



تأثیر اطمینان بیش از حد سرمایه گذاران بر اثر تمایلی در بورس اوراق بهادار تهران

محمد حیدری فر^۱
امیررضا کیقبادی^۲

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۰۴/۱۶ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۰۶/۱۹

چکیده

در سالهای اخیر بازارهای مالی شاهد نوسانات شدید قیمت سهام بوده است که به شدت تحت تأثیر رفتارهای سرمایه گذاران، دیدگاه ها، بینش و تجربیات آنها از متغیرهای اجتماعی، سیاسی و اقتصادی بوده است. در نتیجه لزوم بررسی الگوهای روانشناسی و تأثیر آن بر بازارهای مالی احساس می شود. در دو دهه اخیر تحقیقات زیادی در زمینه روانشناسی مالی در سراسر جهان انجام شده با توجه به اهمیت موضوعات روانشناسی مالی در این پژوهش به تأثیر اطمینان بیش از حد سرمایه گذاران بر اثر تمایلی در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. جامعه آماری تحقیق حاضر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ بوده که حجم نمونه با توجه به روش غربالگری و پس از حذف مشاهدات پرت برابر با ۸۰ شرکت می باشد. برای آزمون فرضیات تحقیق از داده های پانل (تابلویی) با اثرات ثابت استفاده شده است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده های شرکت ها با استفاده از رگرسیون چند متغیره در سطح اطمینان ۹۵٪ نشان می دهد اطمینان بیش از حد سرمایه گذاران تأثیر مستقیمی بر اثر تمایلی سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

واژه های کلیدی: اطمینان بیش از حد سرمایه گذاران، اثر تمایلی، بازده مورد انتظار سهام، عدم نقدشوندگی.

طبقه بندی JEL: G10, G11, G21, G23

۱- کارشناس ارشد مدیریت مالی، واحد الکترونیکی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.
۲- استادیار گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران، (نویسنده اصلی و مسول مکاتبات)
a.keyghobadi@iauctb.ac.ir

۱- مقدمه

در سالهای اخیر دو دسته تحقیقات در خصوص تصمیمات سرمایه گذاری، محیط تحقیقات اقتصادی مالی را تغییر داده است. این دو دسته بیشتر بر روی ساختارهای خرد بازار و مالی رفتاری تمرکز دارند. تحقیقات ساختارهای خرد بازار به بررسی اهمیت هزینه معاملات، نقدشوندگی سهام، بازده سهام و... تاثیر آنها بر روی تصمیمات سرمایه گذاری می پردازد. همچنین مطالعات زیادی در زمینه مالی رفتاری وجود دارد که بعضی از تورش های رفتاری مانند اثر تمایلی^۱ و اعتماد بیش از حد^۲ سرمایه گذاران بر روی رفتار سرمایه گذاری سرمایه گذاران را مورد توجه قرار می دهد. در این سالها، بازارهای مالی شاهد نوسانات شدید قیمت سهام بوده است که به شدت تحت تاثیر رفتارهای سرمایه گذاران، دیدگاه ها، بینش و تجربیات آنها از متغیرهای اجتماعی، سیاسی و اقتصادی بوده است؛ در نتیجه لزوم بررسی الگوهای روانشناسی و تاثیر آن بر بازارهای مالی احساس می شود.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

اطمینان بیش از حد یک پدیده شناخته شده و مستند شده در روانشناسی است. روانشناسان یک فرد با ویژگی های رفتاری فرا اطمینانی را به عنوان فردی تعریف می کنند که اعتقاد دارد اطلاعات و دانش ایشان بسیار دقیق است (بیش از آنچه که واقعیت دارد). به نظر هاید^۳ متون مربوط به روانشناسی دو تعریف از اطمینان بیش از حد ارائه داده اند. نخست افراد برآورد بیش از واقع از توانایی های خود دارند. دوم، افراد یک رویداد را معین تر از آنچه که واقعا هست، می بینند. در هر یک از موارد، کارگزاران اقتصادی بر این باور هستند که اطلاعات شان دقیق تر از دیگران است. در حال حاضر، اقتصاددانان مالی بیشتر علاقمند شده اند تا بازتاب فرا اطمینان را بر روی تصمیمات مالی و عملکرد بازارهای مالی مشاهده کنند. اطمینان بیش از حد آنچنان پدیده روانشناختی قوی است که تجربه نیز نمی تواند آن را حذف کند (آلن و ایونس^۴، ۲۰۰۵).

این رویکردها منجر شده است که بسیاری از اقتصاددانان اطمینان بیش از حد را به عنوان ارزیابی بیش از واقع میانگین و ارزیابی کمتر از واقع واریانس توزیع اطلاعات تعریف کنند. اُدن^۵ (۱۹۹۸) اطمینان بیش از حد را به عنوان به روزآوری اریبی عقاید در برابر پراکندگی تعریف کرده اند. اما همه تحقیقات بر این موضوع توافق نظر دارند که فرا اطمینان می تواند تداوم یابد چراکه بازارهای مالی عناصری نظیر وظایف پیچیده، اطلاعات چکیده، بازخورکند و نتایج وابسته به مهارت در خود دارند که موجبات چنین ویژگی های رفتاری را فراهم می آورد (آلن و ایونس، ۲۰۰۵). مهمترین علت مبادلات بیش از حد، اعتماد بیش از حد سرمایه گذاران است که یک پدیده

روانشناسی بوده و با استفاده از چندین متغیر سطح آن برازش می شود. پراهمیت ترین این متغیرها عبارتند از: تخمین بیش از حد دقت اطلاعات، توهم کنترل و اثر بهتر از متوسط. حجم مبادلات در بازارهای مالی با تعداد سفارشات خرید، تعداد مبادلات و نرخ گردش مبادلات سنجیده می شود.

