

مجله‌ی پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز

دوره‌ی نهم، شماره‌ی اول، بهار و تابستان ۱۳۹۶، پیاپی ۷۲/۳، صفحه‌های ۹۹-۱۲۴

(مجله‌ی علوم اجتماعی و انسانی پیشین)

بررسی اثر اطمینان بیش‌ازحد مدیریت بر ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک

پگاه گروه‌ای

دکتر غلامرضا سلیمانی امیری

دانشگاه الزهراء^(س)

چکیده

اطمینان بیش‌ازحد یا فرا اطمینانی یکی از مهم‌ترین مفاهیم مالی رفتاری مدرن است که سبب می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش‌ازحد تخمین بزند و پیش‌بینی وی از احتمال وقوع پدیده‌ها خیلی افراطی یا خیلی تفریطی باشد. اطمینان بیش‌ازحد مدیر می‌تواند بر سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و سیاست‌های تقسیم سود شرکت اثر بگذارد. هدف پژوهش حاضر بررسی اثر اطمینان بیش‌ازحد مدیر بر ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک است. بدین منظور ۱۲۰ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه‌ی زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۴ بررسی شده‌اند. اطمینان بیش‌ازحد توسط مدل بیدل، هیلاری و وردی (۲۰۰۸) مبتنی بر بیش‌سرمایه‌گذاری اندازه‌گیری می‌شود. ضریب بتا شاخص ریسک سیستماتیک تلقی شده و از انحراف معیار باقیمانده‌ی رگرسیون CAPM، برای سنجش ریسک غیر سیستماتیک استفاده می‌شود. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین اطمینان بیش‌ازحد مدیر و ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

کلیدواژه‌ها: اطمینان بیش‌ازحد مدیر، ریسک، ریسک سیستماتیک، ریسک غیرسیستماتیک.

دانشیار رشته حسابداری

** کارشناسی ارشد حسابداری (نویسنده مسئول): pe_gerveie@yahoo.com

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۱۰/۴

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۸/۲

۱. مقدمه

در طی دهه‌ی اخیر اندیشمندان مالی جهان سعی در تبیین و یافتن علل موارد خاص با کمک گرفتن از سایر علوم همانند روانشناسی و علوم اجتماعی بوده‌اند. یکی از مطالعاتی که در این زمینه به سرعت گسترش یافت و تا حدودی توانست پدیده‌های مذکور را تبیین کند، ادغام نظریه‌های اقتصادی با نظریه‌های رایج در روانشناسی بود که موجب شکل‌گیری شاخه‌ی مطالعاتی مستقلی در دانش مالی باعنوان مالی رفتاری شد. اندیشمندان این رشته بیان می‌کنند که مالی رفتاری می‌تواند بیان‌کننده‌ی علت برخی استثنای‌های تجربی موجود در نظریه‌های رایج مالی باشد؛ زیرا گاهی افراد تحت تأثیر احساساتشان، رفتاری کاملاً متفاوت با منطق اقتصادی از خود نشان می‌دهند؛ بنابراین درک آثار ویژگی‌های شخصیتی افراد بر سازمان از اهمیت بسزایی برخوردار است. (خواجوی و همکاران، ۱۳۹۴).

۲. اهداف پژوهش و ضرورت آن

تحقیق پیرامون مالی رفتاری و بالأخص اطمینان بیش‌ازحد طی چند سال اخیر ازجمله حوزه‌های بااهمیت تحقیقات دانشگاهی در جهان بوده است؛ اما این مبحث در ایران جزء موضوعات نسبتاً جدید محسوب می‌شود. این در حالی است که ساختارهای خاص فرهنگی در ایران لزوم شناخت تئوری‌ها و مدل‌های تحلیلی مالی رفتاری را اجتناب‌ناپذیر می‌کند. به‌خصوص اینکه چنین موضوعی برای بسیاری از فعالان حوزه‌ی مالی، قلمرو ناشناخته‌ای بوده و آن‌ها لزوماً برای مقابله با چالش‌های پیش‌روی آن به‌خوبی تجهیز نیستند. مالی رفتاری کمک می‌کند تا با فرموله کردن مدل‌های رفتاری، بهتر بتوانیم شرایط شرکت‌ها و بازار را شناخته و در رفع برخی تنگناهای ناشی از الگوهای رفتاری بهتر عمل کنیم.

۳. بیان مسئله پژوهش

اطمینان بیش‌ازحد^۱ یا فرا اطمینانی یکی از مهم‌ترین مفاهیم مالی رفتاری مدرن است که سبب می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش‌ازحد و ریسک‌ها را کمتر از حد تخمین بزند، در مورد توانایی‌های خود در کنترل وقایع و رویدادها مبالغه کند و احساس کند روی مسائل

کنترل دارد؛ درحالی که ممکن است درواقع این گونه نباشد. (استیت من و همکاران، ۲۰۰۵؛ مالمندیر و تیت، ۲۰۰۸؛ احمد و دوئلمن، ۲۰۱۳ و قالیباف و سرابی، ۱۳۸۹).

عملکرد یک مدیر فرا اطمینانی از جهات مختلفی قابل بررسی است؛ زیرا این ویژگی رفتاری مدیر بر بسیاری از تصمیمات و سیاست‌های وی اثرگذار است. در این پژوهش قصد بر این است که اثر اطمینان بیش از حد مدیر بر ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک سهام شرکت بررسی شود. از عوامل مؤثر در انتخاب سرمایه‌گذاری، توجه سرمایه‌گذار به ریسک و بازده است. سرمایه‌گذاران سعی دارند منابع مالی خود را به سویی سوق دهند که کمترین ریسک و بیشترین بازده را داشته باشد. (احمدپور و جمکرانی، ۱۳۸۴). ریسک را میزان اختلاف میان بازده واقعی سرمایه‌گذاری با بازده مورد انتظار تعریف می‌کنند. انواع ریسک از دیدگاه عوامل ایجادکننده آن عبارت‌اند از ریسک سیستماتیک و ریسک غیر سیستماتیک. ریسک غیر سیستماتیک آن قسمت از تغییرپذیری در بازده کل اوراق بهادار است که منحصر به اوراق بهادار یا شرکت خاصی بوده و سرمایه‌گذاران می‌توانند با تنوع‌بخشی به پرتفوی خود آن را کاهش دهند. این واقعیت که امروز تعداد صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری نسبت به سهام انفرادی رو به افزایش است تلویحاً نشانگر اهمیت ریسک غیر سیستماتیک است (بالی و هواکیمیان، ۲۰۰۸ و عرب مازار و دولو، ۱۳۹۱). از طرفی اصل تنوع بخشیدن به سرمایه‌گذاری‌ها باعث می‌شود که در تئوری سرمایه‌گذاری برای اوراق بهادار، یک معیار مهم ریسک مطرح شود که آن را بتا می‌نامند و بدان وسیله حرکت هم‌زمان تغییرات در قیمت یک برگ اوراق بهادار و تغییرات در ارزش بازار پرتفوی را محاسبه می‌کنند (اسکات^۲، ۱۳۹۰). ضریب بتا یک سهم شاخص ریسک سیستماتیک تلقی می‌شود و هدف آن محاسبه‌ی ریسک سیستماتیک سهام (و یا یک مجموعه از دارایی‌های مالی) است؛ زیرا می‌توان با استفاده از آن نرخ بازده یک سهم را با نرخ بازده کل بازار سهام مقایسه کرد. در فرضیه‌ی اول این پژوهش ارتباط بین اطمینان بیش از حد مدیر و ریسک سیستماتیک و در فرضیه‌ی دوم ارتباط بین اطمینان بیش از حد مدیر و ریسک غیر سیستماتیک بررسی خواهد شد.

۴. مبانی نظری پژوهش

اطمینان بیش‌ازحد یا فرا اطمینانی را می‌توان اعتقادی بی‌اساس درباره‌ی توانایی‌های شناختی، قضاوت‌ها و استدلال شهودی فرد تعریف کرد. مفهوم فرا اطمینانی در مجموعه‌ی وسیعی از بررسی‌ها و آزمایش‌های روان‌شناسانه بررسی شده است که نشان می‌دهد افراد هم درباره‌ی توانایی‌هایشان در پیش‌بینی و هم درباره‌ی دقت اطلاعاتشان، برآوردی بیش‌ازاندازه دارند. همچنین در تخمین اطلاعات ضعیف عمل می‌کنند و اغلب رویدادهایی با احتمال وقوع بسیار کمتر از صد در صد را حتمی می‌دانند (پمپین^۳، ۱۳۸۸ و احمد و دوئلمن^۴، ۲۰۱۳).

