

تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر نوسان بازده غیر متعارف سهام

علی قاسمی^{۱*}، محمدرضا نیک‌بخت^۲، محمد ایمانی برندق^۳

۱. کارشناسی ارشد حسابداری، مؤسسه آموزش عالی تاکستان، تاکستان، ایران (نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات).

Alighasemi.acc@Gmail.com

۲. دانشیار حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران.

۳. استادیار حسابداری، دانشگاه زنجان، زنجان، ایران.

چکیده

پژوهش حاضر به بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر نوسان بازده غیر متعارف سهام پرداخته می‌پردازد. به منظور سنجش اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت، مطابق با پژوهش‌های المیندر و همکاران (۲۰۱۱) و کمپل و همکاران (۲۰۱۰)، دو معیار بصورت متغیرهای مصنوعی تعریف گردید. همچنین، برای سنجش نوسان بازده غیر متعارف سهام، پس از اندازه‌گیری بازده غیر متعارف با استفاده از مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) و بدست آوردن پسماندهای ماهیانه؛ واریانس سالیانه این پسماندها بعنوان معیار نوسان بازده غیر متعارف سهام بکار گرفته شد. جامعه آماری مورد بررسی، مشتمل بر ۸۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده که با استفاده از نمونه‌گیری معقول و سیستماتیک، برای دوره ده ساله ۱۳۹۳-۱۳۸۴ انتخاب، و آزمون‌های آماری لازم بر روی آنها صورت گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره، استفاده از داده‌های تابلویی و روش اثرات ثابت، در سطح اطمینان ۹۵ درصد حاکی از تأیید آنها داشته و بیانگر تأثیر مثبت و معنادار اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر نوسان بازده غیر متعارف سهام می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت، بازده غیر متعارف سهام، نوسان بازده غیر متعارف سهام.

۱- مقدمه

حسابداری مدیریت^۱ بعنوان فرآیند شناسایی، اندازه‌گیری، جمع‌آوری، تجزیه و تحلیل، تدارک، مشارکت و ارتباط با اطلاعات مالی مورد استفاده مدیریت در برنامه‌ریزی، ارزیابی و کنترل عملیات داخل سازمان تعریف می‌گردد که امروزه در هدایت بنگاه‌ها و تحقق اهداف آنها، نقش قابل توجهی دارد (رهنمای رودپشتی، ۱۳۸۷). اطلاعات حسابداری مدیریت، غالباً دو منظور اصلی تسهیل و تأثیر بر تصمیم‌گیری را تأمین می‌نماید و با ارائه اطلاعات مفید، تصمیم‌گیرندگان را در انتخاب بهترین راه حل یاری می‌رساند (شباهنگ، ۱۳۷۸). مدیران شرکت‌ها، با شناخت عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری و با بکارگیری آنها در رسیدن به سطح سرمایه‌گذاری بهینه، می‌توانند نهایت بازدهی را ایجاد کنند تا هم فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری را از دست ندهند و هم رضایت سهامداران را جلب نمایند. اما بازارهای ناکارا دارای نواقصی هستند که می‌تواند سطح سرمایه‌گذاری بهینه شرکت را تحت تأثیر قرار داده و در نهایت، به فرآیند «بیش سرمایه‌گذاری» و یا «کم سرمایه‌گذاری» منتهی شود (فازاری و همکاران^۲، ۱۹۸۸). فرضیه بیش و کم سرمایه‌گذاری بیان می‌کند شرکت‌هایی که کمتر از سطح بهینه سرمایه‌گذاری کنند، از مشکل کم سرمایه‌گذاری و شرکت‌هایی که بیشتر از سطح بهینه سرمایه‌گذاری کنند، از مشکل بیش سرمایه‌گذاری آسیب می‌بینند؛ لذا شناخت عوامل مهم و تأثیرگذار بر سطح سرمایه‌گذاری‌ها، در ارزیابی، شناسایی و تعیین سطح بهینه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، بسیار حائز اهمیت است (تهرانی و حصارزاده، ۱۳۸۸). مدیرانی که اعتماد به نفس بیشتری دارند، با استفاده از سازوکار تخمین بیش از واقعیت توانایی و مهارت خود نسبت به دیگران، ارزیابی بیش از واقعی از بازگشت تقاضای فروش به سطح قبلی دارند. در نتیجه، احتمال سطح فروش آتی را بیش از واقعیت برآورد می‌کنند. همچنین، مدیران دارای اعتماد به نفس بیشتر، با استفاده از سازوکار تخمین بیش از واقع توانایی و مهارت خود بدون مقایسه با دیگران، بیشتر بر دقیق بودن ارزیابی خود از تقاضای فروش آتی تأکید دارند. در مجموع، هر دو سازوکار رفتاری مذکور موجب می‌شود مدیران دارای اعتماد به نفس بالا، احتمال افزایش فروش در آینده را بیش از واقعیت تخمین بزنند و به دنبال آن، احتمالاً منابع بیشتری برای هزینه‌های فروش و اداری در سطح فروش کاهش یافته فعلی نگهداری کنند و همچنین بدنبال کسب بازده مورد انتظارشان باشند (حیدری، ۱۳۹۳).