یکی دیگر از تورشهای رفتاری سهامداران که اخیراً مورد توجه پژوهشگران حوزه مالی رفتاری^۶ قرار گرفته است اثر تمایلی می باشد که یکی از مباحث مطرح در پارادایم مالی رفتاری می باشد که بیان کننده موقعیت فرد در هنگام تصمیم گیری است. بر اساس این دیدگاه، چنانچه سرمایه گذار در موقعیت سود باشد به سرعت اقدام به فروش سهام کرده و در مقابل چنانچه که سهام در موقعیت زیان باشد آن را به مدت طولانی نگهداری خواهد کرد. اثر تمایلی که ریشه در تئوری انتظارات کانمن و تورسکی^۷ دارد به تشکیل نقطه مرجع اشاره کرده و بیان می کند که سرمایه گذاران بر اساس نقطه مرجع انتخابی خود تصمیم گیری خواهند نمود.

حرکت اصلی در زمینه اثر تمایلی را آدین در سال ۱۹۹۸ شروع کرد. آدین در سال ۱۹۹۹ اعلام کرد که سهامداران فردی، بیشتر علاقمند به خرید سهامی با ارزش بازار کم و رشدی هستند. آنها همچنین مایلند تا سهام هایی که اخیراً افزایش قیمت داشته اند را خریداری کنند. بر اساس یافته های وی سهام هایی که فروخته می شوند عملکرد بهتری نسبت به سهام هایی که خریده می شوند دارند. همچنین سهامداران در ۱۳/۵ درصد از اوقات، وزن سهام زیان دیده شان در پرتفوی را افزایش داده اند. در صورتی که تنها در ۹،۴ درصد از مواقع وزن سهام سودآور را در پرتفوی افزایش داده اند که این امر نشان از وجود اثر تمایلی در میان سرمایه گذاران است (آدین، ۱۹۹۸). این پژوهش به دنبال آن است که آیا اطمینان بیش از حد سرمایه گذاران بر اثر تمایلی در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد؟

قادری و همکاران (۱۳۹۷)، هدف از مدیریت ریسک شناسایی و ارزیابی ریسک و کاهش آن با استفاده از منابع اقتصادی در اختیار مدیر است. در این مطالعه ارتباط بین اطمینان بیش از حد مدیران و اثر بخشی مدیریت ریسک مورد بررسی قرار گرفته است. در این راستا، از سه معیار خطای تخمین سود، مخارج سرمایه گذاری و سرمایه گذاری بیش از حد به عنوان شاخص های اطمینان بیش از حد مدیران و همچنین از چهار عامل استراتژی، بهره وری، گزارشگری و انطباق جهت محاسبه اثر بخشی مدیریت ریسک استفاده شده است. بر اساس نتایج پژوهش حاضر، شیوه های مدیریت ریسک سازمانی متأثر از سوگیری های رفتاری و بیش اطمینانی مدیران بوده و اثربخشی خود را از دست خواهد داد، لذا اثر اطمینان بیش از حد مدیران بر مدیریت ریسک پذیرفته می شود.

سیف‌اللهی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی تحت عنوان "بررسی مقایسه ای عوامل رفتاری در سرمایه گذاری دارایی های مالی" این تحقیق به تاثیر عوامل رفتاری دوری از تاسف و پشیمانی، اثر تمایلی، حسابداری ذهنی، بیش اطمینانی، شهود نمایندگی، رفتار توده وار و محافظه کاری و اثر مالکیت بر روی سرمایه گذاری دارایی های مالی و در نهایت بررسی مقایسه ای این عوامل می باشد نتایج حاصل نشان می دهد که تمام عوامل به غیر از عامل "بیش اطمینانی" روی سرمایه گذاری تاثیر گذار هستند و میزان این تاثیر برای هریک متفاوت می باشد و رتبه بندی این عوامل از نظر میزان تاثیر گذاری عبارتند از: ۱- سود و زیان نسبی، ۲- اثر تمایلی، ۳- محافظه کاری، ۴- رفتار توده وار، ۵- شهود نمایندگی، ۶- اثر مالکیت، ۷- پشیمان گریزی.

جهانگیری راد و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی تحت عنوان "بررسی رفتار گروهی سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران" این تحقیق به بررسی رفتار گروهی سرمایه گذاران در بازار بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۵ تا سال ۱۳۹۰ پرداخته است. نتایج به دست آمده، نشان می دهد سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران رفتار گروهی دارند، و این نوع رفتار در بازار افزایشی بیشتر از بازار کاهشی است.

عزیززاده (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیریتی و محافظه کاری حسابداری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. این تحقیق در بین یک نمونه شامل ۱۰۹ شرکت طی سالهای ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۱ انجام گرفته است. یافته های پژوهش نشان میدهد که تأثیر سرمایه گذاری بیش از حد بر محافظه کاری، معکوس بوده و همچنین تأثیر استقلال هیئت مدیره در سرمایه گذاری بیش از حد بر محافظه کاری، معکوس بوده است.

مصلح شیرازی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی تحت عنوان "تئوری چشم انداز و مدلسازی الگوی تصمیم گیری مدیران در بخش صنعت" در این مقاله تحقیق تصمیم گیری مدیران ارشد استان فارس با استفاده از تئوری چشم انداز و نگرش رفتاری، مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج پژوهش نشان داد که نقش الگوی رفتاری در تصمیم گیری که بر اساس شاخص تغییر حساسیت سود و زیان در تئوری چشم انداز ارزیابی می شود، بسیار مهم است؛ به طوری که این تغییر حساسیت در منطقه زیان نسبت به منطقه سود بیشتر است. همچنین، مطلوبیت کاهش زیان برای مدیران بیشتر از افزایش سود است؛ به طوری که نمونه مورد بررسی حساسیت بیشتری نسبت به کاهش زیان در مقایسه با افزایش سود دارد.

حیدریپور و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی تحت عنوان "تأثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام" به تحقیق در خصوص تأثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران، بر بازده

سهام پرتفوی های مرتب شده بر اساس اندازه، قیمت، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی در قلمرو زمانی ۱۳۸۰ لغایت ۱۳۸۸ پرداخت. نتایج این تحقیق حاکی از وجود رابطه مثبت و معنی دار گرایش های احساسی سرمایه گذاران با بازده سهام شرکتهای دارای کمترین اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی می باشد.