در ادبیات مالی، یک مدیر فرا اطمینانی مدیری است که به‌طور سیستماتیک بازده آینده‌ی شرکت و یا احتمال و تأثیر وقایع مطلوب بر جریان نقد شرکت را بالاتر از واقعیت و احتمال و تأثیر وقایع منفی و نامطلوب بر جریان نقدی شرکت را پایین‌تر از واقعیت تخمین می‌زند (مالمندیار و تیت^۵، ۲۰۰۸ و احمد و دوئلمن^۶، ۲۰۱۳). خوش‌بینی مدیر نیز می‌تواند عاملی برای افزایش اطمینان بیش‌ازحد وی باشد؛ زیرا باعث می‌شود مدیر قابلیت‌های خود و یا شرکت را برای رسیدن به اهداف، بیش از واقع در نظر بگیرد (استیت‌من^۷ و همکاران، ۲۰۰۵). البته این مسئله می‌تواند منجر به این شود که مدیر روحیه‌ی خود را در شرایط سخت و رقابتی حفظ کند. (جهانخانی و همکاران، ۱۳۸۸).

عملکرد یک مدیر فرا اطمینانی از جهات مختلفی قابل بررسی است؛ زیرا این ویژگی رفتاری مدیر بر بسیاری از تصمیمات و سیاست‌های وی اثرگذار است. تحقیقات قبلی در سایر کشورها نشان می‌دهد که اطمینان بیش‌ازحد مدیر می‌تواند بر سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و سیاست‌های تقسیم سود شرکت اثرگذار باشد (به‌عنوان مثال مالمندیار و تیت، ۲۰۰۸؛ کوردیرو^۷، ۲۰۰۹؛ دشماخ^۸ و همکاران، ۲۰۱۰؛ مالمندیار و همکاران، ۲۰۱۱؛ هیرشلیفر و همکاران، ۲۰۱۲). اطمینان بیش‌ازحد می‌تواند فوایدی در پی داشته باشد. به‌عنوان مثال ایجاد انگیزه‌ی ریسک‌پذیری در مدیران فرا اطمینانی نسبت به سایر مدیران آسان‌تر و کم‌هزینه‌تر است؛ اما این فرا اطمینانی ممکن است موجب ریسک‌پذیری بیش‌ازحد آنان شده و باعث گرفتن تصمیماتی شود که اثرات سوئی بر ارزش شرکت دارند و در نتیجه تأمین مالی برای شرکت پرهزینه‌تر شود (مالمندیار و تیت، ۲۰۰۵ و ۲۰۰۸؛ بن دیوید و همکاران ۲۰۱۰ و احمد و دوئلمن^۹، ۲۰۱۳).

انواع اطمینان بیش از حد:

- ۱- درجه بندی نادرست: رایج ترین نوع اطمینان بیش از حد در ادبیات مالی درجه بندی نادرست است که در آن افراد معمولاً دقت دانش خود را بیشتر و ریسک و واریانس متغیرهای تصادفی را کمتر از آنچه هست تخمین می زنند (لیچتستین^۹ و همکاران، ۱۹۸۲)؛
- ۲- ارزش مثبت و غیرواقعی از خود یا اثر بالاتر از میانگین: در این نوع از فرا اطمینانی، افراد مهارت های خود را بیش از آنچه هست تخمین می زنند (گرین والد^{۱۰}، ۱۹۸۰)؛
- ۳- توهم کنترل یا خوش بینی غیرواقع بینانه: سبب می شود انسان احساس کند روی مسائل کنترل دارد و یا حداقل می تواند بر آن ها تأثیر بگذارد و در نتیجه احتمال موفقیت خود را بیش از آنچه هست تخمین بزند (لانگر^{۱۱}، ۱۹۷۵).

ریسک در لغت به مفهوم احتمال یا امکان تحقق یافتن انتظارات، بروز خطر یا روبرو شدن با خطر، صدمه دیدن، کاهش درآمد و زیان دیدن است (شاهرخی، ۱۳۸۵ و سلیمانی امیری و اسلامی، ۱۳۹۳). در تعریف دیگر ریسک به عنوان انحراف از پیشامدهای ممکن که در یک موقعیت وجود دارد تعریف شده است (شی^{۱۲} و همکاران، ۲۰۰۷؛ ویلیامز و هینز^{۱۳}، ۱۳۸۵). ریسک یا خطرپذیری یک مفهوم کیفی است و نشانگر عدم اطمینان نسبت به انتظارات آینده است که می تواند نگرانی هایی را نسبت به آینده برای سرمایه گذاران ایجاد کند. سرمایه گذاران می کوشند منابع مالی خود را در جایی سرمایه گذاری کنند که بیشترین بازده و کمترین ریسک را داشته باشد؛ بنابراین شرکت ها باید در کنار تمرکز بر سود، بر ریسک نیز به عنوان عامل محدودکننده حد اکثر شدن بازده نیز توجه کرده و آن را مدیریت کنند (خلیفه سلطانی و پیرهادی، ۱۳۹۱). برخلاف بازده، ریسک مفهومی ذهنی و غیر کمی است. به همین دلیل تلاش بسیاری از صاحب نظران اقتصادی و مالی بر شناخت و اندازه گیری ریسک متمرکز شده است. بر اساس نظریه ی نوین پرتفوی، ریسک به دو بخش تقسیم می شود: ریسک سیستماتیک و ریسک غیر سیستماتیک.

ریسک سیستماتیک: انحراف در بازده مورد انتظار که با عوامل بیرون از شرکت (بازار و عوامل اقتصادی) مرتبط است و تحت کنترل مدیریت شرکت نیست به عنوان ریسک سیستماتیک یا ریسک عمومی تعریف می شود. ریسک سیستماتیک شامل تورم، رونق، نرخ ارز،

نرخ بهره، عوامل سیاسی و غیره است و با ضریب بتا یا ضریب حساسیت برای ریسک یک دارایی مالی موردسنجش قرار می‌گیرد (رهنما، ۱۳۸۷ و سلیمانی امیری و اسلامی، ۱۳۹۳)؛ بنابراین در این نظریه ریسک هر دارایی با بتای آن که معیار ریسک سیستماتیک است، اندازه‌گیری می‌شود. بتا یکی از پرکاربردترین و پذیرفته‌شده‌ترین ابزار اقتصاددانان مالی و متخصصان بازار برای سنجش و مدیریت ریسک است و نشان‌دهنده‌ی آن مقدار از ریسک سیستماتیک است که در یک سهم از پرتفوی وجود دارد (مایلز^{۱۴}، ۱۹۸۶ و اسکات، ۱۳۹۰)؛ به عبارت دیگر بتا بیانگر پراکندگی بازده سهام شرکت در مقایسه با بازده سهام سایر شرکت‌های موجود در بازار است (مایلز، ۱۹۸۶ و هانگ و سارکار^{۱۵}، ۲۰۰۷). اگر بتای سهام یک شرکت زیاد باشد، در صورت تغییر شرایط بازار، نرخ بازده سهام شرکت دستخوش تغییرات شدیدی قرار می‌گیرد. بتای معمولی بازار برابر ۱ است. سهام شرکت‌هایی که بتای آن‌ها بیشتر از ۱ است، سهام پر ریسک‌تری هستند که پراکندگی بازده آن‌ها زیاد است و برعکس سهامی که بتای آن‌ها کمتر از ۱ است، سهام کم ریسک‌تری هستند (خلیفه سلطانی و پیرهادی، ۱۳۹۱).

ریسک غیر سیستماتیک: انحراف در بازده مورد انتظار که با عوامل تحت کنترل مدیریت (عوامل داخل شرکت) مرتبط است ریسک غیر سیستماتیک نامیده می‌شود. به این نوع ریسک، ریسک خاص شرکت نیز می‌گویند؛ زیرا علاوه بر وجود عوامل مشترک در کل سیستم اقتصادی، عوامل خاص شرکت هم وجود دارند که فقط بر بازده همان شرکت اثر می‌گذارند؛ مانند توان و سبک مدیریت شرکت، ساختار سازمان، نوع محصول، فرایند تولید، قیمت محصول و ...؛ بنابراین سرمایه‌گذاران می‌توانند با تنوع‌بخشی به پرتفوی خود آن را کاهش دهند. برای محاسبه‌ی ریسک غیر سیستماتیک می‌توان از روش‌های مالی و غیرمالی نظیر نسبت‌های مالی، شاخص‌های بهره‌وری، عملکرد و ... استفاده کرد (رهنما، ۱۳۸۷ و سلیمانی امیری و اسلامی، ۱۳۹۳).

اثر اطمینان بیش‌ازحد بر ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک

به‌طور کلی می‌توان گفت اطمینان بیش‌ازحد رفتار ریسک‌پذیری را تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ زیرا مدیران منطقی سعی می‌کنند با پذیرش حداقل میزان ریسک، حداکثر بازدهی را

کسب کنند. در حالی که مدیران دارای فرا اطمینانی منطقی عمل نکرده و سطح ریسک پذیرفته‌شده‌ی خود را به‌طور نادرست تعبیر و تفسیر می‌کنند.

