواهد یافت.

**مدل چهارم**

خلاصه نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها (زمانی که متغیر وابسته نوسان پایین به بالا است) در نگاره 6 ارائه شده است. با توجه به آماره F و P-Value به دست آمده که کمتر از 5 درصد است مي‌توان نتيجه گرفت که کل مدل معني‌دار است. در اين مدل 91/0R2= است. به عبارت دیگر، 91 درصد از تغييرات متغير وابسته توسط متغير مستقل قابل توضيح است. افزون بر اين، عدد مربوط به دوربين- واتسن مدل برابر 28/2 است که نشان‌دهنده عدم وجود خطاي خودهمبستگي در مدل است.

نتایج برآورد الگوی پژوهش زمانی که متغیر وابسته نوسان پایین به بالا است نشان می‌دهد که اثر متغیر مستقل تعداد روزهای افزایش و کاهش قیمت سهام به عنوان پراکسی اعتماد به نفس بيش از حد مدیر عامل بر متغیر وابسته نوسان پایین به بالا مثبت و معني‌دار است ( 05/0 P< و ضريب بتا مثبت است)، و نشان می‌دهد چنانچه در طول سال مالی تعداد روزهای قیمت سهام بیشتر از تعداد روزهای کاهش قیمت سهام باشد، اعتماد به نفس بیش ازحد مدیر اجرایی بوجود آمده و در نتیجه ریسک سقوط قيمت سهام افزایش خواهد یافت.

همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که اثر متغیر مستقل درصد افزایش قیمت سهام به عنوان پراکسی اعتماد به نفس بيش از حد مدیر عامل بر متغیر وابسته نوسان پایین به بالا منفی و معني‌دار است ( 05/0 P< و ضريب بتا منفي است.

**نگاره (6): نتایج آزمون فرضیه‎ های پژوهش الگوي داده‌های ترکیبی با اثرات ثابت متغير وابسته نوسان پایین به بالا**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| نام متغیرها | نماد | ضریب | انحراف معیار | آماره t | ضریب معني‌داری |
| عرض از مبدا | C | 3672/3- | 2500/0 | 4681/13- | 0000/0 |
| اعتماد به نفس بيش ازحد مدير اجرایی (بر اساس تعداد روزهاي افزايش و كاهش قيمت سهام) | OVERCON1 | 2318/0 | 0693/0 | 3436/3 | 0001/0 |
| اعتماد به نفس بيش ازحد مدير اجرایی (براساس درصد افزايش قيمت سهام) | OVERCON2 | 0916/0- | 0122/0 | 5106/7- | 0000/0 |
| اندازه شرکت | SIZE | 1035/0- | 0463/0 | 2361/2- | 0330/- |
| اهرم مالي | LEV | 0917/0 | 0160/0 | 7066/5 | 0000/0 |
| بازده حقوق صاحبان سهام | ROE | 0701/0- | 0318/0 | 1994/2- | 0391/0 |
| نسبت ارزش بازار به ارزش دفتري حقوق صاحبان سهام | MTB | 0030/0 | 0010/0 | 8266/2 | 0093/0 |
| عدم تجانس سرمايه‌گذاران | DTURN | 1349/1 | 5659/0 | 0053/2 | 0421/0 |
|  | **دوربین واتسن:** **2820/2** | **ضریب تعیین:** **9193/0** |
|  | **آماره F:5390/1****احتمال: 0041/0** | **ضریب تعیین تعدیل شده:** **8918/0** |

در خصوص متغیرهای کنترلی نتایج پژوهش نشان می‌دهد که اثر متغیر کنترلی اندازه شرکت بر متغیر وابسته نوسان پایین به بالا، منفی و معني‌دار است و نشان می‌دهد چنانچه میزان فروش شرکت افزایش یافته و اندازه شرکت بزرگ تر شود، احتمال سقوط قيمت سهام کاهش خواهد یافت.

همچنین اثر متغیر کنترلی ساختار بدهی یا اهرم مالی بر متغیر وابسته نوسان پایین به بالا، مثبت و معني‌دار است و نشان می‌دهد چنانچه میزان بدهی شرکت افزایش یافته و اهرم مالی شرکت بزرگ تر شود، احتمال سقوط قيمت سهام افزایش خواهد یافت.

از طرف دیگر متغیر بازده حقوق صاحبان سهام بر متغیر وابسته نوسان پایین به بالا، اثر منفی و معني‌دار دارد و نشان می‌دهد چنانچه میزان بازده حقوق صاحبان سهام شرکت افزایش یافته و سودآوری شرکت بیش‌تر شود، احتمال سقوط قيمت سهام کاهش خواهد یافت.

به علاوه اثر متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بر متغیر نوسان پایین مثبت و معني‌دار است و نشان می‌دهد چنانچه فاصله بین ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت افزایش یابد، احتمال سقوط قيمت سهام افزایش خواهد یافت.

