



The Impact of Investors' Emotional Decision Patterns on Firm Performance

Seyyed Abbas Hashemi * 

*Corresponding Author, Associate Prof., Department of Accounting, Faculty of Economics and Administrative Sciences, University of Isfahan, Esfahan, Iran. E-mail: a.hashemi@ase.ui.ac.ir

Alireza Rahrovi Dastjerdi 

Assistant Prof., Department of Accounting, Faculty of Economics and Administrative Sciences, University of Isfahan, Esfahan, Iran. E-mail: a.rahrovi@ase.ui.ac.ir

Mohammad Heydarian 

MS.c, Department of Accounting, Faculty of Economics and Administrative Sciences, University of Isfahan, Esfahan, Iran. E-mail: mheydariean@ase.ui.ac.ir

Abstract

Objective: The efficient market hypothesis is based on the assumption that investors behave rationally, but studies in behavioral finance have contradicted this notion. The irrationality of investor behavior can be attributed to risk in less efficient markets, which can lead them to make decisions based on emotions. These emotional decisions impact firm performance. This study is to determine the influence of two investor behaviors, "loss aversion" and "overconfidence," on the performance of companies listed on the Tehran Stock Exchange. Loss aversion serves as an indicator of negative emotions, while overconfidence serves as an indicator of positive emotions. This study, to the best of our knowledge, is among the initial research in Iran's financial field to utilize loss aversion and overconfidence as indicators of negative and positive emotions, respectively.

Methods: Based on these objectives, two hypotheses were developed in this study. The statistical population of this research consists of companies listed on the Tehran Stock Exchange (TSE). Data required for the statistical analysis were obtained from various sources, including the Rahvard Novin software, the TSE Technology Management Company website, and the financial statements of the companies. To test these hypotheses, a sample of 156 companies, listed on the Tehran Stock Exchange between 2013 and 2020, was selected using the screening method. The research questions were

answered using the panel data method, descriptive statistics, correlation analysis, and multivariate regression model.

Results: The findings shed light on the correlation between investors' behavior and the performance of companies on the TSE. The study reveals a strong negative correlation between investors' loss aversion and the economic performance of companies. This suggests that more loss-averse investors tend to contribute to the lower economic performance of companies. Furthermore, the study shows a positive correlation between investors' overconfidence and market performance. This suggests that companies with more confident investors tend to perform better in the market. Interestingly, the study also found that Iranian investors tend to be more overconfident than risk-averse, meaning that their overconfidence outweighs their tendency to be loss-averse. This generally optimistic attitude of investors in the TSE has a positive impact on the overall market performance by encouraging investment and boosting market confidence.

Conclusion: Loss aversion bias can lead investors to hold onto loss-making investments due to their fear of realizing losses. Pessimism and unfavorable stock market conditions may cause investors to prioritize avoiding losses over making strategic investment choices, ultimately reducing the economic performance of the company. Additionally, the overconfidence bias can cause investors to underestimate the risks associated with assets, leading them to base their investment decisions solely on simple criteria they deem important in their minds, without exercising sufficient care and attention. The rise in demand may lead to an increase in the securities' price, ultimately enhancing the overall value of the company.

Keywords: Emotional decision-making, Behavioral bias, Loss aversion, Overconfidence, Firm performance.

Citation: Hashemi, Seyyed Abbas; Rahrovi Dastjerdi, Alireza & Heydarian, Mohammad (2023). The Impact of Investors' Emotional Decision Patterns on Firm Performance. *Financial Research Journal*, 25(2), 205-227. <https://doi.org/10.22059/FRJ.2022.344405.1007348> (in Persian)

Financial Research Journal, 2023, Vol. 25, No.2, pp. 205-227
Published by University of Tehran, Faculty of Management
<https://doi.org/10.22059/FRJ.2022.344405.1007348>
Article Type: Research Paper
© Authors

Received: June 30, 2022
Received in revised form: November 12, 2022
Accepted: December 11, 2022
Published online: July 22, 2023



تأثیر الگوهای تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران بر عملکرد شرکت

سیدعباس هاشمی*

* نویسنده مسئول، دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران. رایانامه: a.hashemi@ase.ui.ac.ir

علیرضا رهروی دستجردی

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران. رایانامه: a.rahrovi@ase.ui.ac.ir

محمد حیدریان دولت‌آبادی

کارشناس ارشد، گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران. رایانامه: mhheydari@ase.ui.ac.ir

چکیده

هدف: یکی از فرض‌های بسیار مهم فرضیه بازار کارا، عقلانیت سرمایه‌گذار است؛ در حالی که نتایج پژوهش‌های انجام‌شده در حوزه مالی - رفتاری خلاف آن را نشان می‌دهد. عقلانی‌نبودن رفتار سرمایه‌گذاران، نشئت گرفته است از ریسک موجود در بازارهایی با کارایی کمتر که آن‌ها را به تصمیم‌گیری بر اساس احساسات خود وادار می‌کند. تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران نیز بر عملکرد شرکت اثر می‌گذارد. بر همین اساس، هدف پژوهش حاضر تعیین تأثیر دوسوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران، شامل «زیان‌گریزی» به‌عنوان شاخصی از احساسات منفی و «اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد» به‌عنوان شاخصی از احساسات مثبت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

روش: بر همین اساس دو فرضیه تدوین شد. با استفاده از روش غربالگری، نمونه‌ای متشکل از ۱۵۶ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ انتخاب و برای آزمون فرضیه‌ها، از مدل رگرسیونی چند متغیره به روش داده‌های ترکیبی استفاده شد.