دامن کشیده و نظمی پیله رود (۱۳۹۲)، هدف این مطالعه آزمون این فرضیه است که نا اطمینانی تورم بر شاخص کل سهام بورس تهران اثر منفی و معنی داری دارد. این تحلیل براساس مدل های واریانس ناهمسانی شرطی خودرگرسیو تعمیم یافته (ARCH-GARCH)، که این امکان را فراهم می کند تا واریانس شرطی جمله خطا در طول زمان تغییر کند، استوار است. در این مقاله با استفاده از مدل های ARCH و GARCH به محاسبه میزان نااطمینانی تورم بر شاخص کل سهام بورس تهران به صورت ماهانه طی سال های ۱۳۹۰-۱۳۸۷ خواهیم پرداخت. نتایج حاصل از تخمین مدل حاکی از آن است که نرخ تورم و شاخص قیمت کالا و خدمات اثر مستقیم معنادار بر شاخص بورس دارد، در حالیکه اثر نااطمینانی معکوس و معنادار می باشد.

شریف کریمی و همکاران (۱۳۹۲)، اگر سرمایه گذاری را به تعویق انداختن مصرف فعلی برای دستیابی به امکان مصرف بیشتر در آینده تعریف نماییم شناسایی فرصت هایی که سرمایه گذار بتواند از طریق آنها، ارزش مشخصی را فدا کند تا درقبال آن درآینده ارزش خاصی را که مورد نظرش است به دست آورد، امر سرمایه گذاری اهمیت وافری پیدا می کند. نتایج نشان می دهد در دوره مورد بررسی، سرمایه گذاری در سهام بالاترین بازده و در عین حال بالاترین ریسک را نصیب سرمایه گذاران نموده است. نتایج شاخص های ارزیابی مالی (معیار شارپ و معیار ترینر) نیز حاکی از مطلوبیت بیشتر شاخص سهام نسبت به دیگر فرصت ها بوده است.

زیا و هاشمی^۸ (۲۰۱۶) به بررسی تاثیر اطمینان بیش از حد سرمایه گذاران بر اثر تمایلی در بورس اوراق بهادار کراچی پاکستان بر اساس ساختار داده های پانل پرداخت در این پژوهش برای اندازه گیری اثر تمایلی از میانگین دوره نگهداری استفاده کرده است نتایج تحقیقات آنها نشان داد که بازده سهام و عدم نقدشوندگی با میانگین دوره نگهداری به ترتیب رابطه منفی و مثبت دارد که نشان دهنده وجود اثر تمایلی در بازار سرمایه پاکستان می باشد همچنین نتایج پژوهش آنها نشان داد که اعتماد بیش از حد سرمایه گذاران تاثیر مستقیم بر اثر تمایلی سرمایه گذاران دارد.

هولگر^۹ (۲۰۱۵) در پژوهشی تحت عنوان "بررسی تاثیر اثر تمایلی بر تصمیم گیری تیم های سرمایه گذاری" به بررسی و مقایسه تاثیر گذاری اثر تمایلی بر تصمیم گیری های تیم های سرمایه گذاری و تصمیم گیری های انفرادی می پردازد. او به این نتیجه می رسد که تیم های سرمایه

گذاری بیشتر تحت تاثیر اثر تمایلی می باشند و دیرتر به تشخیص فروش سهام های زیان ده اقدام می کنند.

الکس و همکاران^{۱۰} (۲۰۱۵) در پژوهشی تحت عنوان "بررسی ارتباط اثر تمایلی و خصوصیات سرمایه گذار در استرالیا" به بررسی تاثیر گذاری اثر تمایلی بر تصمیم گیری های سرمایه گذاران حقیقی با پس زمینه های قومیتی در استرالیا می پردازد. آنها به این نتیجه می رسند که در قومیت چینی علی الخصوص در زنان مسن تر بیشتر اثر تمایلی دیده می شود.

هولگر (۲۰۱۴) در پژوهشی تحت عنوان "اثر تمایلی و ریسک گریزی: آیا تفاوت های جنسیتی مهم است؟" به بررسی رابطه ریسک گریزی و اثر تمایلی در بورس سهام آلمان پرداخت. وی به بررسی تاثیر جنسیتی بر ریسک گریزی و اثر تمایلی پرداخت. آنها به این نتیجه رسیدند که زنان نسبت به مردان ریسک گریزتر هستند و همچنین زنان نسبت به مردان دارای اثر تمایلی بالاتری هستند.

۳- فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: عدم نقدشوندگی بر اثر تمایلی سهامداران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

فرضیه دوم: بازده سهام بر اثر تمایلی سهامداران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد

فرضیه سوم: اعتماد بیش از حد بر اثر تمایلی سهامداران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

۴- روش شناسی پژوهش

تحقیق بر حسب هدف از نوع تحقیقات کاربردی است. این پژوهش از نوع توصیفی همبستگی و روش شناسی پژوهش از نوع پس رویدادی است. برای آزمون فرضیه ها، از مدل رگرسیون چند متغیره استفاده خواهد شد. برای گردآوری اطلاعات در مورد ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق و فرمول های استخراج متغیرهای تحقیق از روش کتابخانه ای استفاده می شود. اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه های تحقیق، از اطلاعات دسته دوم شرکت های نمونه بود که از منابع مختلفی از جمله نرم افزار ره آورد نوین، امیدنامه و صورت های مالی استخراج شدند. اطلاعات اخذ شده در رابطه با متغیرهای تحقیق وارد صفحه گسترده Excel نسخه ۲۰۱۳ استفاده شده و سپس با استفاده از نرم افزار Eviews نسخه ۹ تحلیل شده اند. جامعه آماری این پژوهش به روش غربالگری

از تمام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ (دوره هفت ساله) تشکیل می شود.