در نهایت نتایج حاصله نشان می‌دهد که اثر متغیر کنترلی عدم تجانس سرمایه‌گذاران بر متغیر وابسته نوسان پایین به بالا مثبت و معني‌دار است و نشان می‌دهد چنانچه نسبت حجم معاملات ماهانه سهام بر مجموع تعداد سهام منتشر شده شرکت افزایش یافته و خرید و فروش و تقاضای سهام بیشتر شود، احتمال سقوط قيمت سهام افزایش خواهد یافت.

**نتیجه گیری وبحث**

در این پژوهش به بررسی ارتباط بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های 1388 الی 1395 پرداخته شد.

 متغير وابسته، ریسک سقوط قیمت سهام است كه برای ارزیابی آن از چهار معیار چولگی منفی بازده سهام، سیگمای حداکثری، نوسان پایین به بالا و دوره سقوط قیمت سهام استفاده شد. متغير مستقل نيز اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی است که با دو شاخص تعداد روزهای افزایش و کاهش قیمت سهام و درصد افزایش قیمت سهام مورد بررسی گرفت. برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از مدل‌های رگرسیونی استفاده گردید. لازم به ذکر است که زماني كه متغير وابسته دوره سقوط قيمت سهام است که یک متغیر دو وجهی است، از الگوي لاجيت (رگرسیون لجستیک)، و زماني كه متغير وابسته چولگي منفي بازده سهام، سيگماي حداکثري، و نوسان پايين به بالا باشد، از الگوی داده‌هاي تابلويي (پنل دیتا) استفاده شد.

نتایج برآورد الگوهای لاجیت و داده‌های ترکیبی نشان می دهد که در هر 4 مدل متغیر مستقل تعداد روزهای افزایش و کاهش قیمت سهام به عنوان پراکسی اعتماد به نفس بيش از حد مدیر عامل بر ریسک سقوط قیمت سهام اثر مثبت و معني‌داری دارد. به عبارت دیگر چنانچه در طول سال مالی تعداد روزهای قیمت سهام بیشتر از تعداد روزهای کاهش قیمت سهام باشد، اعتماد به نفس بیش ازحد مدیر اجرایی بوجود آمده و در نتیجه ریسک سقوط قيمت سهام افزایش خواهد یافت. اين شواهد مطابق با مباني نظـري حـاكم بـر موضـوع پـژوهش مي‌باشد. اطمينان بيش از حد يك از تورش‌هاي رفتـاري و عوامـل روانشـناختي اسـت كـه از خوش بيني نشأت مي‌گيرد. وجود اين خصيصه رفتاري در انديشه مديران سبب مي‌شود تا آنها به طور اشتباه بازده حاصل از پروژه‌هاي جديد سرمايه‌گذاري را بيش از حد تخمين زده و پس از شروع اين پروژه‌ها نیز علی‌رغم مشاهده عملكرد منفي همچنان نسـبت بـه آينـده خـوش بين باشند. تداوم به فعاليت چنين پروژه‌هايي و عدم افشاي اطلاعات صحيح در مورد آن‌ها كـه در خيال مديريت به منظور حداكثر نمودن منافع سهامداران انجام مي‌گيرد، در نهايت منجر مي‌شود تا عملكرد منفي و اخبار بد آن به يكباره در سررسيد نمايان شده و سبب كاهش شـديد قيمـت سهام شركت گرد. يافته پـژوهش حاضـر بـا نتايج پژوهش كيم و همكاران (2014) سازگاري داشته و همچنين مشابه با نتايج بدسـت آمـده در پژوهش‌هاي مالمندير و ميت (2008)، فروغي و نخبه فلاح (1393)، فروغی و قاسم زاد (1394) مي‌باشد.

از طرف دیگر، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که اثر متغیر مستقل درصد افزایش قیمت سهام به عنوان پراکسی اعتماد به نفس بيش از حد مدیر عامل بر ریسک سقوط قیمت سهام منفی و معني‌دار است.

در خصوص متغیرهای کنترلی نتایج پژوهش نشان می‌دهد که اثر متغیر کنترلی اندازه شرکت بر ریسک سقوط قیمت سهام، منفی و معني‌دار است و نشان می‌دهد چنانچه میزان فروش شرکت افزایش یافته و اندازه شرکت بزرگ تر شود، احتمال سقوط قيمت سهام کاهش خواهد یافت. نتایج مطابق با مطالعه کيم و ژانگ (2002) می‌باشد. همچنین اثر متغیر کنترلی ساختار بدهی یا اهرم مالی بر متغیر وابسته نوسان پایین به بالا، مثبت و معني‌دار است و نشان می‌دهد چنانچه میزان بدهی شرکت افزایش یافته و اهرم مالی شرکت بزرگ تر شود، احتمال سقوط قيمت سهام افزایش خواهد یافت. نتایج مطابق با مطالعه خان و واتس (2009) می‌باشد.