یافته‌ها: نتایج نشان‌دهنده ارتباط منفی زیان‌گریزی سرمایه‌گذاران با عملکرد اقتصادی شرکت و ارتباط مثبت اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد سرمایه‌گذاران با عملکرد بازار شرکت است. همچنین مشخص شد که در بازار سرمایه ایران، سوگیری اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد سرمایه‌گذاران بر سوگیری زیان‌گریزی آن‌ها به میزان چشمگیری غلبه دارد.

نتیجه‌گیری: سوگیری زیان‌گریزی، به‌عدم فروش سرمایه‌گذاری زیان‌ده به‌علت ترس از تحقق زیان منجر می‌شود. بدبینی و وضعیت نامطلوب بازار بورس اوراق بهادار، سرمایه‌گذار را در انتخاب‌های سرمایه‌گذاری استراتژیک خود، به‌سمت زیان‌گریزی سوق می‌دهد و موجب کاهش عملکرد اقتصادی شرکت می‌شود. همچنین سوگیری اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد، باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران بدون دقت و توجه کافی و فقط بر اساس معیارهای ساده‌ای که در ذهن خود مدنظر دارند و مهم می‌پندارند، ریسک مرتبط با دارایی‌ها را دست کم بگیرند که به‌طور غیرمنطقی، باعث افزایش تقاضای آن‌ها برای اوراق بهادار پرخطر می‌شود. این افزایش تقاضا به افزایش قیمت اوراق بهادار و به‌دنبال آن، افزایش ارزش شرکت منجر می‌شود.

کلیدواژه‌ها: تصمیم‌گیری احساسی، سوگیری رفتاری، زیان‌گریزی، اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد، عملکرد شرکت.

استناد: هاشمی، سیدعباس؛ رهروی دستجردی، علیرضا و حیدریان دولت‌آبادی، محمد (۱۴۰۲). تأثیر الگوهای تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران بر عملکرد شرکت. *تحقیقات مالی*، ۲۵(۲)، ۲۰۵-۲۲۷.

مقدمه

بر اساس نظریه مالی - رفتاری یکی از دلایلی که باعث می‌شود سرمایه‌گذار تصمیمات منطقی نگیرد، شرایط ریسک در بازار است. اینکه چقدر این شرایط می‌تواند بر تصمیمات سرمایه‌گذار تأثیر بگذارد بستگی به باورهای شخصی او دارد. این باورها را می‌توان به دو قسمت باورهای مثبت (باورهای خوش‌بینانه) و باورهای منفی (باورهای بدبینانه) تفکیک کرد. این پژوهش اعتمادبه‌نفس را به‌عنوان باور مثبت و خوش‌بینانه و زیان‌گریزی را به‌عنوان باور منفی و بدبینانه در سرمایه‌گذاران در نظر گرفته و در صدد است که ارتباط این دو نوع باور را با عملکرد شرکت مورد بررسی قرار دهد.

هنگامی که انسان به‌دلیل تصمیم‌گیری اشتباه دچار زیان می‌شود؛ احساس رنج و پشیمانی کرده و نسبت به ضرر و زیان حساس می‌شود و به‌دنبال جبران آن است. این زیان‌گریزی منجر به عدم تمایل سهام‌داران به فروش سهام شرکت می‌شود. یعنی اگر یک سرمایه‌گذار احساس کند که برای اوراق بهاداری که خریداری کرده است، موفق به کسب سود (از طریق افزایش قیمت سهام) شده است، مشمول زیان‌گریزی می‌شود. او به‌دنبال آن است که به سرعت با فروش اوراق بهادار خود، سودی که کسب کرده است را نقد کند. چرا که قیمت‌ها در حال افزایش بوده و احتمال تشکیل شدن حساب قیمت راجع به آن تقویت شده است. این تمایل به فروش سهام باعث پیشی گرفتن عرضه از تقاضا شده و کاهش قیمت سهام را به‌دنبال دارد. بنابراین انتظار می‌رود که کاهش ارزش شرکت (و افزایش نسبت بازده حقوق صاحبان سهام) را به‌دنبال داشته باشد (بوتسکا و رگایگ^۱، ۲۰۱۸). از سوی دیگر اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد سرمایه‌گذار از خوش‌بینی او نسبت به وضعیت‌های مختلف به وجود می‌آید. سرمایه‌گذار با اعتمادبه‌نفس بالا در مقایسه با اطلاعات عمومی که در دسترس همگان است همیشه به اطلاعات خود امتیاز بیشتری می‌دهد. بنابراین او معتقد است که با پیروی از ایده‌های خود نسبت به ایده‌ها و توصیه‌های دیگران بهتر موفق می‌شود. دنیل و همکاران^۲ (۱۹۹۸) و هو و هونگ^۳ (۲۰۰۹) استدلال می‌کنند سرمایه‌گذارانی که اطلاعات خود را خصوصی می‌دانند و اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد دارند، می‌توانند باعث فرونی تقاضا بر عرضه سهام شوند و انتظار می‌رود که افزایش ارزش سهام شرکت را به‌دنبال داشته باشد. پژوهش حاضر در پی بررسی ارتباط این دو سوگیری رفتاری (زیان‌گریزی و اعتمادبه‌نفس بیش‌از حد) بر عملکرد شرکت‌هاست. با توجه به مطالب بیان شده پرسش اصلی این است که دو سوگیری رفتاری «زیان‌گریزی» و «اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد» سرمایه‌گذاران به‌ترتیب بر عملکرد اقتصادی و عملکرد بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چه تأثیری دارند؟