ارتباط اطمینان بیش‌ازحد مدیر و ریسک سیستماتیک: همان‌طور که پیش‌تر به آن اشاره شد، اطمینان بیش‌ازحد مدیر بر مدیریت ریسک شرکت اثرگذار است. همچنین وی را ترغیب به بیش سرمایه‌گذاری می‌کند و نیز باعث می‌شود که بازده آتی پروژه‌های فعلی شرکت را دست بالا تخمین زده و ارزش حقوق صاحبان سهام شرکت را بیش از ارزش ذاتی آن در نظر بگیرد. به‌علاوه چنین مدیری تمایل به بیش نمایی ارزش دارایی‌ها و کم نمایی ارزش بدهی‌ها دارد. این مسائل ساختار سرمایه‌ی شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. از آنجاکه ساختار سرمایه‌ی شرکت و افزایش یا کاهش توانایی‌های شرکت در مدیریت ریسک می‌تواند بر رابطه‌ی بین بازده سهام یک شرکت و بازده بازار و در نتیجه بر مقدار بتای شرکت‌ها اثر بگذارد (اسکات، ۱۳۹۰) می‌توان پیش‌بینی کرد که بین اطمینان بیش‌ازحد مدیر و ریسک سیستماتیک اوراق بهادار شرکت رابطه‌ی معناداری وجود داشته باشد. علاوه بر موارد فوق مطالعات قبلی نشان داده است که ارزش جاری شرکت، واریانس بازده شرکت، ارزش دفتری بدهی، متغیرهای اهرمی، نوسان سود و اختیار رشد نیز رابطه‌ی معناداری با ریسک سیستماتیک دارند (سعیدی و رامشه، ۱۳۹۰) و همان‌طور که پیشینه‌ی تحقیق نشان می‌دهد همه‌ی آن‌ها می‌توانند از اطمینان بیش‌ازحد مدیر تأثیرپذیرند.

ارتباط اطمینان بیش‌ازحد مدیر و ریسک غیر سیستماتیک: افزایش ریسک غیر سیستماتیک تا اندازه‌ای می‌تواند از طریق پراکندگی فزاینده‌ی سودآوری و نوسانات بازدهی در میان شرکت‌ها توضیح داده شود. از آنجاکه مدیران فرا اطمینانی نوسانات بازدهی بیشتری دارند (هیرشلیفر و همکاران، ۲۰۱۲)، پیش‌بینی می‌شود که ریسک غیر سیستماتیک بیشتری برای اوراق بهادار شرکتشان ایجاد کنند. همچنین پاستور و ورونسی^{۱۶} (۲۰۰۳) و رابین و اسمیت^{۱۷} (۲۰۰۹) نشان دادند شرکت‌هایی که سود نقدی کمتری پرداخت می‌کنند (از ویژگی‌های مدیران فرا اطمینانی)، نوسان پذیری بازده بسیار بیشتری دارند. ریسک غیر سیستماتیک می‌تواند ناشی از گرایش مدیران به رشد شرکت و به بیش سرمایه‌گذاری نیز باشد که هر دو به‌شدت از اطمینان بیش‌ازحد مدیر تأثیر می‌پذیرند؛ بنابراین می‌توان پیش‌بینی کرد که

اطمینان بیش از حد مدیر ارتباط معناداری با ریسک غیر سیستماتیک اوراق بهادار شرکت‌ها داشته باشد.

۵. پیشینه‌ی پژوهش

کمپبل^{۱۸} و همکاران (۲۰۰۱) دریافتند که نوسان پذیری بازار سهام به جای سطح بازار یا صنعت، در سطح شرکت افزایش یافته و در نتیجه تنوع‌بخشی ریسک غیر سیستماتیک از طریق تشکیل پرتفوی دشوارتر می‌شود. همچنین نوسان پذیری بیشتر ریسک سیستماتیک را به عنوان یکی از عوامل ایجاد روند صعودی ریسک غیر سیستماتیک برشمردند. در پژوهش^{۱۹} (۲۰۰۲) بخش سیستماتیک و غیر سیستماتیک ریسک به تفکیک مورد آزمون قرار گرفت. در نیمی از بازارها رابطه‌ی مثبت بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام وجود داشت، در حالی که در تمام بازارهای مورد آزمون، ریسک غیر سیستماتیک تأثیر منفی و معنی‌داری بر میزان بازده سهام داشت. هیتون^{۲۰} (۲۰۰۲) نشان داد که مدیران فرا اطمینانی پروژه‌ها و حقوق صاحبان سهام شرکت خود را بیش از ارزش ذاتی‌شان در نظر می‌گیرند. بریمبل^{۲۱} (۲۰۰۳) دریافت که متغیرهای رشد، اندازه، میزان پرداخت سود، اهرم، نسبت جاری و نسبت پوشش بهره بیش از ۵۷٪ ریسک سیستماتیک را تبیین می‌کنند. ژو و مالکیل^{۲۲} (۲۰۰۳) نوسان پذیری کل سهام منفرد را به نوسان پذیری سیستماتیک و غیر سیستماتیک تجزیه کردند و افزایش نوسان پذیری غیر سیستماتیک را به افزایش معاملات بازار، میزان مالکیت نهادی و رشد مورد انتظار سود سهام منتسب کردند. بن دیوید، گراهام و هاروی^{۲۳} (۲۰۰۷) نشان دادند شرکت‌هایی که مدیران آن‌ها دچار اطمینان بیش از حد هستند نسبت به هم‌تایان خود تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری دارند؛ کمتر احتمال می‌رود که سود سهام پرداخت کنند و به جای آن از وجوه برای سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند و بیشتر از بدهی و تأمین مالی خارجی استفاده می‌کنند؛ بنابراین نسبت بدهی و نسبت اهرم آن‌ها از سایر شرکت‌ها بیشتر است. هانگ و سارکار (۲۰۰۷) نشان دادند که میان ریسک سیستماتیک و متغیرهای اهرم، نوسان سود و فرصت‌های رشد ارتباط معناداری وجود دارد. راعیم، بن عمو و بن مبروک^{۲۴} (۲۰۰۷) به بررسی رابطه‌ی بین بازده سهام و ریسک سیستماتیک پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که رابطه‌ی بین بازده سهام

و ریسک سیستماتیک در مقیاس‌های زمانی کوتاه‌مدت و بلندمدت قوی‌تر است. گوئل و تاکور^{۲۵} (۲۰۰۸) نشان دادند که فرا اطمینانی مدیر، ارزش شرکت را تا حد مشخصی افزایش می‌دهد؛ اما این روند در صورت ادامه‌ی ریسک‌گریزی وی پایدار نخواهد بود. مالمن‌دیر و تیت (۲۰۰۸) دریافتند که مدیران دارای اطمینان بیش‌ازحد، توانایی خود را برای تولید بازده بیش‌ازآنچه که واقعاً هست می‌پندارند و این مسئله منجر به سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد آن‌ها می‌شود. کوردیرو (۲۰۰۹) دریافت مدیران فرا اطمینانی فرصت‌های رشد بیشتری را در آینده برای شرکتشان متصورند؛ بنابراین آن‌ها بر این باورند که اوراق بهادار شرکت‌هایشان کمتر از ارزش واقعی قیمت‌گذاری شده‌اند. فیلیپون و ریچاردسون^{۲۶} (۲۰۱۰) دریافتند که بین اهرم مالی شرکت‌ها و ریسک سیستماتیک رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد. هیرشلیفر، لو و تئو^{۲۷} (۲۰۱۲) به این نتیجه رسیدند که اطمینان بیش‌ازحد مدیر باعث می‌شود تا وی در پروژه‌هایی با ریسک بالا سرمایه‌گذاری کند. آن‌ها دریافتند شرکت‌هایی که توسط مدیران فرا اطمینانی اداره می‌شوند، نوسانات بازدهی بیشتری دارند و سرمایه‌گذاری بیشتری در فعالیت‌های نوآورانه انجام می‌دهند. کیم، وانگ و ژانگ^{۲۸} (۲۰۱۴) نشان دادند شرکت‌هایی با مدیران فرا اطمینانی نسبت به شرکت‌هایی که مدیران منطقی دارند، بیشتر در معرض ریسک سقوط قیمت سهام هستند.