از طرف دیگر متغیر بازده حقوق صاحبان سهام بر متغیر وابسته نوسان پایین به بالا، اثر منفی و معني‌دار دارد و نشان می‌دهد چنانچه میزان بازده حقوق صاحبان سهام شرکت افزایش یافته و سودآوری شرکت بیش‌تر شود، احتمال سقوط قيمت سهام کاهش خواهد یافت. نتایج مطابق با مطالعه هاتن و همکاران (2009) می‌باشد. به علاوه اثر متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بر متغیر نوسان پایین مثبت و معني‌دار است و نشان می‌دهد چنانچه فاصله بین ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت افزایش یابد، احتمال سقوط قيمت سهام افزایش خواهد یافت. نتایج مطابق با مطالعه خان و واتس (2009) می‌باشد. در نهایت نتایج حاصله نشان می‌دهد که اثر متغیر کنترلی عدم تجانس سرمایه‌گذاران بر متغیر وابسته نوسان پایین به بالا مثبت و معني‌دار است و نشان می‌دهد چنانچه نسبت حجم معاملات ماهانه سهام بر مجموع تعداد سهام منتشر شده شرکت افزایش یافته و خرید و فروش و تقاضای سهام بیشتر شود، احتمال سقوط قيمت سهام افزایش خواهد یافت. این نتایج مطابق با مطالعات بوش (2001) و هانگ و استین( 2003) می‌باشد.

فهرست منابع

حیدری، مهدی (1393). «بررسی تاثیر عامل رفتاری اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر چسبندگی هزینه ها:نقش تعدیلی عوامل اقتصادی وعوامل مبتنی بر نظریه نمایندگی در آن»،بررسی های حسابداری وحسابرسی،دوره21،شماره2،صص172-151.

دیانتی، زهرا، لطفی، محسن، آزادبخش، کسری (1391). «تأثير مديريت سرمايه در گردش مبتني بر چرخه تبديل نقدي «گيتمان» بر كاهش ريسك سقوط (ريزش) قيمت سهام»، فصلنامه علمي پژوهشي دانش حسابداري و حسابرسي مديريت، سال 1، شماره 4، صص 64-55.

عربصالحی ، مهدی؛ امیری ، هادی؛ کاظمی نوری، سپیده (1393). " [بررسی تاثير اعتماد به نفس بيش از حد مديران ارشد بر حساسيت سرمايه گذاری جريان‌های نقدی](http://uijs.ui.ac.ir/far/files/site1/user_files_fdbc4f/mehdiarabsalehi-A-10-152-2-a6fd77f.pdf)"، پژوهش های حسابداری مالی، ش 2، صص128-115.

فروغی ، داریوش؛ قاسم‌زاد ، پیمان (1394). " تاثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام "، دانش حسابداری مالی، ش 2، صص72-55.

فروغی، داریوش، امیری، هادی، میرزایی، منوچهر (1390)، [تأثیر شفاف نبودن اطلاعات مالی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران](http://uijs.ui.ac.ir/far/files/site1/user_files_fdbc4f/niloufar-A-10-12-1-0fa2a5e.pdf)، مجله پژوهش هاي حسابداري مالي، سال سوم، شماره چهارم، شماره پياپي (10)، صص 40-15.

مردای، جواد، ولی پور، هاشم، قلمی، مرجان (1390). تأثير محافظه كاري حسابداري بر كاهش ريسك سقوط قيمت سهام، فصلنامه علمي پژوهشي حسابداري مديريت، سال چهارم، شماره يازدهم، صص 106-93.

ودیعی نوقابی ، محمد حسین؛ رستمی ، امین (1393). " بررسی تأثیر نوع مالکیت نهادي بر ريسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران "، حسابداری مالی، ش 23، صص 66-43.

Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2013). Managerial overconfidence and accounting conservatism. Journal of Accounting Research, 51(1), 1-30.

 Andriosopoulos, D. , Andriosopoulos, K. & Hoque, H. (2013) Information disclosure, CEO overconfidence, and share buyback completion rates, Journal of Banking & Finance, 37, pp 5486–5499.

Bradshaw, M. T., Hutton, A. P., Marcus, A. J., H. Tehranian (2010). “Opacity, Crashes, and the Option Smirk Curve.” SSRN elibrary.

Callen, J. L., and Fang, X. (2013). “Institutional Investor stability and Crash Risk: Monitoring or Expropriation?” Journ al of Banki ng & Finance.

Chen, C. X. , Gores, T. , Nasev, J. (2013). Managerial Overconfidence and Cost Stickiness Working Paper, Available at SSRN: [http://ssrn. com/abstract](http://ssrn.com/abstract)= 2208622.