با توجه به مبانی نظری مطروحه، محققین بدنبال پاسخی برای این سؤال هستند که آیا اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت می‌تواند بر نوسان بازده غیر متعارف سهام تأثیر معناداری داشته باشد؟

۲- ادبیات پژوهش

۲-۱- اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت^۳

در مبانی نظری، گرایش به بیش اعتمادی و خوش‌بینی^۴، بطور کلی با هم مورد بررسی قرار گرفته است. برای بررسی‌های تحلیلی، بیش اعتمادی و خوش‌بینی در برخی مطالعات نیز با هم مورد بحث قرار گرفته‌اند. گرایش خوش‌بینی یا خوش‌بینی بیش از حد؛ بعنوان تمایل افراد به احتمال وقوع حوادث مثبت و تخمین کمتر احتمال وقوع حوادث منفی تعریف شده است (حیدری، ۱۳۹۳). بیش‌اعتمادی مدیران معانی مختلفی را در بر می‌گیرد در حوزه مالی شامل مواردی این‌گونه می‌شود. اغلب مدیران فکر می‌کنند احتمال موفقیت شرکت خودشان نسبت به سایر شرکت‌ها بیشتر است (کوپر^۵، ۱۹۸۸). چنین مدیری بیش اعتماد خوانده می‌شود. مدیر بیش اعتماد، دوره طولانی‌تری را برای تداوم فعالیت‌های شرکت خودش اختصاص می‌دهد تا سایر شرکت‌ها و این‌گونه مدیران در مورد هزینه‌های سرمایه‌گذاری خوش‌بین هستند. بنابراین هزینه‌ها را کمتر از واقع تخمین می‌زنند و بازده حاصل از سرمایه‌گذاری را بیش از حد تخمین می‌زنند. این بیش‌اعتمادی مدیران در پیش‌بینی هزینه‌ها و فروش نیز اعمال شده است. مدیران در امر تحصیل و ادغام با خوش‌بینی زیاد و بیش اعتمادی، سود مالکیت‌شان را بیش از حد

1 Management Accounting

2 Fazari et al

3 Management Over Confidence

4 Optimism

5 Cooper

تخمین می‌زنند که این امر در ادغام و تحصیل می‌تواند توضیح دهنده زبان‌های آتی باشد. در کنار مدیران بیش‌اعتماد، مدیران غیر منطقی نیز وجود دارند که با عملکردشان موجب تحریف سرمایه‌گذاری شرکتی و دستیابی به سودهای خلاف انتظار می‌شوند. با این وجود مدیران بیش‌اعتماد، احتمالاً بیشتر از مدیران غیر منطقی مسئولیت تخریب ارزش شرکت را به عهده می‌گیرند (آنور و اسکوت، ۲۰۱۲).

۲-۲- تغییرات بازده سهام

یکی از مباحث بحث برانگیز که در سال‌های اخیر، مورد توجه محققان بازار سرمایه در بازارهای نوظهور قرار گرفته است، بحث تغییرات بازده سهام می‌باشد (لداکس^۲، ۲۰۰۴). فایده‌مندی مطالعه تغییرات بازده سهام از طرف سرمایه‌گذاران از این بابت می‌باشد که از منظر آنان، تغییرات بازده سهام بعنوان معیاری از ریسک می‌باشد و همچنین خطی‌مشی سرمایه‌گذاران بازار سرمایه می‌تواند از این معیار بعنوان ابزاری برای اندازه‌گیری میزان آسیب‌پذیری بازار سهام استفاده نمایند (ظفر و همکاران^۳، ۲۰۰۸). یکی از مدل‌های پیش‌بینی بازده مورد انتظار سهام مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای^۴ است. این مدل بر پایه فرض رقابت کامل و دسترسی یکسان معامله‌گران به اطلاعات (تقارن اطلاعاتی) تدوین شده است. به دلیل نقایض این مدل، فاما و فرنچ^۵ (۱۹۹۳) مدل سه عاملی را مطرح نمودند (آچاریا و پدرسون^۶، ۲۰۰۵). تا به امروز، در مورد عوامل مختلف تأثیر گذار بر بازده مورد انتظار سهام، پژوهش‌های متعددی انجام پذیرفته است. در هر یک از این تحقیقات سعی شده است که به بررسی یک یا چند عامل موثر بر بازده مورد انتظار بپردازند. مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای تنها عامل تبیین‌کننده اختلاف بازده سهام را ریسک سیستماتیک یا ضریب بتای آنها تعریف می‌کند و شواهد تجربی نشان می‌دهد که بتا به عنوان شاخص ریسک سیستماتیک به تنهایی قدرت تبیین اختلاف بازده سهام را ندارد (رباط میلی، ۱۳۸۶).

۲-۳- نوسان بازده غیر متعارف سهام

نوسان‌پذیری بازده سهام، یکی از موضوعات بحث برانگیز مالی است که در سال‌های اخیر مورد توجه پژوهشگران بازار سرمایه در بازارهای نوظهور قرار گرفته است. دلیل این گرایش، به ارتباط بین نوسان‌پذیری قیمت و به تبع آن بازده سهام شرکت‌ها و تأثیر آن بر عملکرد مالی شرکت‌ها و همچنین کل اقتصاد بر می‌گردد. از طرف دیگر، سودمندی مطالعه نوسان‌پذیری بازده سهام از طرف سرمایه‌گذاران از این جهت است که آن‌ها نوسان‌پذیری بازده سهام را به عنوان معیاری از ریسک در نظر می‌گیرند و همچنین خطی‌مشی‌گذاران بازار سرمایه می‌توانند از این معیار به عنوان ابزاری برای اندازه‌گیری میزان آسیب‌پذیری بازار سهام استفاده نمایند (ظفر و همکاران، ۲۰۰۸). به اعتقاد یورک^۷ (۲۰۰۴) بازارهای کارا از نوسان‌پذیری و غیرمنتظره تنفر دارند. زمانی که نوسان‌پذیری وجود داشته باشد، بازارها به علامت بالا بودن ریسک، واکنش نشان می‌دهند. صرف‌نظر از علت نوسان‌پذیری؛ مدیران دو راه برای برخورد با آن دارند. یکی، مقابله با علل ریشه‌ای و استفاده از کنترل مدیریتی برای کاهش یا حذف آن می‌باشد، که با این کار ریسک واقعی کاهش می‌یابد و موجب کاهش هزینه سرمایه^۸ می‌شود. راه حل دیگر، پنهان نمودن نوسان‌پذیری با استفاده از روش‌های مختلف حسابداری می‌باشد. حاصل این رویکرد، صرفاً ثبات ظاهری است و ریسک عملیاتی واقعی تغییر نمی‌یابد. در واقع، این رویه موجب افزایش ریسک کل می‌شود، زیرا بازار سرمایه، اطلاعات موردنیاز خود را از صورت‌های مالی بدست نمی‌آورد. بنابراین، هزینه سرمایه رو به فزونی می‌گذارد و قیمت اوراق بهادار تنزل می‌یابد. اگر بازار کارا باشد، می‌توان بین دو رویکرد مذکور در ارتباط با نوسان‌پذیری و واکنش بر اساس آن تمایز قائل شد. از این رو، مطالعه و بررسی عوامل مؤثر بر نوسان‌پذیری بازده سهام می‌تواند در اتخاذ بسیاری از تصمیم‌های بازار