۵- تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها

۵-۱- مدل پژوهش

برای آزمون فرضیه پژوهش از مدلهای پیشنهادی زیبا و هاشمی (۲۰۱۶) استفاده شده است
برای آزمون فرضیه ها از معادله های زیر استفاده خواهد شد:
جهت آزمون فرضیه اول:

مدل (۱)

$$HP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ILLIQ_{i,t} + \beta_2 MV_{i,t} + \beta_3 Volatility_{i,t} + e_{i,t}$$

جهت آزمون فرضیه دوم:

مدل (۲)

$$HP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{i,t} + \beta_2 ILLIQ_{i,t} + \beta_3 MV_{i,t} + \beta_4 Volatility_{i,t} + e_{i,t}$$

جهت آزمون فرضیه سوم:

مدل (۳)

$$HP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OVC_{i,t} + \beta_2 ILLIQ_{i,t} + \beta_3 MV_{i,t} + \beta_4 Volatility_{i,t} + e_{i,t}$$

۵-۲- تعریف عملیاتی متغیرها

• متغیر وابسته

میانگین دوره نگهداری سهام عادی (HPI_{i,t})
برای اندازه گیری "اثر تمایلی" از میانگین دوره نگهداری سهام عادی استفاده خواهد شد. طبق مطالعات آتکینز و دایل (۱۹۹۷) میانگین دوره نگهداری سهام شرکت، i برای هر سال t از طریق تقسیم تعداد سهام منتشره شرکت، بر حجم معاملات سالانه شرکت، به دست می آید. به بیانی دیگر برای هر سال، میانگین دوره نگهداری سهام عادی برای هر شرکت، به صورت زیر محاسبه میشود (آتکینز و دایل^{۱۱}، ۱۹۹۷؛ زیبا و هاشمیان، ۲۰۱۶):

$$HP_{i,t} = \frac{\sum_{d=1}^N \text{Shares Outstanding } i, t, d}{\sum_{d=1}^N \text{VOLD}_i, t, d} / N$$

$VOLD_{i,t,d}$: ارزش معاملات روزانه سهام i در روز d سال t
 $Shares\ Outstanding_{i,t,d}$: میزان سهام منتشر شده شرکت i در روز d سال t
 N : تعداد روزهای فعال و معاملاتی شرکت در هر سال

• متغیرهای مستقل

اطمینان بیش از حد^{۱۲} (OVC)

برای اندازه گیری این متغیر از طریق نسبت تعداد سهام هایی که قیمت آنها به نسبت روز قبل افزایش داشته به تعداد سهام هایی که قیمت آنها کاهش داشته اندازه گیری می شود (بونلرت^{۱۳}، ۲۰۱۷).

$$ADR_t = \sum_{i=1}^n \frac{inc_t}{Dec_t}$$

inc_t : تعداد سهام هایی که نسبت به روز $t-1$ قیمت شان افزایش پیدا کرده است.
 Dec_t : تعداد سهام هایی که نسبت به روز $t-1$ قیمت شان کاهش پیدا کرده است

عدم نقدشوندگی

$$ILLIQ_{i,t} = \frac{1}{N} \sum_{d=1}^N \frac{|R_{i,t,d}|}{VOLD_{i,t,d}}$$

$R_{i,t,d}$: بازده قیمتی سهام i در روز d سال t
 N : تعداد کل روزهای معاملاتی سهام i در سال
 $VOLD_{i,t,d}$: ارزش معاملات روزانه سهام i در روز d سال t (آمیهود^{۱۴}، ۲۰۰۲)

بازده سهام

$$R_{it} = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t}{P_{t-1}} \times 100$$

که در آن:
 R_{it} : بازده سهام در دوره t
 P_t : قیمت سهام در پایان دوره t
 P_{t-1} : قیمت سهام در ابتدای دوره t یا پایان دوره $t-1$
 D_t : منافع حاصل از مالکیت سهام در دوره t که به سهام تعلق گرفته است (راعی و پویان فر، ۱۳۹۰).

• متغیر کنترلی

اندازه شرکت، $MV_{i,t}$

در این مطالعه لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت، i در سال t به عنوان معیاری برای اندازه شرکت، در نظر گرفته شده است (زیا و هاشمیان، ۲۰۱۶).

نوسانات بازدهی ($Volatility_{i,t}$)

در این مطالعه انحراف معیار بازده روزانه سهام شرکت، i در سال t به عنوان معیار ریسک در نظر گرفته شده است، که به صورت زیر محاسبه می گردد (زیا و هاشمیان، ۲۰۱۶).

$$Volatility_{i,t} = ((\sum |R_{i,t,d}| - \text{avg}(R_{i,t,d})^2) / (N-1))^{0.5}$$

۵-۳- جامعه و نمونه آماری پژوهش

از آنجا که قلمرو زمانی این پژوهش از ابتدای سال ۱۳۸۸ تا پایان سال ۱۳۹۴ می باشد، لذا جامعه آماری شامل تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. روش نمونه گیری غربالگری با اعمال شرایط زیر می باشد:

- ۱) اطلاعات مورد نیاز جهت محاسبه متغیرهای عملیاتی پژوهش، برای آنها در دسترس باشد.
 - ۲) دست کم از سال ۱۳۸۸ در بورس پذیرفته شده و تا پایان دوره پژوهش در بورس فعال باشند.
 - ۳) پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد و طی دوره تحقیق تغییر سال مالی نداده باشند.
 - ۴) جزء موسسه های مالی، سرمایه گذاری و بانک ها نباشد.
 - ۵) طی دوره تحقیق بیش از سه ماه وقفه معاملاتی نداشته باشند.
- در نهایت حجم نمونه نهایی با توجه به روش غربالگری ۸۰ شرکت می باشد.