Chen, C. X., Gores, T. , Nasev, J. (2013). Managerial Overconfidence and Cost Stickiness Working Paper, Available at SSRN: [http://ssrn. com/abstract](http://ssrn.com/abstract)= 2208622

Chen, J., Hong, H., Stein, J. )2001(. “Forecasting Crashes: Trading Volume, Past Returns, and Conditional Skewness in Stock Prices.” Journal of Financial Economics, Vol. 61, pp. 345–381.

Chen, K.-P., Chu, C.Y.C., (2005). Internal control versus external manipulation: a model of corporate income tax evasion. The RAND Journal of Economics, 36, 151–164.

Chen, S., Chen, X., Cheng, Q. and Shevlin, T., (2010). Are Family Firms More Tax Aggressive than Non-Family Firms? Journal of Financial Economics, 95, 41–61.

Han, S., Lai, C. G., & Ho, C. L. (2015, August). CEO confidence or overconfidence? The impact of CEO overconfidence on risk taking and firm performance in the US property-liability insurance companies. In Third World Risk and Insurance Economics Congress (WRIEC). Retrieved from http://www. wriec. net/wp-content/uploads/2015/07/3C2\_Han. pdf [Google Scholar].

## Hong, H. and J. C. Stein (2003). “Differences of Opinion, Short-sales Constraints, and Market Crashes.” The Review of Financial and Studies, Vol. 16, No. 2, pp. 487-525.

Huang, W. , Jiang F., Liu, Z., and Zhang M. (2011). Agency cost, top executives' overconfidence, and investment-cash flow sensitivity .Evidence from listed companies in China. Pacific-Basin Finance Journal. 19, 261-277.

Hutton, A. , A. Marcus, et al. (2009). "Opaque financial reports and the distribution of stock returns. " Journal of financial Economics 94: 67-86.

Hutton, A.P., Marcus, A.J. and Tehranian, H., (2009). Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk. Journal of Financial Economics, 94, 67-86.

Jin, L. , Myers, C. S. (2006),"R2 around the world: New theory and new tests", Journal of Financial Economics, 79, 257- 292.

Jin, L., Myers, C.S., (2006). R2 around the world: new theory and new tests. Journal of Financial Economics, 79, 257–292.

Kama, I. & Weiss, D. (2012). Do Earnings Targets and Managerial Incentives Affect Sticky Costs? Journal of Accounting Research forthcoming, 51 (1): 201-224.

Khan, M. and R. L. Watts (2009). “Estimation and Empirical Properties of a Firm-Year Measure of Accounting Conservatism.” Journal of Accounting and Economics, Vol. 48, pp. 132-150.

Kiabel, B.D., & N. G. Nwokah, (2009). Curbing Tax Evasion and Avoidance in Personal Income Tax Administration: A Study of the South-South States of Nigeria. European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences

Kim, J. B. and L. Zhang (2010). "Does accounting conservatism reduce stock price crash risk? firm-level evidence. " Unpublished working paper. City University of Hong Kong.

Kim, J.B., Li, Y. and Zhang, L., (2011). Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Analysis. Journal of Financial Economics, 100, 639–662.

Kim, J.-B., Zhang, L., (2010). Does accounting conservatism reduce stock price crash risk? Firm-level evidence. Unpublished Working Paper, City University of Hong Kong.

Kothari, S. P. , Shu, S. , Wysocki, P. D. , (2009b). Do Managers Withhold Bad News? Journal of Accounting Research, 47, 241- 276.

Kramer, L. A and Liao, C. M. (2012). The Cost of False Bravado: Management Overcon\_dence and its Impact on Analysts' Views. North American Finance Conference.

Levin, A., Lin, C. F., & Chu, J. (2002). Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite Sample Properties. Journal of Econometrics. No.108, pp. 1-24.

Malmendier, U. , and Tate, G. (2005). Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence. European Financial Management. 11(5): 649–659.

**Abstract**

In this study, the effect of CEO overconfidence on stock prices crash risk of companies listed in Tehran stock exchange was investigated based on data from70 companies during the years 2009-2015.

In this regard a main hypothesis and four sun-hypotheses were developed and for testing hypotheses, logistic regression and panel data were used. The results show that the effect of in dependent variable of CEO overconfidence (raising and low erring the number of days the stock price) on the dependent variable of stock price crash risk is significant and positive. the results also show that the number of days a company’s stock price increase in more that the decline days, the confidence excessive executive director of the physics will increase and thus the risk of stock and therefore increase the risk of falling stock prices. On the other hand, excessive confidence management (percent stock price) on the risk of falling stock prices is negatively and significantly.

**Key words**: CEO overconfidence, stock prices crash risk, logistic regression, and panel data.