1 Anwer & Scote

2 Leledakis

3 Zafar et al

4 Capital Assets Pricing Model (CAPM)

5 Fama & French

6 Acharya & Pedersen

7 York

8 Cost of Capital

سرمایه مفید و راه‌گشا بوده، نتیجه آن برای فعالان بورس اعم از نهادهای مالی، مدیران شرکت‌ها، ناظران سیستم‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاران عادی قابل استفاده باشد (قربانی و خطیری، ۱۳۹۳). پژوهش‌های صورت گرفته توسط فینک و همکاران^۱ (۲۰۱۰) و برندت و همکاران^۲ (۲۰۱۰) در مورد نوسان‌های بازده غیر متعارف نشان می‌دهد که این نوسان‌ها رفتارهایی متغیر دارند و از روند ثابتی پیروی نمی‌کنند. با توجه به اینکه نوسان بازده غیر متعارف کاربردهایی برای مواردی از قبیل تنوع بخشی و مدیریت پرتفوی، رابطه بین ریسک و پاداش و ارزشیابی حق تقدم دارد، و سرمایه‌گذاران از آن به عنوان معیاری برای ارزیابی ریسک و خطمشی‌گذاران بازار سرمایه از آن به عنوان ابزاری برای اندازه‌گیری میزان آسیب پذیری بازار سهام استفاده می‌نمایند، از منظر محققین مختلف، تفسیرهایی بشرح زیر برای نوسان بازده غیر متعارف سهام صورت گرفته است:

- کیفیت سود و گزارشگری مالی (راچکوپال و ونکاتچالام^۳، ۲۰۱۱).
- خرید و فروش سهام به قیمتی کمتر نسبت به قیمت سایر سهام توسط سرمایه‌گذاران جزء و مالکیت محدود سرمایه‌گذاران نهادی (برندت و همکاران، ۲۰۱۰).
- تغییر در نوسان سود (ژانگ^۴، ۲۰۱۰).
- تغییر در مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری (ژانگ، ۲۰۱۰).
- عدم اطمینان به سود و رشد آتی سود (وی و ژانگ^۵، ۲۰۰۶).
- مالکیت نهادی (بنت و همکاران^۶، ۲۰۰۳).

۲-۴- مروری بر مطالعات صورت گرفته

قربانی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر نوسان بازده غیرمتعارف سهام پرداختند و دریافته‌اند که کیفیت گزارشگری مالی بر نوسان بازده غیر متعارف سهام تأثیری معکوس دارد. پیرمرادی و همکاران (۱۳۹۲) در بررسی تأثیر بیش اعتمادی مدیریت بر کیفیت اقلام تعهدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به این نتیجه رسیدند که بیش اعتمادی مدیریت بر کیفیت اقلام تعهدی تأثیر معناداری ندارد. کاظمی نوری (۱۳۹۱) به بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی و ذخایر نقدی بر رابطه میان اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی پرداخت. بر اساس نتایج حاصله، اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد، باعث افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی می‌شود. همچنین وجود موجودی نقد بالاتر، تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی را به طور معناداری افزایش نمی‌دهد. همچنین نتایج نشان داد که تأثیر مثبت اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی در شرکت‌هایی که هزینه‌های نمایندگی بالاتری دارند، شدیدتر است. دشماخ و گوئل^۷ (۲۰۱۳) طی بررسی‌های خود به این نتیجه رسیدند که مدیران دارای اعتماد بیش از حد بیشتر در آینده، سود نقدی کمتری تقسیم می‌کنند. مطابق با نتایج پژوهش چن و همکاران^۸ (۲۰۱۳) اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت، موجب افزایش میزان چسبندگی هزینه‌های فروش و اداری می‌شود. هریبار و یانگ (۲۰۱۳) با اقتباس از ادبیات نظری علم روان شناسی، به شواهد تجربی در حوزه‌های مالی و حسابداری دست یافتند که مدیران دارای اعتماد به نفس بیشتر، هنگامی که دارای وجه نقد زیادی هستند، بازده پروژه‌های سرمایه‌گذاری را بیش از واقعیت برآورد کرده و سرمایه‌گذاری بیشتری در آن پروژه‌ها انجام می‌دهند. مالمیندر و همکاران^۹ (۲۰۱۱) در پژوهش‌های خود به این نتیجه رسیدند که بیش

1 Finl et al

2 Brandt et al

3 Rajgopa & Venkatachalam

4 Zhang

5 Wei & Zhang

6 Bennett et al

7 Deshmukh & Goel

8 Chen et al

9 Malmendier et al

اعتمادی مدیران باعث می‌شود که آنها با اعتماد بیش از حد به توانایی‌های خود بر جریان نقدی آینده پروژه‌های سرمایه‌گذاریهی خود را که بازده مثبتی ندارند، به امید عملکرد بهتر در آینده، بیش از واقع نشان دهند. هیتون^۱ (۲۰۰۲) تلاش کرد تا مدلی برای بررسی فرآیند تصمیم‌گیری مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد، بدون در نظر گرفتن هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی ارائه نماید. یافته‌های پژوهش وی نشان داد که مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد، تحت این باور که بازار، ارزش پروژه‌های شرکت را کمتر از واقع تخمین می‌زند و هزینه‌های تأمین مالی خارجی بسیار بالا خواهد بود، حساسیت سرمایه‌گذاری خود را نسبت به جریان‌های نقدی آزاد، افزایش خواهند داد.