فدایی نژاد و احمدی (۱۳۷۹) دریافتند قسمت اعظم ریسک سیستماتیک مربوط به جنبه‌ی تجاری است که حدود ۶۲٪ از کل ریسک سیستماتیک را به خود اختصاص می‌دهد و جنبه‌های مالی تنها ۳۸٪ از کل ریسک سیستماتیک را شامل می‌شود که این امر نشانگر اهمیت تصمیمات مدیران در خصوص نوع، مقدار و ترکیب دارایی‌ها است. نمازی و زارع (۱۳۸۳) دریافتند که بین آنتروپی (تغییرات در ترکیب) اقلام ترازنامه و سود و زیان و ریسک سیستماتیک رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد. نمازی و خواجوی (۱۳۸۳) نشان دادند که هشت متغیر نسبت آبی، نسبت سود خالص به فروش (نسبت سودآوری)، اهرم، رشد فروش، اندازه، شاخص هموارسازی سود و ضریب تغییرپذیری سود مجموعاً توانایی تبیین بیش از ۸۵٪ تغییرات ریسک سیستماتیک را دارند. فلاح، قالیباف و سرابی (۱۳۸۹) به این نتیجه رسیدند که مدیران کم‌تجربه‌تر از فرا اطمینانی و ریسک‌پذیری بیشتری برخوردار بوده و بازده بالاتری کسب می‌کنند. قالیباف و کردی (۱۳۹۱) دریافتند بین اطمینان بیش‌ازحد مدیران شرکت‌های

سرمایه‌گذاری و میزان ریسک، بازده، تنوع پرتفوی و نسبت فعالیت معاملاتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری به ترتیب رابطه‌ی مستقیم و معنادار، رابطه‌ی معکوس و معنادار، رابطه‌ی معکوس و معنادار و رابطه‌ی مستقیم و معنادار وجود دارد. عرب مازار یزدی و دولو (۱۳۹۱) دریافتند که بین نوسان پذیری ریسک غیر سیستماتیک با بازده و محتوای اطلاعاتی سودآوری به ترتیب رابطه‌ی معنادار مثبت و منفی وجود دارد. مهر آرا و حیدری (۱۳۹۲) نشان دادند که بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد و رابطه‌ی غیرخطی بهتر از رابطه‌ی خطی قادر است این ارتباط را تبیین کند. مشایخ و بهزادپور (۱۳۹۳) نشان دادند که مدیران فرا اطمینانی تقسیم سود کمتری دارند؛ اما با افزایش جریان‌های نقدی عملیاتی، جریان‌های نقدی آتی را بالاتر تخمین زده و سود بیشتری پرداخت می‌کنند. حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۴) دریافتند بین اطمینان بیش‌ازحد مدیر و حق‌الزحمه حسابرسی ارتباط منفی و معناداری برقرار است.

۶. پرسش‌های پژوهش

در ارتباط باهدف این مطالعه، پرسش‌های زیر مطرح می‌شود:

- آیا بین اطمینان بیش‌ازحد مدیر و ریسک سیستماتیک ارتباط معناداری وجود دارد؟
- آیا بین اطمینان بیش‌ازحد مدیر و ریسک غیر سیستماتیک ارتباط معناداری وجود دارد؟

۷. فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه‌ی پژوهش دو فرضیه به‌صورت زیر مطرح می‌شود:

H1: بین اطمینان بیش‌ازحد مدیر و ریسک سیستماتیک ارتباط مثبت و معناداری وجود

دارد؛

H2: بین اطمینان بیش‌ازحد مدیر و ریسک غیر سیستماتیک ارتباط مثبت و معناداری

وجود دارد.

۸. شیوه پژوهش

۸-۱. نوع و روش پژوهش

پژوهش پیش رو را می‌توان از جمله تحقیقات کاربردی و یک تحقیق توصیفی-استنباطی دانست. طرح پژوهش با استفاده از رویکرد پس رویدادی بوده و روش مورد استفاده‌ی آن نیز همبستگی است. داده‌های مورد نیاز و اطلاعات مالی شرکت‌های نمونه از طریق مراجعه به گزارش‌های هیئت‌مدیره و صورت‌های مالی حسابرسی شده‌ی موجود در وبگاه کدال^{۲۹} و نیز نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری شده‌اند. بعد از آن داده‌ها ابتدا به کمک نرم‌افزار Excel در قالب پرونده‌های اطلاعاتی جمع‌آوری شده و سپس متغیرهای مورد نظر محاسبه شده‌اند. در نهایت تجزیه و تحلیل آماری و آزمون فرضیه‌ها با کمک نرم‌افزار Eviews انجام گرفته است.

۸-۲. متغیرهای پژوهش

در این پژوهش اطمینان بیش از حد مدیر به عنوان متغیر مستقل، ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک به عنوان متغیرهای وابسته و متغیرهای اندازه‌ی شرکت، شاخص سودآوری، اهرم، BV/MV، غافلگیری و اخبار خوب به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده‌اند. از آنجاکه اهرم یکی از معیارهای مورد توجه اعتباردهندگان است، ممکن است مدیران با افزایش نسبت بدهی، برای کاهش احتمال عدم پذیرش درخواست وام و جلوگیری از تحمیل هزینه‌ی بهره‌ی بالاتر، ریسک بیشتری متحمل شوند. همچنین هر چه شرکت بزرگ‌تر باشد به سبب وجود محیط‌های اطلاعاتی قوی و کمتر بودن عدم تقارن اطلاعاتی، نیاز کمتری به ریسک‌گریزی دارند. از سوی دیگر از آنجاکه شرکت‌های بزرگ‌تر با هزینه‌های سیاسی بزرگ‌تری مواجه هستند، ممکن است نیاز بیشتری به ریسک‌گریزی در این شرکت‌ها وجود داشته باشد. BV/MV کمتر نیز می‌تواند نشانگر ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد بیشتر برای شرکت شود تا با استفاده از این فرصت‌ها ارزش بازار حقوق صاحبان سهام را بالاتر برد. نسبت سودآوری ممکن است به علت تأثیر بر فرصت‌های رشد بر ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک اثر بگذارد. EPS یکی از معیارهای مهم در خصوص توان پرداخت سود و شاخص قیمت سهام است و از آنجاکه این عوامل مهم‌ترین عوامل اثرگذار در تصمیم‌گیری

سرمایه‌گذاران است، EPS می‌تواند در تصمیم‌گیری مدیریت نقش ویژه‌ای ایفا کند. همچنین رقم EPS مبنای قابل قبولی برای مقایسه‌ی عملکرد شرکت و مدیریت بوده و نیز برآوردی برای قدرت سودآوری است. تمامی این موارد می‌تواند بر ریسک‌پذیری مدیر اثر بگذارد.

سنجش اطمینان بیش‌ازحد مدیر (OverCon): یک مدیر فرا اطمینانی تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت دارد و همین امر باعث افزایش مخارج سرمایه‌ای و بیش سرمایه‌گذاری^{۳۰} می‌شود. (شراند و زیچمن^{۳۱}، ۲۰۱۱؛ مالمندیر و تیت^{۳۲} و ۲۰۰۵ و ۲۰۰۶). مطالعات گذشته نشان می‌دهند که فرا اطمینانی مدیران و بیش سرمایه‌گذاری آن‌ها ارتباط مستقیمی با یکدیگر دارند؛ بنابراین می‌توان بیش سرمایه‌گذاری را مبنایی برای کمی نمودن اطمینان بیش‌ازحد مدیر در نظر گرفت. بیش سرمایه‌گذاری نماینده‌ی فرا اطمینانی در نظر گرفته می‌شود که با مدل بیدل، هیلاری و وردی^{۳۳} (۲۰۰۸) که توسط مدرس و حصارزاده (۱۳۸۷) تعدیل یافته است، سنجش خواهد شد. در این مدل در صورتی که بزرگ‌تر از صفر باشد، شاخص فرا اطمینانی برابر با یک و در غیر این صورت صفر است.

$$\text{Invest}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{CFO}_t + \beta_2 \text{QTobin} + \beta_3 \text{SR}_{t-1} + \beta_4 \text{ROA}_{t-1} + \beta_5 \text{OP} + \varepsilon \quad (1)$$

که در آن Invest مجموع سرمایه‌گذاری‌های جدید در دارایی‌های ثابت منهای فروش دارایی‌های ثابت، CFO جریان نقدی حاصل از عملیات شرکت، OP سود عملیاتی و Q-Tobin ارزش بازار سهام شرکت منهای جمع حقوق صاحبان سهام به‌علاوه مجموع دارایی‌هاست که همگی برای همگن کردن اطلاعات در سطح شرکت‌ها، بر مجموع دارایی‌ها تقسیم می‌شوند. همچنین SR نشانگر رشد فروش و ROA بازده دارایی‌هاست. نیز بیانگر مقادیر خطاست که ممکن است مثبت یا منفی باشد؛ مقادیر مثبت خطا بیش سرمایه‌گذاری نامیده می‌شود.

سنجش ریسک سیستماتیک (Beta): ضریب بتای یک سهم شاخص ریسک

سیستماتیک تلقی می‌شود. برای محاسبه‌ی ضریب بتا از رابطه‌ی ۲ استفاده می‌شود.

$$\beta = \frac{\text{COV}(R_i, R_m)}{\sigma^2(R_m)} \quad (2)$$

در رابطه‌ی بالا $\text{COV}(R_i, R_m)$ نشانگر کوواریانس (همسویی تغییرات) بین بازده سهام

شرکت‌های نمونه (R_i) و بازده پرتفوی بازار (R_m) بوده و R_m^2 نشانگر واریانس بازده بازار است.