۵-۴- یافته های پژوهش

۵-۴-۱- آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای وابسته، مستقل و کنترل که با استفاده از داده های بانک مورد بررسی طی دوره آزمون (سال های ۱۳۸۸-۱۳۹۴) اندازه گیری شده اند، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، کمینه و بیشینه است در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱- آماره های توصیفی متغیرهای تحقیق

شرح متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
ارزش بازار سهام	27.85146	27.69298	32.67849	24.59447	1.521261
بازده سهام	54.20358	22.86926	810.3448	-60.4295	102.7520
دوره نگهداری سهام	309.0889	28.25716	9109.427	0.219030	830.7472
عدم نقدشوندگی	-64.6184	-0.0442	948.4357	-38449.3	1627.654
نوسانات بازده سهام	7.153664	2.687966	1393.748	0.485690	60.80207
اعتماد بیش از حد	0.935072	0.783275	7.000000	0.000000	0.766122

منبع: یافته های پژوهشگر

۵-۴-۲- آزمون مانایی

پیش از برآورد مدل پژوهش، لازم است مانایی تمام متغیرهای مورد استفاده در تخمین‌ها، مورد آزمون قرار گیرد. از آنجایی که در این پژوهش تعداد سال‌ها ۷ سال می‌باشد با توجه به طول بازه زمانی تحقیق و نامتوازن بودن داده‌ها، انجام آزمون پایایی متغیرهای تحقیق از اهمیت آماری برخوردار نمی‌باشد و بررسی مانایی متغیرها همچنان ضرورتی ندارد و فقط به نتایج آزمون آزمون لوین لین چو^{۱۵} (LLC) بسنده شده است.

جدول شماره ۳- نتایج آزمون مانایی

نام متغیر	نماد	آماره LLC	P - Value
ارزش بازار سهام	MV	-26.01	0.0000
بازده سهام	RET	-12.05	0.0000
دوره نگهداری سهام	HP	-61.53	0.0000
عدم نقدشوندگی	ILLIQ	-1413.56	0.0000
نوسانات بازده سهام	VOLATILITY	-19.33	0.0000
اعتماد بیش از حد	OVERCONFIDENCE	-14.65	0.0000

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۵-۴-۳- تعیین مدل مناسب برای تخمین مدل رگرسیون

با توجه به ادبیات پژوهش موجود و نیز ماهیت فرضیه های پژوهش در این پژوهش از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. بمنظور تعیین مدل مناسب (تلفیقی یا تابلویی با اثرات ثابت یا تصادفی)

برای آزمون فرضیات از آزمون های F لیمر (چاو) و هاسمن استفاده شده است. با توجه به نتایج جدول ۲ از روش اثرات ثابت برای تخمین مدل استفاده می شود.

جدول شماره ۳- نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

مدل	آزمون	آماره	احتمال	نتیجه
فرضیه اول	F لیمر	1.969	0.0000	تابلویی (پانل)
فرضیه دوم	F لیمر	2.001	0.0000	تابلویی (پانل)
فرضیه سوم	F لیمر	2.700	0.0000	تابلویی (پانل)
فرضیه اول	هاسمن	41.41	0.0000	اثرات ثابت
فرضیه دوم	هاسمن	10.43	0.0490	اثرات ثابت
فرضیه سوم	هاسمن	8.41	0.0310	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۵-۵- آزمون فروض رگرسیون

پیش از برآزش مدل‌های رگرسیون لازم است ابتدا مفروضات رگرسیون مورد آزمون قرار گیرد. قبل از انجام هرگونه تفسیر نتایج رگرسیون، باید برای تصدیق صحت نتایج و حصول اطمینان از قابلیت اتکاء بودن نتایج برآورد مدل رگرسیونی، مفروضات مدل را بررسی نمود. **آزمون همسانی واریانس باقی مانده‌ها:** در این پژوهش برای آزمون وجود ناهمسانی واریانس، از آزمون بروش- پاگان استفاده شده و فرض صفر آن مبنی بر همسانی واریانس می باشد با توجه به این که سطح احتمال معنی داری آماره آزمون برای هر سه مدل کمتر از ۵ درصد شده است فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس رد شده است و مدل دارای ناهمسانی واریانس می باشد جهت رفع آن، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برای تخمین مدل استفاده شده است. خلاصه نتایج این آزمون در جدول (۴) ارائه شده است.

جدول شماره ۴- نتایج آزمون همسانی واریانس

مدل	نوع آزمون	آماره آزمون	P - Value	نتیجه
فرضیه اول	بروش- پاگان	4.1e+06	0.0000	ناهمسانی واریانس
فرضیه دوم	بروش- پاگان	2.5e+06	0.0000	ناهمسانی واریانس
فرضیه سوم	بروش- پاگان	7.3e+07	0.0000	ناهمسانی واریانس

منبع: یافته‌های پژوهشگر

عدم وجود خود همبستگی جزء خطا: برای بررسی عدم خود همبستگی در نتایج مدل رگرسیونی از آزمون بروش گادفری استفاده شده است فرض صفر مبنی بر عدم خود همبستگی مدل می باشد با توجه به این که سطح احتمال معنی داری آماره آزمون بیشتر از ۵ درصد می باشد فرض صفر مبنی بر عدم خود همبستگی رد نشده است.

جدول شماره ۵- نتایج آزمون خودهمبستگی

نتیجه	P - Value	آماره آزمون	نوع آزمون	مدل
عدم خودهمبستگی	0.5393	0.380	بروش گادفری	فرضیه اول
عدم خودهمبستگی	0.5275	0.403	بروش گادفری	فرضیه دوم
عدم خودهمبستگی	0.2988	1.094	بروش گادفری	فرضیه سوم

منبع: یافته‌های پژوهشگر

عدم وجود هم خطی بین متغیرهای توضیحی: در این مطالعه برای بررسی عدم وجود هم خطی از شاخص تورم واریانس^{۱۶} (VIF) استفاده خواهد شد. زمانی که شاخص وضعیت کمتر از ۱۰ باشد بیانگر عدم وجود همخطی می باشد. وقتی این شاخص مابین ۱۰ و ۳۰ باشد بیانگر هم خطی معتدل و زمانی که بزرگتر از ۳۰ باشد بیانگر وجود هم خطی شدید است. همانطور که نتایج جدول ۶ نشان می دهد بین متغیرهای مستقل هم خطی وجود ندارد.