۳- مدل و فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر اساس مدل مالمیندر و همکاران (۲۰۱۱) بر نوسان بازده غیر متعارف سهام، تأثیر مثبت و معناداری دارد.

مدل مالمیندر و همکاران (۲۰۱۱): این مدل بر اساس تعداد روزهای افزایش و کاهش قیمت سهام است. اگر در طول سال مالی تعداد روزهای افزایش قیمت سهام بیشتر از تعداد روزهای کاهش قیمت سهام شرکت باشد، فرض می‌شود اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت وجود دارد و برای آن امتیاز یک در نظر گرفته می‌شود؛ در غیر این صورت، امتیاز صفر مبنای محاسبات خواهد بود.

فرضیه دوم: اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر اساس مدل کمپل و همکاران (۲۰۱۰) بر نوسان بازده غیر متعارف سهام، تأثیر مثبت و معناداری دارد.

مدل کمپل و همکاران (۲۰۱۰): این معیار بر اساس درصد افزایش قیمت سهام است. در طول سال مالی اگر درصد افزایش قیمت سهام بیشتر از درصد کاهش قیمت سهام باشد، فرض می‌شود اعتماد به نفس مدیریت بیشتر است و به آن امتیاز یک تعلق می‌گیرد؛ در غیر این صورت، امتیاز صفر مبنای محاسبات خواهد بود.

در پژوهش حاضر، نوسان بازده غیر متعارف سهام بعنوان تابعی از اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت در نظر گرفته می‌شود. مدل ریاضی پژوهش حاضر، بشرح رابطه ۱ تبیین می‌گردد:

$$\text{رابطه ۱} \quad \text{Var}_{i,t} = b_0 + b_1 \text{MOC}_{i,t} + b_2 \text{SIZE}_{i,t} + b_3 \text{LEV}_{i,t} + b_4 \text{AGE}_{i,t} + b_5 \text{PROF}_{i,t} + b_6 \text{CFO}_{i,t} + b_7 \text{INST}_{i,t} + e_0$$

که در رابطه فوق: Var: نوسان بازده غیر متعارف سهام، MOC: اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت، SIZE: اندازه شرکت، LEV: درجه اهرمی، AGE: عمر شرکت، PROF: فرصت‌های سودآوری، جریان‌های نقدی عملیاتی، INST: نسبت سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی و e_0 : درصد خطا می‌باشد.

۴- روش تحقیق

پژوهش حاضر، از نوع توصیفی و از نظر هدف، کاربردی بوده و از آنجایی که به بررسی وضعیت موجود متغیرها با استفاده از جمع‌آوری اطلاعات از طریق اطلاعات گذشته اقدام شده است، در ردیف مطالعات توصیفی- پس رویدادی گنجانده می‌شود. جامعه آماری پژوهش حاضر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۸۴ تا پایان سال ۱۳۹۳ به مدت ۱۰ سال می‌باشد. برای حصول به نمونه آماری مطلوب از روش نمونه‌گیری به روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. لذا، جامعه آماری مورد بررسی با استفاده از شرایط و محدودیت‌های زیر تعدیل شده است:

- ۱- شرکت‌های نمونه شامل شرکت‌هایی از نوع تأمین کننده مالی، سرمایه‌گذاری و بیمه‌ای نباشند.
 - ۲- شرکت‌های نمونه در طی دوره مورد بررسی، ده ساله عضویت خود را در بورس اوراق بهادار حفظ کرده باشند.
 - ۳- شرکت‌های نمونه دارای سال مالی منتهی به پایان ۲۹ اسفند باشند.
 - ۴- داده‌های متغیرهای پژوهش برای شرکت‌های مورد نظر قابل دسترس باشد.
- پس از اعمال محدودیت‌های فوق، تعداد ۸۷ شرکت همه شرایط حضور در جامعه آماری را داشته‌اند.

۵- متغیرهای پژوهش و شیوه ارزیابی آنها

۵-۱- اعتماد به نفس زیاد مدیریت

برای اندازه‌گیری متغیر مستقل (اعتماد به نفس زیاد مدیریت) با تعدیل معیارهای به کار گرفته شده در پژوهش مالمیندر و همکاران (۲۰۱۱) و کمپل و همکاران (۲۰۱۰) از دو شاخص، بصورت متغیرهای مصنوعی استفاده می‌شود که شیوه سنجش و نحوه استفاده از آنها در بهبود فرضیه ذکر شده است.

۵-۲- نوسان بازده غیر متعارف سهام

واریانس یا انحراف معیار بازده‌های واقعی یکی از فراگیرترین معیارهای ریسک است. چنین معیار آماری از پراکندگی بازده‌ها نسبت به امید ریاضی بازده‌ها، حاصل می‌آید به طوری که واریانس یا انحراف معیار بالاتر نشان دهنده پراکندگی بیشتر می‌باشد. در واقع هر چه بازده‌های واقعی پراکنده‌تر باشند، مخاطره بازده‌ها در دوره‌های آینده بیشتر خواهد بود. به این ترتیب فزونی گستره بازده‌های واقعی (تغییر فاصله کمترین بازده تا بیشترین بازده) به مفهوم آن است که ریسک با توجه به بازده‌های واقعی در آینده بیشتر خواهد بود (قربانی و خطیری، ۱۳۹۳). برای اندازه‌گیری بازده غیرمتعارف سهام از مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) به صورت رابطه ۲ استفاده شده است.

$$R_{i,t} - R_{f,t} = a_i + b_i(R_{m,t} - R_{f,t}) + s_i(SMB_t) + h_i(HML_t) + e_{it} \quad \text{رابطه ۲}$$