سنجش ریسک غیر سیستماتیک (US-Risk): توسط انحراف معیار باقیمانده از رگرسیون CAPM در معادله‌ی ۳ اندازه‌گیری می‌شود:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

که در آن $R_{i,t}$ بازده سهام شرکت i ، $R_{f,t}$ بازده دارایی بدون ریسک، R_m بازده بازار و ε_{it} ضریب خطاست.

۳-۸. مدل‌های استفاده‌شده جهت آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیه‌ها از دو مدل ذیل که تعدیل‌یافته‌ی مدل سه عاملی فاما و فرنچ^{۳۳} (۱۹۹۳) هستند استفاده می‌شود. یکی از مهم‌ترین ویژگی‌های مدل‌های چندعاملی، سهولت افزودن متغیرهای جدید به مدل‌های قبلی و یا حتی تغییر متغیرهای قبلی است و این ویژگی سبب تنوع پژوهش‌ها در این حوزه بوده است (ایزدی نیا و همکاران، ۱۳۹۳). طبق پژوهش گریفین^{۳۴} (۲۰۰۲) مدل سه عاملی فاما و فرنچ بر اساس معیارهای کشور آمریکا طراحی شده و نتایج حاصل از آن در آمریکا قابل‌اتکاتر از سایر کشورهاست؛ بنابراین می‌توان گفت که نتایج به‌دست‌آمده از آن در سطح جهان، به قوت نتایج به‌دست‌آمده در آمریکا نبوده و قابلیت تعمیم در سطح جهانی ندارد. به همین علت پژوهش‌هایی در کشورهای مختلف برای مقایسه و ارتقای این مدل صورت گرفته است. از جمله در کشور ما می‌توان به اسلامی بیدگلی و خجسته (۱۳۸۷)، شمس و پارسائیان (۱۳۹۱)، صادقی شریف و همکاران (۱۳۹۲) و صالحی و همکاران (۱۳۹۳) اشاره کرد.

همچنین مدل پنج عاملی فاما و فرنچ (۲۰۱۳) تکمیل‌کننده‌ی مدل قبلی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) است که به دلیل جدید بودن هنوز مورد مطالعه‌ی محققان قرار نگرفته و آثار آن در بازار سرمایه و از جمله ایران هنوز مشخص نیست (صالحی و همکاران، ۱۳۹۳). به‌عنوان مثال فاما و فرنچ (۲۰۱۳) نتیجه‌گیری کردند که مدل پنج عاملی‌شان در ارتباط با میانگین بازده

سهام با آزمون GRS رد می‌شود. همچنین آزمون‌های انجام‌شده در بازارهای سرمایه‌ی آمریکا نشان می‌دهد که این مدل قادر نیست بازده‌های با میانگین کم در سهام شرکت‌های کوچک را که علی‌رغم سرمایه‌گذاری زیاد، سودآوری کمی دارند توضیح دهد. فاما و فرنچ با ارائه‌ی این مدل تکمیلی امیدوارند که با تحقیقات تجربی در سایر کشورها توانایی تبیین آن در مقایسه با مدل قبلی مورد تأیید قرار گیرد که این مسئله با تحقیقات آتی گزارش خواهد شد. لذا این مدل هنوز در ایران به طور تجربی مطالعه نشده است و آثار آن در بازار سرمایه مشخص نیست (صالحی و همکاران، ۱۳۹۳). به همین دلیل در پژوهش حاضر به پیروی از استیفن و همکاران^{۳۵} (۲۰۰۹) از تعدیل‌یافته‌ی مدل فاما و فرنچ (۱۹۹۳) برای آزمون فرضیه‌ها استفاده می‌شود که توسط خلیفه سلطانی و پیرهادی (۱۳۹۱) هم در ایران مطالعه شده است. به‌منظور آزمون فرضیه‌ی اول مبنی بر بررسی اثر اطمینان بیش‌ازحد مدیر بر ریسک سیستماتیک، از مدل ۴ استفاده می‌شود.

$$\text{Beta} = \beta_0 + \beta_1 \text{OverCon} + \beta_2 \text{Firm Size} + \beta_3 \text{PRO} + \beta_4 \text{Leverage} + \beta_5 \left(\frac{\text{BV}}{\text{MV}}\right) + \beta_6 \text{Surprise} + \beta_7 \text{Good News} \quad (4)$$

برای آزمون فرضیه‌ی دوم مبنی بر بررسی اثر اطمینان بیش‌ازحد مدیر بر ریسک غیر سیستماتیک از مدل ۵ استفاده می‌شود.

$$\text{US - Risk} = \beta_0 + \beta_1 \text{OverCon} + \beta_2 \text{Firm Size} + \beta_3 \text{PRO} + \beta_4 \text{Leverage} + \beta_5 \left(\frac{\text{BV}}{\text{MV}}\right) + \beta_6 \text{Surprise} + \beta_7 \text{Good News} \quad (5)$$

که در آن‌ها Firm Size اندازه‌ی شرکت است و برابر با لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌ها در پایان سال مالی است و PRO نسبت سودآوری است. در این پژوهش از نسبت حاشیه‌ی سود به‌عنوان شاخص سودآوری استفاده‌شده است که از تقسیم سود خالص بر فروش به دست می‌آید. Leverage نسبت اهرم است و از تقسیم کل ارزش دفتری بدهی‌ها بر کل

ارزش دفتری دارایی‌ها در پایان سال مالی به دست می‌آید. BV/MV برابر است با ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در پایان سال مالی. Surprise غافلگیری در شرکت است و از تفاوت EPS دوره‌ی جاری و دوره‌ی قبل به دست می‌آید. Good-News نشان‌دهنده‌ی اخبار خوب است و در صورتی که EPS دوره‌ی جاری بزرگ‌تر از EPS دوره‌ی قبل باشد برابر با ۱ و در غیر این صورت صفر است.

۴-۸. جامعه و نمونه‌ی آماری

جامعه‌ی آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۴ است و نمونه‌ی آماری آن شامل شرکت‌هایی است که هم‌زمان این معیارها را دارا باشند: ۱- اطلاعات شرکت‌ها از ابتدای سال ۱۳۸۴ تا پایان سال ۱۳۹۴ در دسترس باشد؛ ۲- سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد؛ ۳- طی دوره‌ی زمانی پژوهش تغییر ماهیت یا تغییر سال مالی نداده باشند؛ ۴- در تمام طول دوره‌ی زمانی فوق، در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته باشند؛ ۵- جزء بانک‌ها، بیمه‌ها، مؤسسات مالی و واسطه‌گران مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ و لیزینگ) نباشند. بعد از لحاظ کردن جامعه‌ی آماری و بر اساس روش نمونه‌گیری تصادفی، ۱۲۰ شرکت انتخاب شد که بر اساس قلمرو زمانی تحقیق، تعداد مشاهدات به ۶۰۰ سال- شرکت می‌رسد.

۹. یافته‌های پژوهش

۹-۱. آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای استفاده‌شده در تحقیق به صورت نگاره ۱ است. با توجه به مقادیر نگاره می‌توان نتیجه گرفت در تمامی متغیرها پراکندگی متوسطی وجود دارد. این موضوع را می‌توان از روی مقدار انحراف معیار و یا مقدار ضریب تعیین استنباط کرد. همچنین از روی فاصله‌ی میانه با مینیمم و ماکزیمم و نیز فاصله‌ی میانگین و میانه، می‌توان نتیجه گرفت که تمام متغیرها دارای تقارن نسبی هستند. کمتر بودن میانگین نسبت به میانه نشان‌دهنده‌ی چوله به راست بودن داده‌ها و بیشتر بودن میانگین نسبت به میانه نشان‌دهنده‌ی چوله به چپ

بودن آن‌هاست؛ بنابراین متغیر US-Risk و Surprise چوله به راست بوده و سایر متغیرها چوله به چپ هستند. میزان پراکندگی را می‌توان با استفاده از قدر مطلق ضریب تعیین نیز استنباط کرد. معیار ضریب تعیین که حاصل تقسیم انحراف معیار بر میانگین است، نشان‌دهنده‌ی تقارن نسبی داده‌هاست. با توجه به مطالب ذکرشده، در نگاره ذیل متغیرهای Beta و Good-News دارای بیشترین پراکندگی و متغیرهای FirmSize و Leverage دارای کمترین پراکندگی هستند.