جدول شماره ۶- آزمون شاخص تورم واریانس

نماد متغیر	شاخص تورم واریانس (VIF)
MV	۱,۰۱
RET	۱,۰۰
ILLIQ	۱,۰۴
VOLATILITY	۱,۰۳
OVERCONFIDENCE	۱,۸۱

منبع: یافته‌های پژوهشگر

پس از بررسی فروض کلاسیک در قسمت بعد نتایج حاصل از برازش مدل رگرسیونی پژوهش و به تبع آن فرضیه های پژوهش مورد بررسی و آزمون قرار می گیرد.

آزمون نرمال بودن جملات خطا: به منظور آزمون نرمال بودن جملات خطا از آماره جارک -
 برا^{۱۷} استفاده شده است. باتوجه به نتایج بدست آمده، فرضیه صفر مبنی بر نرمال بودن جمله خطا
 در تمامی فرضیه ها رد شده است. با توجه به این که برای برآورد مدل ها از روش GLS استفاده
 شده است این فرض دیگر الزامی نیست و می توان از آن صرف نظر نمود.

جدول شماره ۷- آزمون نرمالیتی

مدل	نوع آزمون	آماره آزمون	P - Value	نتیجه
فرضیه اول	جارک - برا	۲۰۳۰۸	۰/۰۰۰۰	رد فرضیه نرمال
فرضیه دوم	جارک - برا	۱۹۷۶۲	۰/۰۰۰۰	رد فرضیه نرمال
فرضیه سوم	جارک - برا	۳۵۲	۰/۰۰۰۰	رد فرضیه نرمال

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۵-۶- آزمون فرضیات پژوهش

همانطوری که توضیح داده شد برای آزمون فرضیات از رگرسیون چندمتغیره پانل دیتا و باتوجه
 به نتیجه آزمون اثرات مشترک از روش پانل اثرات ثابت و روش تخمین حداقل مربعات تعمیم یافته
 (GLS) برای برآورد مدل رگرسیونی این فرضیه استفاده گردید. لذا خروجی برآورد مدل های
 پژوهش بااستفاده از نرم افزار Eviews برای سال های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ در جدول های ۸ تا ۱۰ ارائه
 گردیده است.

جدول شماره ۸- نتایج برآورد مدل رگرسیونی با روش داده های تابلویی اثرات ثابت (مدل اول)

$HP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ILLIQ_{i,t} + \beta_2 MV_{i,t} + \beta_3 Volatility_{i,t} + e_{i,t}$				
P - Value	آماره t	ضریب	نماد متغیر	نام متغیر
0.0141	-2.464671	-3270.485	β_0	عرض از مبدا
0.0000	20.36917	0.090588	ILLIQ	عدم نقدشوندگی
0.0073	2.695014	1.284079	MV	اندازه شرکت
0.0000	-4.508931	-0.367080	VOLATILITY	نوسانات بازده
2.14	اندازه آماره F			
0.0000	معناداری آماره F			
2.12	آماره دوربین واتسون - DW			
0.26	ضریب تعیین - R ²			
0.24	ضریب تعیین تعدیل شده - Adj- R ²			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۵-۶-۱- آزمون فرضیه اول

فرضیه اول: عدم نقدشوندگی بر اثر تمایلی سهامداران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد."

همانگونه که جدول (۸) نشان می دهد سطح احتمال عدم نقدشوندگی کمتر از ۰/۰۵ بوده لذا فرض صفر مبنی بر عدم تاثیر گذاری رد شده و این متغیر از معنی داری لازم برخوردار است این موضوع بدان معنی است که عدم نقدشوندگی بر اثر تمایلی سهامداران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد. با توجه به این که ضریب تاثیر محاسبه شده برای متغیر عدم نقدشوندگی برابر (۰/۰۹) بدست آمده ، نشان می دهد که این متغیر در نمونه انتخاب شده تاثیر مستقیم بر اثر تمایلی دارد، ضریب تعیین تعدیل شده در مدل اول برابر ۰/۲۴ است که بیان می کند ۲۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای سمت راست مدل توضیح داده می شود. اگرچه ۷۶٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای سمت راست توضیح داده نشد، اما با توجه به آماره F فیشر و سطح معناداری آن، می توان گفت این مدل قابلیت برازش رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته را دارد و با توجه به این که آماره دوربین واتسون که ۲،۱۲ در این مدل بدست آمده و نزدیکی آن به عدد ۲ که نشانه خوبی تصریح مدل می باشد. همانطور که نتایج نشان می دهد افزایش عدم نقدشوندگی باعث افزایش هزینه معاملات سهام و در نتیجه افزایش دوره نگهداری شده و نشان دهنده وجود اثرات تمایلی در سرمایه گذاران می شود.

جدول ۹- نتایج برآورد مدل رگرسیونی با روش داده های تابلویی اثرات ثابت (مدل دوم)

HP _{it} = β ₀ + β ₁ R _{it} + β ₂ ILLIQ _{it} + β ₃ MV _{it} + β ₄ Volatility + e _{it}				
P - Value	t	ضریب	نماد متغیر	نام متغیر
0.1008	-1.644206	-1801.344	β ₀	عرض از مبدا
0.0000	-5.557552	-0.468929	RET	بازده سهام
0.0000	18.88471	0.084055	ILLIQ	عدم نقدشوندگی
0.0514	1.952823	0.766704	MV	اندازه شرکت
0.0422	-2.037079	-0.693994	VOLATILITY	نوسانات بازده
2.41	اندازه آماره F			
0.000	سطح معناداری آماره F			
2.13	آماره دوربین واتسون - DW			
0.31	ضریب تعیین R ²			
0.29	ضریب تعیین تعدیل شده - Adj-R ²			

منبع : یافته های پژوهشگر

۵-۶-۲- آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم: بازده سهام بر اثر تمایلی سهامداران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد."