که در رابطه فوق $R_{i,t} - R_{f,t}$: صرف ریسک سهام شرکت i در سال t ، $R_{m,t} - R_{f,t}$: صرف ریسک بازار در سال t ، SMB_t : عامل اندازه شرکت‌ها در سال t ، HML_t : عامل نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام در سال t و $\varepsilon_{i,t}$: خطای پیش‌بینی بازده شرکت i در سال t می‌باشد. برای اندازه‌گیری نوسان بازده غیر متعارف سهام از رابطه ۳ استفاده شده است، بدین نحو که پس از به کارگیری مدل سه عاملی و به دست آمدن پسماندهای ماهیانه، واریانس سالیانه پسماندهای ماهیانه این مدل محاسبه گردیده و به عنوان شاخص نوسان بازده غیر متعارف سهام به کار گرفته شده است.

$$VAR_{i,t} = s^2 e_{i,t} \quad \text{رابطه ۳}$$

۵-۳- اندازه شرکت

اندازه شرکت عبارت است از لگاریتم مجموع دارایی‌های شرکت در پایان سال (باغومیان و نقدی، ۱۳۹۳).

عمر شرکت

منظور از عمر شرکت، اختلاف زمانی دوره مورد بررسی با سال پذیرش شرکت‌ها در بورس می‌باشد (قاسمی و نامدار، ۱۳۹۴).

۵-۴- فرصت‌های سودآوری

برای سنجش فرصت‌های سودآوری، مطابق با رابطه ۴ از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری استفاده شده است.

$$Q = \frac{MV}{BV} \quad \text{رابطه ۴}$$

که در رابطه فوق: MV : ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و BV : ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می‌باشد (قاسمی و همکاران، ۱۳۹۴).

۵-۵- اهرم مالی

اهرم مالی از تقسیم کل بدهی‌های یک شرکت بر کل دارایی‌هایش بدست می‌آید (قاسمی، ۱۳۹۴).

۵-۶- جریان‌های نقدی عملیاتی

جریان‌های نقدی عملیاتی عبارت است از جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های اصلی و مستمر هر واحد تجاری که از صورت جریان وجوه نقد قابل استخراج است (ایزدی نیا و همکاران، ۱۳۹۲).

۷-۵- نسبت سهام تحت تملک سرمایه گذاران نهادی

نسبت سهام تحت تملک سرمایه گذاران نهادی برابر است با نسبت سهام تحت تملک سهامداران نهادی به کل سهامداران شرکت در پایان سال. سهامداران نهادی آن دسته از سهامداران شرکت هستند که حداقل ۲۰ درصد سهام شرکت را دارا باشند (قربانی و همکاران، ۱۳۹۲).

۶- یافته‌های پژوهش

۶-۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش به اختصار در جدول ۱ نشان داده شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	کمینه	بیشینه	میانگین	میانه	انحراف معیار
معیار اول اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۷۲۱	۱/۲۷
معیار دوم اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۷۹۳	۱/۷۷
نوسان بازده غیر متعارف سهام	۱/۱۵۲	۲۴۶۶/۲۵۵	۱۷۷/۵۲۸	۱۲۲/۱۰۱	۱۳۳/۱۵
اندازه شرکت	۴/۴۰۲	۶/۹۱۶	۵/۵۶۶	۵/۶۲۹	۰/۳۱
درجه اهرمی	۰/۲۵۷	۰/۶۳۱	۰/۴۹۲	۰/۳۰۱	۰/۱۹
عمر شرکت	۱۵	۴۵	۱۳	۰/۹۵۱	۰/۴۲
فرصت‌های سودآوری	۰/۰۹۱	۲/۷۱۱	۰/۳۸۲	۰/۴۴۷	۰/۲۸
جریان‌های نقدی عملیاتی	-۰/۲۹۷	۲/۸۵۱	۰/۵۷۴	۰/۴۹۷	۲/۲۲
نسبت سهام تحت تملک سرمایه گذاران نهادی	۰	۰/۶۶۲	۰/۵۲۴	۰/۴۲۵	۲/۹۱

۶-۲- آزمون نرمال بودن داده‌ها و نبود همخطی

به منظور بررسی نرمال بودن داده‌ها از آزمون جاکر^۱ و به منظور بررسی همخطی^۲ از معیارهای تلرانس^۳ و عامل تورم واریانس^۴ استفاده شده است. نتایج آزمون‌های مذکور در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول ۲. نتایج آزمون نرمال بودن و عدم وجود همخطی

متغیر	آماره جاکر برا	احتمال آماره جاکر برا	آماره‌های همخطی	
			تلرانس	عامل تورم واریانس
معیار اول اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت	۲۱/۳۷	۰/۲۱۷	۰/۶۵۸	۲/۲۱۵
معیار دوم اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت	۴۱/۹۷	۰/۲۱۱	۰/۸۵۷	۱/۲۵۱
اندازه شرکت	۳۴/۷۷	۰/۴۲۵	۰/۷۵۶	۱/۵۲۳
درجه اهرمی	۳۱/۹۲	۰/۲۳۹	۰/۶۵۸	۲/۰۱۸
عمر شرکت	۲۴/۴۴	۰/۸۰۲	۰/۶۶۶	۲/۶۵۸
فرصت‌های سودآوری	۶۲/۴۶	۰/۸۵۷	۰/۷۸۵	۱/۹۵۶
جریان‌های نقدی عملیاتی	۵۹/۳۷	۰/۸۸۸	۰/۹۶۸	۱/۵۸۲
نسبت سهام تحت تملک سرمایه گذاران نهادی	۳۲/۳۲	۰/۲۹۸	۰/۹۵۵	۱/۰۰۵
نوسان بازده غیر متعارف سهام	۳۶/۲۵	۰/۳۷۵	-	-

1 Jark - Bera

2 colinearity

3 Tolerance

4 Variance Inflation Factor (VIF)

به لحاظ آنکه احتمال آماره جارك - برا برای تمامی متغیرهای پژوهش، بیش از سطح خطای ۵ درصد می‌باشد، نرمال بودن آنها مورد تأیید قرار می‌گیرد. همچنین بواسطه آنکه مقدار تفرانس و عامل تورم واریانس برای متغیرهای مستقل و کنترلی، به ترتیب بیش از ۰/۲ و کمتر از ۵ می‌باشد، این نتیجه حاصل می‌گردد که میان آنها، همخطی وجود ندارد.