نگاره ۱: آمارهای توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	ضریب تعیین	مینیمم	ماکزیمم
Beta	۰.۶۵۱	۰.۴۶۱	۲.۰۱۸	۳.۰۹۹	۹.۶۰۲-	۱۳.۷۵۱
US-Risk	۱۰۰.۰۴۰	۱۳.۱۱	۸.۷۷۴	۰.۸۴۳	۰.۰۲۰۹	۳۷.۲۱۴
Leverage	۱.۳۳۱	۰.۶۲۱	۰.۲۹۱	۰.۱۹۰	۰.۰۲۹	۴.۴۴۳
Firm Size	۱۲.۰۱۳	۱۱.۹۹۳	۰.۶۳۵	۰.۰۵۴	۹.۳۵۸	۱۵.۰۵۱
OverCon	۰.۳۰۲	۰.۰۰۰	۰.۴۵۴	۱.۵۰۳	۰.۰۰۰	۱.۰۰۰
PRO	۰.۲۸۹	۰.۱۸۱	۰.۲۱۷	۰.۷۵۰	۰.۰۸۶-	۳.۴۵۸
BV/MV	۰.۷۴۱	۰.۶۵۰	۱.۲۹۴	۱.۷۴۶	۰.۰۱۵	۱۵.۷۴۴
Surprise	۰.۰۲۹-	۰.۰۳۵-	۰.۲۷۱	۰.۹۳۴	۳.۰۱۲-	۲.۸۷۴
Good-News	۰.۱۷۱	۰.۰۰۰	۰.۴۱۵	۲.۴۲۶	۰.۰۰۰	۱.۰۰۰

۲-۹. آمار استنباطی

به منظور بررسی ایستایی یا پایایی متغیرهای تحقیق از آزمون ریشه‌ی واحد دیکی- فولر تعمیم‌یافته، استفاده شد که نتایج حاصل، از پایا بودن تمامی متغیرها حکایت داشت. همچنین ضریب همبستگی پیرسون بین متغیرها محاسبه شده و از آنجا که تمامی ضرایب خیلی زیاد (بیشتر از ۰.۷۵) و یا خیلی کم (کمتر از ۰.۷۵-) نبودند، می‌توان نتیجه گرفت که بین متغیرهای پژوهش هم خطی وجود ندارد. پیش از برآورد هر یک از مدل‌ها، مفروضات الگوهای رگرسیونی از جمله آزمون مستقل بودن خطاها، آزمون ثابت بودن واریانس خطاها، آزمون نرمال

بودن خطاها و نرمال بودن متغیر وابسته بررسی شد که تمام این پیش فرض‌ها برقرار بود. پس از آن نوع هر یک از مدل‌ها با استفاده از آزمون چاو و هاسمن بررسی شد تا مشخص شود که برای هر گروه از داده‌ها باید کدام یک از روش‌های ادغام شده یا پانلی استفاده شود. همچنین برای بررسی خودهمبستگی میان اجزای خطا از آزمون دوربین واتسون استفاده شد و از آنجا که آماره‌ی آن برای تمامی مدل‌ها در اطراف ۲ (بین ۱,۵ تا ۲,۵) برآورد شد، فرض عدم خودهمبستگی پذیرفته می‌شود.

۳-۹. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌ها

نگاره شماره ۲ نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی اول را نشان می‌دهد.

نگاره ۲: نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی اول

متغیر	ضریب	آماره t	P-Value
ثابت مدل	۳,۰۲۱	۰,۲۰۸	۰,۷۹۵
OverCon	۱,۲۱۴	۲,۳۹۳**	۰,۰۲۱
Firm Size	-۰,۰۷۲	-۲,۰۱۰**	۰,۰۱۶
PRO	-۱,۵۶۸	-۱,۷۴۰*	۰,۰۷۸
Leverage	۰,۶۸۰	۱,۶۵۰*	۰,۰۶۹
BV/ MV	۰,۰۳۱	۰,۰۹۳	۰,۹۹۲
Surprise	۰,۱۴۲	۱,۹۲۸	۰,۰۲۸
Good-News	۰,۰۸۷	۱,۵۴۸	۰,۱۳۰
R^2 تعدیل شده		۰,۳۲۲۱	
دوربین واتسون		۱,۸۶۵۱	
آماره F		۲,۲۳۱	
معناداری (P - Value)		۰,۰۱۳	

*** معنی‌دار در سطح ۱ درصد، ** معنی‌دار در سطح ۵ درصد، * معنی‌دار در سطح ۱۰ درصد.

نظر به اینکه در نگاره ۲ سطح معناداری F کمتر از ۰,۰۵ است، بنابراین می‌توان گفت که شاخص نیکویی برازش مدل یعنی آماره‌ی F و در نتیجه رگرسیون معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده نشان‌دهنده‌ی این است که چه مقدار از متغیر وابسته توسط متغیر مستقل توضیح

داده می‌شود (حدود ۳۲٪)؛ بنابراین و با توجه به معنادار بودن و مناسب بودن مدل برازش شده، می‌توان نتایج را به صورت زیر تجزیه و تحلیل کرد.

از آنجاکه ضریب فرا اطمینانی (OverCon) از نظر آماری مثبت و معنادار است، می‌توان نتیجه گرفت که بین اطمینان بیش از حد مدیر و ضریب بتا رابطه‌ی مثبت و معناداری وجود دارد. در نتیجه فرضیه‌ی اول تأیید می‌شود. به علاوه ضریب اهرم (Leverage) مثبت و معنی‌دار است و به این معناست که نسبت اهرم بالاتر باعث افزایش ریسک سیستماتیک می‌شود (مطابق با هانگ و سارکار، ۲۰۰۷؛ مغایر با سینایی و خرم، ۱۳۸۳). همچنین منفی و معنادار بودن ضرایب اندازه (Firm.Size) و سودآوری (PRO) نشان می‌دهد که اندازه‌ی شرکت و همین‌طور شاخص سودآوری با ریسک سیستماتیک رابطه‌ی معکوس دارند و در صورت کاهش آن‌ها ریسک سیستماتیک افزایش می‌یابد (مطابق با اسکو^{۳۶}، ۱۹۷۹ و نمازی و خواجوی، ۱۳۸۳).

نگاره شماره‌ی ۳ نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی دوم را نشان می‌دهد.

نگاره ۳: نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی دوم

متغیر	ضریب	آماره t	P-Value
ثابت مدل	۲,۲۱۰	۰,۶۸۴	۰,۴۵۳
OverCon	۲,۰۱۶	۲,۴۲۷**	۰,۰۱۷
Firm Size	-۲,۵۵۴	-۲,۶۹۰***	۰,۰۱۱
PRO	-۲,۰۲۳	-۱,۲۶۱	۰,۱۴۰
Leverage	۱,۲۰۳	۲,۵۵۷**	۰,۰۱۲
BV/ MV	-۰,۲۲۵	-۲,۱۴۷*	۰,۰۳۶
Surprise	۰,۲۵۱	۰,۷۵۹	۰,۴۹۲
Good-News	-۰,۰۱۹	-۱,۰۳۷	۰,۲۹۴
r^2 تعدیل شده		۰,۴۲۰۷	
دوربین واتسون		۲,۰۸۹	
آماره F		۴,۰۸۵	
معناداری (P - Value)		۰,۰۰۱	

*** معنی‌دار در سطح ۱ درصد، ** معنی‌دار در سطح ۵ درصد، * معنی‌دار در سطح ۱۰ درصد.

از آنجاکه در نگاره ۳ سطح معناداری F کمتر از ۰,۰۵ است، بنابراین می‌توان گفت که شاخص نیکویی برازش مدل یعنی آماره F و در نتیجه رگرسیون معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده نشان‌دهنده‌ی این است که چه مقدار از متغیر وابسته توسط متغیر مستقل توضیح داده می‌شود (حدود ۰,۴۲٪)؛ بنابراین و با توجه به معنادار بودن و مناسب بودن مدل برازش شده، می‌توان نتایج را به صورت زیر تجزیه و تحلیل کرد.

از آنجاکه ضریب فرا اطمینانی (OverCon) از نظر آماری مثبت و معنادار است، می‌توان نتیجه گرفت که بین اطمینان بیش از حد مدیر و ریسک غیر سیستماتیک رابطه‌ی مثبت و معناداری وجود دارد. در نتیجه فرضیه‌ی دوم نیز تأیید می‌شود. به علاوه ضریب اهرم (Leverage) مانند فرضیه‌ی قبل مثبت و معنی‌دار به دست آمد که نشان می‌دهد نسبت اهرم بالاتر باعث افزایش ریسک غیر سیستماتیک نیز می‌شود (مطابق باکیم و ورساچ^{۳۷}، ۱۹۹۴، مغایر با پاستور و ورونسی، ۲۰۰۳). همچنین منفی و معنادار بودن ضریب ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (BV/MV) نشان‌دهنده‌ی این است که شرکت‌های دارای BV/MV بالاتر (سهام ارزشی) نوسان پذیری غیر سیستماتیک کمتری دارند (مطابق با جروایس^{۳۸} و همکاران، ۲۰۰۱ و پاستور و ورونسی، ۲۰۰۳). از آنجاکه ضریب اندازه (FirmSize) نیز منفی و معنادار به دست آمد، می‌توان نتیجه گرفت که شرکت‌های کوچک‌تر، نوسان پذیری غیر سیستماتیک بیشتری را تجربه می‌کنند (مطابق با پاستور و ورونسی، ۲۰۰۳).