همانگونه که جدول (۹) نشان می دهد سطح احتمال بازده سهام کمتر از ۰/۰۵ بوده لذا فرض صفر مبنی بر عدم تاثیر گذاری رد شده و این متغیر از معنی داری لازم برخوردار است این موضوع بدان معنی است که بازده سهام بر اثر تمایلی سهامداران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد با توجه به این که ضریب تاثیر محاسبه شده برای متغیر بازده سهام برابر (۰/۴۶-) بدست آمده ، نشان می دهد که این متغیر در نمونه انتخاب شده تاثیر معکوس بر اثرتمایلی دارد ، ضریب تعیین تعدیل شده در مدل دوم برابر ۰/۲۹ است که بیان می کند ۲۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای سمت راست مدل توضیح داده می شود. اگرچه ۷۱٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای سمت راست توضیح داده نشد، اما با توجه به آماره F فیشر و سطح معناداری آن، می توان گفت این مدل قابلیت برازش رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته را دارد و با توجه به این که آماره دوربین واتسون که ۲,۱۳ در این مدل بدست آمده و نزدیکی آن به عدد ۲ که نشانه خوبی تصریح مدل می باشد.

همانطور که نتایج نشان می دهد بین دوره نگهداری سهام و بازده سهام رابطه منفی وجود دارد و این بدان معنی است که کاهش (افزایش) بازدهی باعث افزایش (کاهش) دوره نگهداری شده نشان است وجود اثر تمایلی سهامداران در بازار سرمایه می باشد.

جدول ۱۰- نتایج برآورد مدل رگرسیونی با روش داده های تابلویی اثرات ثابت (مدل سوم)

$HP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OVERCONFIDENCE_{i,t} + \beta_2 MV_{i,t} + \beta_3 Volatility + e_{i,t}$				
P - Value	آماره t	ضریب	نماد متغیر	نام متغیر
0.5244	-0.637009	-282.1163	β_0	عرض از مبدا
0.0000	7.088254	678950.3	OVERCONFIDENCE	اعتماد بیش از حد
0.2173	1.235468	0.198796	MV	اندازه شرکت
0.4868	0.696024	0.437234	VOLATILITY	نوسانات بازده
3.37	اندازه آماره F			
0.000	سطح معناداری آماره F			
2.14	آماره دوربین واتسون - DW			
0.36	ضریب تعیین R^2			
0.34	ضریب تعیین تعدیل شده - Adj- R^2			

منبع: یافته های پژوهشگر

۵-۶-۳- آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم: اعتماد بیش از حد بر اثر تمایلی سهامداران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد "

همانگونه که جدول (۴-۷) نشان می دهد سطح احتمال اعتماد بیش از حد کمتر از ۰/۰۵ بوده لذا فرض صفر مینی بر عدم تاثیر گذاری رد شده و این متغیر از معنی داری لازم برخوردار است این موضوع بدان معنی است که اعتماد بیش از حد بر اثر تمایلی سهامداران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد. با توجه به این که ضریب تاثیر محاسبه شده برای متغیر بازده سهام برابر (۳/۶) بدست آمده ، نشان می دهد که این متغیر در نمونه انتخاب شده تاثیر مستقیم بر اثر تمایلی دارد، ضریب تعیین تعدیل شده در مدل سوم برابر ۰/۳۴ است که بیان می کند ۳۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای سمت راست مدل توضیح داده می شود. اگرچه ۷۴٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای سمت راست توضیح داده نشد، اما با توجه به آماره F فیشر و سطح معناداری آن، می توان گفت این مدل قابلیت برازش رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته را دارد و با توجه به این که آماره دوربین واتسون که ۲,۱۴ در این مدل بدست آمده و نزدیکی آن به عدد ۲ که نشانه خوبی تصریح مدل می باشد.

۶- بحث و نتیجه گیری

تحقیقات زیادی بر روی عوامل شرکتی و ساختارهای خرد بازار سرمایه و عوامل کلان اقتصادی تاثیر گذار بر متغیرهای عملکردی شرکت انجام شده است ولی تحقیقات کمی در ایران به حوزه مالی رفتاری پرداخته است این تحقیق تاثیر اطمینان بیش از حد سرمایه گذاران بر اثر تمایلی در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. همانطور که نتایج نشان می دهد تاثیر مستقیم عدم نقدشوندگی بر اثر تمایلی نشان دهنده آن است که زمانی که دوره نگهداری سهام بالا می رود باعث ایجاد عدم نقدشوندگی برای سهام می شود همچنین سایر نتایج نشان می دهد که اندازه تاثیر مستقیم و همچنین نوسانات تاثیر معکوس بر اثر تمایلی می گذارد. همچنین فرضیه دوم نشان دهنده اثر تمایلی می باشد یعنی سهام های با بازده پایین به امید افزایش و جبران ضرر به صورت بلندمدت نگهداری می شود و تاییدی بر اثر تمایلی بر بورس اوراق بهادار تهران می باشد. نتایج فرضیه اول و دوم با نتایج تحقیقات خارجی مانند زیا و هاشمی (۲۰۱۶) و آتکینز و دایل (۱۹۹۷) و همچنین با نتایج تحقیق داخلی مانند فدایی نژاد و همکاران (۱۳۹۱) مشابه می باشد. با توجه به فرضیه سوم وبا توجه به این که ضریب تاثیر مثبت محاسبه شده برای متغیر اعتماد بیش از حد سرمایه گذاران نشان می دهد که اعتماد بیش از حد سرمایه گذاران باعث شده که دوره نگهداری

- سهام بیشتر شده و در نتیجه باعث افزایش و تشدید اثر تمایلی می شوند و تاثیر مستقیمی بر روی آن دارد نتایج تحقیق با نتایج تحقیقات مانند زیا و هاشمی (۲۰۱۶) هم راستا می باشد.
- با توجه به نتایج پژوهش پیشنهاد های مبتنی بر یافته های این تحقیق به شرح ذیل ارائه می گردد:
- با توجه به نتایج فرضیه اول عدم نقدشوندگی باعث افزایش دوره نگهداری سهامداران را شده است به سهامداران پیشنهاد می شود برای کاهش تاثیر عدم نقدشوندگی بر اثر تمایلی سهامداران قبل از انتخاب سهام به تجزیه تحلیل نقد شونددگی سهام پرداخته شده است.
 - با توجه به نتایج فرضیه دوم و وجود اثر تمایلی به عنوان یک عامل رفتاری بازار بورس ایران، به تحلیل گران و مدیران پرتفوی سرمایه گذاری کارگزاری ها پیشنهاد می شود تصمیمات خرید و فروش را بر اساس تجزیه و تحلیل و با دلایل علمی انجام دهند.
 - با توجه به نتایج فرضیه سوم و تاثیر اعتماد بیش از حد بر اثر تمایلی سهامداران، یکی از عوامل تشدید کننده اثر تمایلی سهامداران می باشد و نشان می دهد یکی از ریشه های اثر تمایلی اعتماد بیش از حد سهامداران به معلومات خود می باشد و می بایست سهامداران در تصمیمات خود را بر اساس مشاوره و مطابقت با تحلیل های بنیادی و علمی انجام بدهند.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