۳-۶- آزمون واریانس ناهمسانی

به منظور بررسی واریانس ناهمسانی از آزمون وایت^۱ استفاده شده و نتایج آزمون مذکور در جدول ۳ نشان داده شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون واریانس ناهمسانی

نام آزمون	فرضیه	آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون
وایت	اول	۱/۵۴۲	۳ و ۱۷۳	۰/۵۶۲
	دوم	۱/۵۷۸	۴ و ۱۵۸	۰/۳۳۸

با توجه به آنکه احتمال آماره آزمون وایت بیش تر از سطح خطای ۵ درصد می‌باشد، همسانی واریانس تأیید شده و مشاهده گردید که مشکل ناهمسانی واریانس وجود ندارد.

۴-۶- آزمون تشخیص مدل (افلیمر^۲) و هاسمن^۳

برای تعیین معنی دار بودن روش اثرات ثابت از آزمون افلیمر استفاده می‌شود. در صورتی که نتایج این آزمون حاکی از استفاده از داده‌های تابلویی^۴ باشد، به منظور گزینش مناسب بین مدل اثرات ثابت^۵ و اثرات تصادفی^۶ از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. جدول ۴ نتایج آزمون تشخیص مدل و انتخاب الگوی مناسب را نشان می‌دهد.

جدول ۴. نتایج آزمون افلیمر و هاسمن برای تعیین نوع توزیع داده‌های پژوهش

نام آزمون	فرضیه	آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون	نتیجه آزمون
افلیمر	اول	۶۱/۱۱۱	(۷۸, ۲۲۲)	۰/۰۰۰۰	استفاده از داده های تابلویی
	دوم	۴۷/۲۵۴	(۳۳, ۳۹۷)	۰/۰۰۰۰	
هاسمن	اول	۶۱/۵۰۱	۵	۰/۰۰۰۰	استفاده از روش اثرات ثابت
	دوم	۴۵/۴۵۲	۶	۰/۰۰۰۰	

به لحاظ آنکه احتمال آماره آزمون افلیمر کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، می‌توان نتیجه گرفت که نوع توزیع داده های پژوهش، از نوع داده‌های تابلویی می‌باشد. با توجه به این امر، در ادامه، تعیین روش تخمین (روش اثرات ثابت یا اثرات تصادفی) با کمک آزمون هاسمن صورت گرفت که با توجه به اینکه احتمال آماره خی‌دو، کمتر از سطح خطای ۵ درصد بود، استفاده از روش اثرات ثابت تأیید شد.

۵-۶- آزمون فرضیه‌های پژوهش

تجزیه و تحلیل فرضیه اول

اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر اساس مدل المیندر و همکاران (۲۰۱۱) بر نوسان بازده غیر متعارف سهام، تأثیر مثبت و معناداری دارد.

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه مذکور در جدول ۵ ارائه شده است.

1 White
2 F Limer (Chaw)
3 Hausman
4 Panel Data
5 Fixed Effect
6 Random Effect

جدول ۵. نتایج برازش مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه اول پژوهش

متغیرها	آماره ها	نماد	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره تی	احتمال آماره تی	VIF
مقدار ثابت	C	۱۰/۲۱۴	۴/۴۶۵	۰/۰۰۰۰	-	
اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت	MOC1	۷/۸۵۴	۵/۲۹۸	۰/۰۰۲۰	۲/۲۱	
عمر شرکت	AGE	۹/۹۵۸	۴/۴۶۵	۰/۰۰۰۷	۲/۴۱	
درجه اهرمی	LEV	۱۰/۳۴۵	۱/۲۴۷	۰/۴۰۸۵	۲/۲۲	
فرصت‌های سودآوری	PROF	۶/۵۵۵	۱/۹۸۵	۰/۳۱۲۵	۱/۹۹	
اندازه شرکت	SIZE	۶/۲۶۹	۴/۴۰۱	۰/۰۰۲۸	۱/۹۸	
جریان‌های نقدی عملیاتی	CFO	۹/۱۹۸	۱/۱۲۱	۰/۲۸۹۶	۲/۳۶	
نسبت سهام تحت تملک سرمایه گذاران نهادی	INST	۵/۸۳۶	۰/۹۸۵۲	۰/۵۵۸۹	۲/۲۰	
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین - واتسون	آماره اف	احتمال آماره اف		
۰/۶۷	۰/۶۴	۲/۰۱۱	۱۱۰/۴۵۱	۰/۰۰۰		

بر اساس اطلاعات مندرج در نگاره فوق، ضمن مثبت بودن علامت ضریب رگرسیونی متغیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت (۷/۸۵۴)، به لحاظ آنکه مقدار احتمال آماره تی مربوط به متغیر مذکور (۰/۰۰۲۰)، کمتر از سطح خطای ۵ درصد می‌باشد، لذا فرضیه اول در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود. به عبارت دیگر، اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر اساس مدل مالمندر و همکاران (۲۰۱۱)، بر نوسان بازده غیر متعارف سهام، تأثیر مثبت و معناداری دارد. بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده، حدود ۶۴ درصد تغییرات نوسان بازده غیر متعارف سهام، ضمن توجه به تأثیر متغیرهای کنترلی، توسط تغییرات معیار اول اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت توضیح داده می‌شود.

تجزیه و تحلیل فرضیه دوم

اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر اساس مدل کمپل و همکاران (۲۰۱۰) بر نوسان بازده غیر متعارف سهام، تأثیر مثبت و معناداری دارد.

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه مذکور در جدول ۶ ارائه شده است.