۱۰. بحث و نتیجه‌گیری

مطالعات اخیر در سایر کشورها ارتباط بین اطمینان بیش از حد مدیر و تأمین مالی شرکت، سیاست‌های تقسیم سود، پیش‌بینی‌های مدیریت، گزارش نادرست صورت‌های مالی و ... را بررسی کردند. در این پژوهش اثر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک اوراق بهادار شرکت‌ها در قالب دو فرضیه بررسی شد. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که بین اطمینان بیش از حد مدیر و ریسک سیستماتیک ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد؛ یعنی افزایش اطمینان بیش از حد مدیر باعث افزایش ریسک سیستماتیک خواهد شد. درباره‌ی دلیل این امر می‌توان گفت که اطمینان بیش از حد مدیر بر ساختار سرمایه‌ی

شرکت اثرگذار است. یک مدیر فرا اطمینانی از طرفی به بیش سرمایه‌گذاری علاقه‌مند است و از سوی دیگر از آنجاکه معتقد است سهام شرکت وی در بازار کمتر از ارزش واقعی آن معامله می‌شود، تمایل به تأمین مالی از طریق بدهی دارد تا سهام شرکت را، به‌زعم خود، کمتر از ارزش آن معامله نکند. همچنین یک مدیر فرا اطمینانی ارزش پروژه‌های خود را بیش از ارزش ذاتی آن تصور می‌کند و نیز در پروژه‌هایی با NPV منفی سرمایه‌گذاری می‌کند؛ زیرا به‌اشتباه تصور می‌کند که NPV آن مثبت است. از آنجاکه تغییر در ساختار سرمایه و همچنین میزان توانایی شرکت در مدیریت ریسک بر رابطه‌ی بین بازده سهام یک شرکت و بازده بازار اثرگذار است، موارد فوق می‌توانند منجر به افزایش ریسک سیستماتیک شرکت شوند.

از سویی دیگر علاوه بر موارد فوق، تمایل بالای این مدیران به رشد و انجام فعالیت‌های نوآورانه و نیز بالا بودن نسبت بدهی و اهرم باعث افزایش پراکندگی بازده سهام شرکت در مقایسه با بازده سهام سایر شرکت‌های موجود در بازار شده و به دنبال آن ریسک سیستماتیک افزایش خواهد یافت. این نتیجه با یافته‌های همادا^{۳۹} (۱۹۷۲) و نمازی و خواجوی (۱۳۸۳) قابل انطباق است.

همچنین نتایج به‌دست‌آمده در فرضیه‌ی دوم بیانگر وجود رابطه‌ی مثبت و معنادار بین اطمینان بیش‌ازحد مدیر و ریسک غیر سیستماتیک است. بسیاری از ویژگی‌هایی رفتاری مدیران فرا اطمینانی می‌تواند عامل تأیید این فرضیه باشد. به‌عنوان مثال می‌توان به تمایل کمتر آن‌ها برای تقسیم سود نقدی اشاره کرد؛ زیرا شرکت‌هایی که سود نقدی کمتری پرداخت می‌کنند نوسان‌پذیری بازده بیشتری دارند (پاستور و ورونسی، ۲۰۰۳ و رابین و اسمیت، ۲۰۰۹) و به گفته فاما و فرنچ (۲۰۰۴) افزایش ریسک غیر سیستماتیک می‌تواند از طریق پراکندگی سودآوری توضیح داده شود. همچنین بالاتر بودن روحیه‌ی رقابتی نسبت به سایرین که از ویژگی‌های مدیران فرا اطمینانی است، منجر به نوسان‌پذیری ریسک غیر سیستماتیک می‌شود (پونتیف^{۴۰}، ۲۰۰۹). علاوه بر این چنین مدیرانی نسبت به اخبار خوب واکنش بیش‌ازحد دارند و بازده پروژه‌های آتی خود را بیش از واقع تخمین می‌زنند؛ بنابراین به سمت انتخاب پروژه‌هایی می‌روند که نوسانات قیمت سهام را افزایش دهد تا بتوانند جریان نقدی بیشتری کسب کنند و ارزش سهام شرکت خود را که به عقیده‌ی آن‌ها کمتر از ارزش واقعی آن است به

میزان حقیقی خود برسانند. در نتیجه ریسک غیر سیستماتیک افزایش می‌یابد. در ادامه ممکن است مدیر برای جبران افزایش ریسک غیر سیستماتیک تلاش کند تا بازمه بازده بالاتری کسب کند و این دور تسلسل ادامه یابد. علاوه بر موارد فوق طبق پژوهش عرب مازار یزدی و دولو (۱۳۹۳) ریسک غیر سیستماتیک می‌تواند ناشی از رشد فزاینده‌ی شرکت و گرایش مدیران به بیش سرمایه‌گذاری باشد که این موارد نیز از ویژگی‌های بارز رفتاری مدیران فرا اطمینانی است. نتایج به‌دست‌آمده در این فرضیه با یافته‌های پاستور و ورونسی (۲۰۰۳) قابل انطباق است.

۱۱. پیشنهادهای و محدودیت‌ها

۱۱-۱. محدودیت پژوهش

۱- در این پژوهش برای محاسبه‌ی شاخص ریسک سیستماتیک از شاخص کل بورس اوراق بهادار استفاده شده است. از آنجاکه برای محاسبه‌ی این شاخص تنها از قیمت سهام استفاده می‌شود و آثار پرداخت سود سهام، حق تقدم و تجزیه‌ی سهام در محاسبه‌ی این شاخص دخیل نیست، بدین لحاظ بازده محاسبه‌شده نمی‌تواند بیانگر بازده دقیقی از بازار باشد.

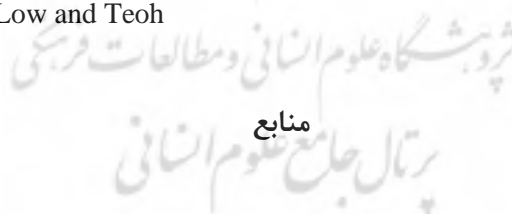
۱۱-۲. پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

۱- در این پژوهش از مدلی مبتنی بر بیش سرمایه‌گذاری برای کمی کردن اطمینان بیش‌ازحد مدیر استفاده شده است. پیشنهاد می‌شود این متغیر با روش‌های دیگر و یا با روش پرسشنامه‌ای سنجیده شود و اثرات آن بر ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک شرکت بررسی شود؛

۲- مدل‌های این پژوهش برای تمام صنایع عضو نمونه‌ی آماری به‌صورت یکجا برآورد شده‌اند. از آنجاکه ویژگی‌های هر صنعت می‌توانند درجات متفاوتی از فرا اطمینانی یا ریسک را طلب کند، ممکن است در صورتی که این پژوهش در سطح صنایع مختلف بررسی شود نتایج متفاوتی به دست آید.

یادداشت‌ها

- | | |
|-------------------------------|---------------------------------|
| 1. Over Confidence | 22. Kim, Wang & Zhang |
| 2. Scott | 23. Ben-David, Graham & Harvey |
| 3. Pompian | 24. Rhaïem, Ben Ammou & Mabrouk |
| 4. Ahmed & Duellman | 25. Goel & Thakor |
| 5. Malmendier & Tate | 26. Phillippon & Richardson |
| 6. Stateman | 27. Hirshleifer, Low and Teoh |
| 7. Cordeiro | 28. Kim, Wang & Zhang |
| 8. Deshmukh | 29. www.codal.ir |
| 9. Lichtenstein | 30. Over Investment |
| 10. Greenwald | 31. Scherand & Zechman |
| 11. Langer | 32. Biddle, Hilary & Verdi |
| 12. Shi | 33. Fama & French |
| 13. William & Heins | 34. Griffin |
| 14. Miles | 35. Stephen |
| 15. Hong & Sarkar | 36. Eskew |
| 16. Pastor & Veronesi | 37. Kim & Versace |
| 17. Rubin & Smith | 38. Gervais |
| 18. Campbell | 39. Hamada |
| 19. Verchenco | 40. Pontiff |
| 20. Heaton | |
| 21. Hirshleifer, Low and Teoh | |



منابع

الف. فارسی

- احمدپور، احمد و غلامی جمکرانی، رضا (۱۳۸۴). بررسی رابطه‌ی اطلاعات حسابداری و ریسک بازار. پیشرفت‌های حسابداری، ۲۲(۲)، ۳۰-۱۸.
- اسکات، ویلیام (۱۳۹۰). تئوری حسابداری مالی، جلد اول. ترجمه‌ی پارسائیان، علی. تهران: انتشارات ترمه، چاپ سوم.
- اسلامی بیدگلی، غلامرضا و خجسته، محمدعلی (۱۳۸۷). بهبود عملکرد پرتفوی بر مبنای بازده تعدیل شده بر اساس ریسک در سرمایه‌گذاری مبتنی بر بهره‌وری سرمایه در بورس اوراق

بهادار تهران. تحقیقات مالی، ۹(۴)، ۲۰-۳.