فهرست منابع

- ۱) تهرانی، رضا؛ سارا نجف زاده خویی، (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر نااطمینانی تورم بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه اقتصاد مالی، شماره ۳۸، صفحه ۲۰-۱.
- ۲) جهانگیری راد، مصطفی، مرفوع، محمد و محمد جواد سلیمی، (۱۳۹۳)، بررسی رفتار گروهی سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال یازدهم شماره ۴۲، تابستان ۱۴۱، ۱۳۹۳-۱۵۸.
- ۳) حیدریپور، فرزانه، یداله تازی وردی، و مریم محرابی، (۱۳۹۲)، تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام. فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ششم، شماره هفده ام، بهار ۱۳۹۲.
- ۴) دامن کشیده، مرجان و زهرا نظمی پيله رود (۱۳۹۲)، بررسی تأثیر نااطمینانی تورمی بر شاخص کل سهام بورس تهران، فصلنامه اقتصاد مالی، دوره ۷، شماره ۲۳، ص ۱۳۶-۱۱۱.
- ۵) راعی، رضا و احمد پویانفر، (۱۳۹۰)، مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته، انتشارات سمت، چاپ پنجم.
- ۶) سیف الهی، راضیه، حمیدرضا کردلوئی و نادر دشتی، (۱۳۹۴)، بررسی مقایسه ای عوامل رفتاری در سرمایه گذاری دارایی های مالی. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال چهارم، شماره پانزدهم.
- ۷) شریف کریمی، محمد؛ قدرت اله امام وردی و نیشتمان دباغی، (۱۳۹۲)، ارزیابی و شناسایی مناسب ترین گزینه سرمایه گذاری دارایی و مالی در ایران (در بازه زمانی ۱۳۸۹-۱۳۸۰)، فصلنامه اقتصاد مالی، دوره ۷، شماره ۲۵، ص ۲۰۷-۱۷۷.
- ۸) عزیززاده، مهدی، (۱۳۹۳)، تأثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیریتی و واکنش سرمایه گذاران. پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی. موسسه آموزش عالی غیر دولتی غیر انتفاعی کار - دانشکده مدیریت و حسابداری.
- ۹) فدایی نژاد، محمد اسماعیل، محمد نوفرستی، و سید وحید شالباف یزدی، (۱۳۹۱)، بررسی ارتباط عدم نقدشوندگی و اثر گرایشی با دوره نگرهداری سهام عادی در بورس اوراق بهادار تهران. چشم انداز مدیریت مالی، شماره ۵، ص ۵۲-۲.
- ۱۰) قادری، کاوه، صلاح الدین قادری، سامان قادری، (۱۳۹۷)، تأثیر عامل رفتاری اطمینان بیش از حد مدیران بر اثربخشی مدیریت ریسک، فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۰، شماره ۳۷، ص ۲۷۲-۲۴۳.

(۱) مصلح شیرازی، علی نقی، محمد نماز، علی محمدی و احمد رجیبی، (۱۳۹۲)، تئوری چشم انداز و مدلسازی الگوی تصمیم گیری مدیران در بخش صنعت. چشم انداز مدیریت صنعتی، شماره ۱۰، ۹-۳۳.

- 12) Allen, W. David and Evans A. Dorla, (2005), "Bidding and Overconfidence in Experimental Financial Markets", The Journal of Behavioral Finance, Vol.6, No.3, pp.108-120.
- 13) Atkins, A. & Dyl, E., (1997), "Transactions Costs and Holding Periods For Common Stocks", The Journal of Finance, Vol.52, No.1, pp. 309-325.
- 14) Amihud, Yakov, (2002), Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-series Effects. Journal of Financial Markets ,5, pp. 31-56.
- 15) Alex, Frino. Grace, Lepone. Danika, Wright, (2015), Investor Characteristics and the Disposition Effect, Pacific-Basin Finance Journal, Volume 31, January 2015, pp. 1-12
- 16) Boonlert Jitmaneroj , (2017), "The Impact of Dividend Policy on Price-Earnings Ratio The Role of Conditional and Nonlinear Relationship ", Review of Accounting and Finance, Vol. 16, Iss. 1, pp. 125 -140.
- 17) Holger A. Rau, (2014) ,The Disposition Effect and Investor Experience. The Disposition Effect and loss Aversion: Do Gender Differences Matter? . Economics Letters, 123, pp.33-36.
- 18) Kahneman, D. & Tversky, A., (1979), Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. Econometrica, Vol. 47, No. 2, pp. 263-291.
- 19) Odean T. , (1998), Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?, Journal of Finance, Vol. 53, pp. 1775-1798.
- 20) Zia, Lubna and Hashemi, Shujahat Haider, (2016), Disposition Effect and Overconfidence in Pakistani Stock Market (March 10, 2016). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2745749>.

یادداشت‌ها

- ¹ Disposition Effect
- ² Overconfidence
- ³ Hvide
- ⁴ Allen and Evans
- ⁵ Odean
- ⁶ Behavioral finance
- ⁷ Kahneman, D. & Tversky
- ⁸ Zia and Hashemi
- ⁹ Holger
- ¹⁰ Alex & et al
- ¹¹ Atkins and Dyl
- ¹² Overconfidence
- ¹³ Boonlert
- ¹⁴ Amihud
- ¹⁵ Levin, Lin and Chu

¹⁶ Variance inflation Factor

¹⁷ Jareqe-Bera