جدول ۶. نتایج برازش مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه اول پژوهش

متغیرها	آماره ها	نماد	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره تی	احتمال آماره تی	VIF
مقدار ثابت	C	۱۰/۵۲۸	۴/۶۵۸	۰/۰۰۰۰	-	
اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت	MOC2	۱۱/۳۴۵	۵/۵۸۷	۰/۰۱۲۱	۱/۹۹	
عمر شرکت	AGE	۸/۳۶۹	۴/۶۸۲	۰/۰۰۵۱	۲/۱۴	
درجه اهرمی	LEV	۹/۵۳۸	۱/۱۸۵	۰/۱۲۸۲	۲/۵۵	
سودآوری	PROF	۵/۵۴۸	۰/۹۸۵	۰/۵۴۲۴	۲/۳۴	
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۸۴۵	۶/۸۵۴	۰/۰۰۵۷	۱/۹۵	
جریان‌های نقدی عملیاتی	CFO	۸/۳۶۵	۱/۶۵۲	۰/۳۲۸۴	۲/۶۵	
نسبت سهام تحت تملک سرمایه گذاران نهادی	INST	۴/۶۲۵	۰/۸۵۹	۰/۷۱۵۹	۲/۵۲	
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین - واتسون	آماره اف	احتمال آماره اف		
۰/۶۱	۰/۵۷	۲/۰۵	۱۱۲/۱۲۵	۰/۰۰۰		

بر اساس اطلاعات مندرج در نگاره فوق، ضمن مثبت بودن علامت ضریب رگرسیونی متغیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت (۱۱/۳۴۵)، به لحاظ آنکه مقدار احتمال آماره تی مربوط به متغیر مذکور (۰/۰۱۲۱)، کمتر از سطح خطای ۵ درصد

می‌باشد، لذا فرضیه دوم نیز در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود. به عبارت دیگر، اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر اساس مدل کمپل و همکاران (۲۰۱۰) بر نوسان بازده غیر متعارف سهام، تأثیر مثبت و معناداری دارد. بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده، ۵۷ درصد تغییرات نوسان بازده غیر متعارف سهام، ضمن توجه به تأثیر متغیرهای کنترلی، توسط تغییرات معیار دوم اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت توضیح داده می‌شود.

۷- بحث و نتیجه‌گیری

در تمامی واحدهای تجاری، مدیران مربوطه درصدد می‌باشند که با انجام فعالیت در حوزه صنایع مختلف، اقدام به کسب بازده متعارف نموده و در نهایت، عملکرد مناسب و قابل قبولی را ارائه دهند. در این میان، ویژگی‌های مختلفی وجود دارد که در دستیابی به این مهم، تأثیر چشمگیری دارند که برخی از این ویژگی‌ها به اشخاص درون‌سازمانی نظیر مدیران و برخی دیگر به عوامل بیرونی ارتباط دارند. در پژوهش حاضر، بر روی یکی از ویژگی‌های شخصیتی مدیران، یعنی اعتماد به نفس بیش از حد آنها، متمرکز و تأثیر آن بر نوسان بازده غیر متعارف سهام مورد مطالعه قرار گرفت. همانگونه که در بخش‌های قبلی نیز بیان شد، این فاکتور مهم توانسته بود بر نوسان بازده غیر متعارف سهام تأثیر مثبت و معناداری داشته باشد. به عبارت دیگر، با افزایش اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، نوسان بازده غیر متعارف سهام آن واحد تجاری، بطور معناداری افزایش می‌یابد. با توجه به این تأثیر مثبت و معنادار، بنظر می‌رسد خوش‌بینی مدیران و عدم توجه به فاکتورهای مبتنی بر واقعیت در پیش‌بینی آینده واحد تجاری و همچنین عدم توجه و نظارت کافی بر فعالیت‌های اصلی و مستمر شرکت، زمینه‌های لازم را برای بوجود آمدن بازده غیر متعارف و نوسان آن در طول زمان را فراهم می‌آورد. واضح است اگر مدیران، با برخورد منطقی و بدور از خوش‌بینی‌های کاذب، فعالیت‌های شرکت را بررسی و کارشناسی نمایند، کسب بازده غیر متعارف و نوسان آن در طول زمان، بصورت تدریجی کاهش خواهد یافت. با توجه به نتایج حاصله، به مدیران واحدهای تجاری، سرمایه‌گذاران و محققین دانشگاهی پیشنهاد می‌گردد که در بررسی عوامل مؤثر بر بوجود آمدن بازده غیر متعارف سهام و نوسان آن در طول زمان، به ویژگی‌های شخصیتی مدیران آنان نظیر خوش‌بینی و اعتماد به نفس بیش از حد آن، توجه کافی و لازم را داشته باشند.

در نهایت، می‌توان پیشنهادهای برای پژوهش‌های آتی بشرح زیر، بیان نمود.

۱- بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر مدیریت سود،

۲- بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر پایداری سود.