ایزدی‌نیا، ناصر؛ ابراهیمی، محمد و حاجیان‌نژاد، امین (۱۳۹۳). مقایسه‌ی مدل اصلی سه عاملی فاما و فرنچ با مدل اصلی چهار عاملی کارهارات در تبیین بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه‌ی مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۶، ۱۷-۲۸.

پمپین، میشل (۱۳۸۸). دانش مالی رفتاری و مدیریت دارایی. ترجمه‌ی بدری، احمد. تهران: انتشارات کیهان، چاپ اول.

جهانخانی، علی؛ نوفرستی، محمد و قراگوزلو، فرهنگ (۱۳۸۸). بررسی اطمینان بیش از اندازه‌ی سرمایه‌گذاران و حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران. چشم‌انداز مدیریت، ۳۰، ۱۰۵-۱۲۳.

حساس یگانه، یحیی؛ حسنی القار، مسعود و مرفوع، محمد (۱۳۹۴). بیش اطمینانی مدیریت و حق‌الزحمه‌ی حسابرسی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره‌ی ۲۲(۳)، ۳۸۴-۳۶۳. خواجه‌ی، شکرالله؛ دهقانی سعدی، علی‌اصغر و گرامی شیرازی، فرزاد (۱۳۹۴). تأثیر خودشیفتگی مدیران بر مدیریت سود و عملکرد مالی. پیشرفت‌های حسابداری، ۸(۲)، ۱۲۳-۱۴۹.

خلیفه سلطانی، سید احمد و پیرهادی، سمیه (۱۳۹۱). بررسی اثر پیش‌بینی سود مدیران بر ریسک و ارزش شرکت. پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء، دانشکده‌ی علوم اجتماعی و اقتصادی.

رهنمای رودپشتی، فریدون (۱۳۸۷). تبیین رابطه‌ی ریسک و نرخ بازده مورد انتظار با استفاده از مدل شرطی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای کاهشی (CD-CAPM). فصلنامه‌ی مطالعات مالی، ۱۷، ۱۱-۳۴.

سعیدی، علی و رامشه، منیژه (۱۳۹۰). عوامل تعیین‌کننده‌ی ریسک سیستماتیک سهام در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۷، ۱۴۲-۱۲۵.

سلیمانی امیری، غلامرضا و اسلامی، سکینه (۱۳۹۳). مطالعه‌ی تأثیر نقش مکانیسم‌های حاکمیت‌های شرکتی بر مدیریت ریسک. پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء،

دانشکده‌ی علوم اجتماعی و اقتصادی.

شاهرخی، غلامرضا (۱۳۸۵). نظری اجمالی بر انواع ریسک بانکی، مدیریت ریسک و نظارت

مبتنی بر ریسک. *ماهنامه‌ی بانک و اقتصاد*، ۷۸، ۲۲-۱۸.

شمس، ناصر و پارسائیان، سمیرا (۱۳۹۱). مقایسه‌ی عملکرد مدل فاما و فرنچ و شبکه‌های

عصبی مصنوعی در پیش‌بینی بازده سهام در بورس تهران. *مهندسی مالی و مدیریت اوراق*

بهادار، ۱۱، ۱۱۸-۱۰۳.

صادقی شریف، سید جلال؛ تالانه، عبدالرضا و عسکری راد، حسین (۱۳۹۲). بررسی اثر عامل

مونتوم بر توان توضیح الگوی سه عاملی فاما و فرنچ با داده‌های بورس تهران. *دانش*

حسابداری، ۱۲، ۸۹-۶۰.

صالحی، اله کرم؛ حزبی، هاشم و صالحی، برزو (۱۳۹۳). مدل پنج عاملی فاما و فرنچ: مدلی نوین

برای اندازه‌گیری بازده مورد انتظار سهام. *پژوهش حسابداری*، ۱۵، ۱۲۰-۱۰۹.

عرب مازار یزدی، محمد و دولو، مریم (۱۳۹۳). آزمون تجربی جامع قیمت‌گذاری ریسک غیر

سیستماتیک: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد*، دانشگاه

شهید بهشتی، دانشکده‌ی مدیریت و حسابداری.

فدایی نژاد، محمد اسماعیل و احمدی سراسکانی، مهدی (۱۳۷۹). مقایسه‌ی شاخص ریسک

سیستماتیک تجاری (BRI) و شاخص ریسک سیستماتیک مالی (FRI) شرکت‌های

پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد*، دانشگاه شهید

بهشتی، دانشکده‌ی مدیریت و حسابداری.

قالیباف اصل، حسن و سرابی نوبخت، سمیرا (۱۳۸۹). بررسی اثر تجربه بر ریسک‌پذیری، فرا:

اعتمادی و رفتار توده‌وار مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران.

پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء، دانشکده‌ی علوم اجتماعی و اقتصادی.

قالیباف اصل، حسن و کردی، ملیحه (۱۳۹۱). بررسی ارتباط فرا: اعتمادی مدیران با ریسک،

بازده و تنوع پرتفوی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک. *پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد*،

دانشگاه الزهراء، دانشکده‌ی علوم اجتماعی و اقتصادی.

مدرس، احمد و حصارزاده، رضا (۱۳۸۷). کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری.

فصلنامه‌ی بورس اوراق بهادار، ۲، ۱۱۶-۸۵.

مشایخ، شهناز و بهزادپور، سمیرا (۱۳۹۳). تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۱ (۴)، ۴۸۵-۵۰۴.

مهرآرا، محسن و حیدری، نازی (۱۳۹۳). بررسی رابطه‌ی بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام در بازار بورس تهران با استفاده از مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای. پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده‌ی مدیریت و حسابداری.

نمازی، محمد و خواجه‌ی، شکراله (۱۳۸۳). سودمندی متغیرهای حسابداری در پیش‌بینی ریسک سیستماتیک شرکت‌های پذیرفته شده در بها بازار اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۳۸، ۱۱۹-۹۳.

نمازی، محمد و زارع، بهروز (۱۳۸۳). کاربرد تئوری اطلاعات در تعیین ریسک سیستماتیک، مطالعه‌ی موردی: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۳۶، ۹۴-۶۵.

ویلیامز، سی آرتور و هینز، ریچارد دام (۱۳۸۵). مدیریت ریسک. ترجمه‌ی ونوس، داور و گودرزی، حجت‌اله. تهران: انتشارات نگاه دانش، چاپ دوم.

ب. انگلیسی

- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2013). Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 51, 1-30.
- Bali, G., & Hovakimian, A. (2008). Volatility spreads and expected stock returns. *Management Science*, 55(11), 1797-1812.
- Ben David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2010). Managerial Miscalibration. *Social Science Research Network*. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1640552.
- Campbell, J., Lettau, M., Malkeil, B. & Xu, Y. (2001). Have/Have individual stocks become more volatile? An Empirical Exploration of Idiosyncratic Risk. *The Journal of Finance*, 56, 1-43.
- Goel, A. M., & Thakor, A. J. (2008). Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. *Journal of Finance*, 63, 2737-2784.

- Greenwald, A., (1980). The Totalitarian Ego: Fabrication and Revision of Personal History. *American Psychologist*, 35, 603-618.
- Griffin, J. (2002). Are the Fama and French Factors Global or Country Specific? *Social Science Research Network*. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=262647.
- Hirshleifer, D., Low, A., & Teoh, S. (2012). Are Overconfident CEOs Better Innovators? *Social Science Research Network Journal*. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1598021.
- Hong, G., & Sarkar, S. (2007). Equity Systematic Risk (Beta) and Its Determinants. *Contemporary Accounting Research*, 24(2), 423-466.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who Makes Acquisition? CEO Overconfidence and the Market Reaction. *Journal of Financial Economics*, 89, 20-43.
- Pontiff, J. (2009). Idiosyncratic Return Volatility, Cash Flows, and Product Market Competition. *The Review of Financial Studies*, 22, 1149-1177.
- Shi, Y., Kim, J. B., & Magnan, M. (2007). Cross Listing, Management Earnings Forecasts, and Firm Values. *Social Science Research Network*. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1014227.
- Statman, M., Thorley, S., & Vorkink, K. (2005). Investor Overconfidence and Trading Volume. *The Review of Financial Studies*, 19, 1531-1565.
- Stephen, F., Stephen, S., & Yaqi, S. (2008). The Impact of Management Earnings Forecasts on Firm Risk and Firm Value. *Social Science Research Network*. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1464897.
- Verchenco, O. (2002). Determinants of Stock Market Volatility Dynamics. *Review of Economic Studies*, 72, 287-312.