منابع

- ۱- ایزدی نیا، ناصر، قوچی فرد، حمزه و حمیدیان، نرگس. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین جریان‌های نقد عملیاتی، سود خالص و اجزای ارقام تعهدی با جریان‌های نقد آزاد آتی شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. حسابداری مالی، شماره ۴، صص: ۱۹-۳۶.
- ۲- باغومیان، رافیک و نقدی، سجاد. (۱۳۹۳). تأثیر ساز و کار حاکمیت شرکتی بر میزان افشای اختیاری در گزارشگری سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری، سال پنجم، شماره ۱۶، صص: ۱۱۹-۱۳۶.
- ۳- پیرمرادی، فاطمه، علی نژاد ساروکلائی، مهدی و شول، عباس. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر بیش اعتمادی مدیریت بر کیفیت ارقام تعهدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دومین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری، استان گلستان، گرگان.
- ۴- تهرانی، رضا و حصارزاده، رضا. (۱۳۸۸). تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره سوم، صص: ۵۰-۶۷.
- ۵- حیدری، مهدی. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر عامل رفتاری اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت بر چسبندگی هزینه: نقش تعدیلی عوامل اقتصادی و عوامل مبتنی بر نظریه نمایندگی در آن. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۲، صص: ۱۷۲-۱۵۱.
- ۶- رباط میلی، میترا. (۱۳۸۶). مقایسه عملکرد مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه ای با مدل سه عاملی فاما و فرنچ در پیش بینی بازده مورد انتظار در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا (س).
- ۷- رحمانی، علی، مسجدموسوی، میرسجاد و قیطاسی، روحاله. (۱۳۹۰). بررسی رابطه سودآوری و بازده با توجه به چرخه عمر و اندازه شرکت. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۹، صص: ۱۱۵-۱۰۴.
- ۸- رهنمای رودپشتی، فریدون. (۱۳۸۷). مبانی حسابداری مدیریت: رویکرد و دیدگاه نوین. چاپ اول، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات.
- ۹- شباهنگ، رضا. (۱۳۷۸). حسابداری مدیریت. چاپ ششم، انتشارات سازمان حسابرسی.
- ۱۰- قربانی، بهزاد و خطیری، محمد. (۱۳۹۳). روند بازده غیر متعارف سهام و نوسان آن در طول زمان. حسابداری مالی. سال ششم، شماره ۲۱، صص: ۱۲۸-۱۱۰.
- ۱۱- قاسمی، علی، و نامدار، ندا. (۱۳۹۴). تأثیر ویژگی‌های هیأت مدیره بر کیفیت گزارشگری مالی در شرایط وجود و نبود عدم تقارن اطلاعاتی. سومین کنفرانس بین المللی اقتصاد، مدیریت و حسابداری. تهران، مرکز همایش‌های بین المللی.
- ۱۲- قاسمی، علی. (۱۳۹۴). تأثیر افشای اختیاری اطلاعات اجزای سرمایه فکری بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری. موسسه آموزش عالی تاکستان. دانشکده علوم انسانی.
- ۱۳- قاسمی، علی، رستمی، وهاب و عاشری، فاطمه. (۱۳۹۴). توانایی مدیریت و معیارهای سنجش کیفیت سود (با تمرکز بر ارائه مجدد، پایداری و کیفیت ارقام تعهدی سود). سومین کنفرانس بین المللی اقتصاد، مدیریت و حسابداری. تهران، مرکز همایش‌های بین المللی.
- ۱۴- قربانی، بهزاد، فروغی، داریوش، امیری، هادی و هاشمی، سیدعباس. (۱۳۹۲). کیفیت گزارشگری مالی و نوسان بازده غیر متعارف سهام. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ششم، شماره ۱۷، صص: ۴۵-۶۱.

- 15- Acharya, V. & Pedersen, L.H. (2005). Asset pricing with liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 77: 375-410.
- 16- Anwer, S. A., Scote, .D. (2012). Managerial Overconfidence And Accounting Conservatism, *Mays Business School*, number77.
- 17- Bennett, J. A., Sias, R. W., Starks, L. T. (2003). Greener Pastures and the Impact of Dynamic Institutional Preferences. *Review of Financial Studies*, 16: 1203-1238.
- 18- Brandt, M., Brav, A., Graham, J., Kumar, A. (2010). The idiosyncratic volatility puzzle: time trend or speculative episodes? *Review of Financial Studies*, 23(2): 863-899.
- 19- Campbell, T.C., Gallmeyer, M.F., Johnson, S. A., Rutherford, J., Stanley, B. (2010). CEO Optimism and Forced Turnover, *Journal of Financial Economics*, 101.
- 20- Chen, C. X., Gores, T., Nasev, J. (2013). Managerial Overconfidence and Cost Stickiness. Working Paper, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract>.
- 21- Chen, C., Huang, A.G., Jha, R. (2012). Idiosyncratic return volatility, economic activity, and managerial discretion. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47: 873-899.
- 22- Cooper, A., Woo, Y., Dunkelberg, W. (1988). Entrepreneurs perceived chances for success. *Journal of Business Venturing*, 1: 97-108.
- 23- Deshmukh, S., Goel, A. (2013). CEO Overconfidence and Dividend Policy. Working paper, DePaul University.
- 24- Fama, E. & French, K. (1997). Industry costs of equity. *Journal of Financial Economics*, 93: 153-194.
- 25- Fazzari, S., Hubbard, R. G., and Petersen, B. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brooking Papers on Economic Activity*. 19: 141-195.
- 26- Fink, J., K. Fink, G. Grullon, and J. Weston. (2010). What Drove the Increase in Idiosyncratic Volatility during the Internet Boom? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45: 1253-1278.
- 27- Heaton, J.B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 31: 33-45.
- 28- Hribar, P., Kim, J., Wilson, R., Yang, H. (2012). Counterparty Responses to Managerial Overconfidence. business.uiuc.edu
- 29- Leledakis, G. N. (2004). Does firm size predict stock returns? Evidence from the London stock exchange. University of warwick Department of Economics, Working paper series.
- 30- Malmendier, U., G. Tate, and J. Yan. (2011). Overconfidence and Early. Life experiences: The effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of Finance* 66 (5): 1687-733.
- 31- Malmendier, U., Tate, G. (2008) "Who makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction" *Journal of Financial Economics* NO 89.
- 32- Rajgopal, S., M. Venkatachalam, 2011. Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility. *Journal of Accounting and Economics* 51: pp 1-20.
- 33- Wei, S.X., Zhang, C. (2006). Why did individual stocks become more volatile? *Journal of Business* 79: pp 259-292
- 34- Zafar, N. Urooj, S.F., Durrani, T.K. (2008). Interest rate volatility and stock return and volatility. *European journal of economic* 14: pp 1-6.
- 35- Zhang, C. (2010). A Re-examination of the Causes of Time-Varying Stock Return Volatilities. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 45: pp 663-684.