این مطالعه نسبت به مطالعات قبلی، از چند جهت برای ادبیات مالی حائز دانش افزایی است. اول اینکه برای اولین بار در پژوهش‌های حوزه مالی در ایران، شاخصی‌هایی ساده برای عملیاتی سازی دو سوگیری رفتاری «زیان‌گریزی» و «اعتمادبه‌نفس بیش‌از حد» در بازار سرمایه ایران ارائه داده است. خصوصاً که تا پیش از این اعتمادبه‌نفس بیش‌از حد صرفاً در سطح مدیران اندازه‌گیری شده بود. در این مقاله این سوگیری برای اولین بار در سطح سهام‌داران محاسبه شده

1. Bouteska and Regaieg
2. Danniel et al
3. Ho and Hung

است. دوم اینکه در این پژوهش غلبه این دو سوگیری بر یکدیگر نیز مورد آزمون قرار گرفته است تا جهت‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران روشن شود. سوم اینکه این مقاله با مشخص کردن تأثیر این دو سوگیری رفتاری بر عملکرد شرکت، اهمیت مدیریت این دو سوگیری رفتاری را برای مدیران شرکت‌ها مشخص کرده است. بی‌توجهی به اقداماتی که این دو سوگیری را تقویت و تضعیف می‌کنند، می‌تواند آثار زیان‌باری بر عملکرد شرکت‌ها و بر حسن شهرت مدیران داشته باشد.

پیشینه نظری پژوهش

مفهوم عملکرد شرکت و معیارهای آن

یکی از اصلی‌ترین معیارهایی که سرمایه‌گذاران جهت تخصیص بهینه منابع مالی خود در بورس اوراق بهادار به آن توجه می‌کنند، عملکرد شرکت است، آن‌ها همواره در جست‌وجوی اطلاعات مرتبط با واحد تجاری هستند تا تصمیم مناسبی اتخاذ کنند (فخاری و نصیری، ۱۳۹۹). می‌توان عملکرد را معیاری برای میزان موفقیت در رسیدن به اهداف از پیش تعیین شده معرفی کرد. عملکرد مالی، نتیجه سیاست‌های شرکت و عملیات آن است که در یک مدت معین به کار می‌رود و برای مقایسه شرکت‌های مشابه بسیار ارزشمند خواهد بود.

اهمیت عملکرد شرکت از آنجایی است که پایه و اساس بسیاری از موضوعات از جمله قیمت سهام، ریسک سهام و حجم معاملات به آن بستگی دارد در واقع یکی از مباحث مهم مورد توجه سرمایه‌گذاران که جهت ارزیابی میزان موفقیت مدیریت در به‌کارگیری سرمایه آن‌ها و تصمیم‌گیری جهت نگهداشت، خرید یا فروش سهام قرار می‌گیرد، ارزیابی عملکرد شرکت است؛ همچنین اعتبار دهندگان نیز جهت تصمیم‌گیری در مورد میزان و نرخ‌های اعطای اعتبار، به ارزیابی عملکرد می‌پردازند. با توجه به اینکه برای ارزیابی عملکرد یک شرکت، اهداف و رویکردهای آن باید سنجیده شود، شاخص‌ها و معیارهای مختلفی برای ارزیابی عملکرد وجود دارد.

معیارهای درونی ارزیابی عملکرد به بررسی عملکرد با استفاده از متغیرهای داخلی شرکت می‌پردازد. مهم‌ترین این معیارها شامل معیارهای سنتی از جمله نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و سود هر سهم و همین‌طور معیارهای مبتنی بر ارزش افزوده شرکت شامل ارزش افزوده اقتصادی^۱ است. بر «نرخ بازده دارایی‌ها» و «سود هر سهم» انتقادهای متعددی مطرح شده است. برای مثال در نظر نگرفتن کیفیت تصمیمات مدیریت، در نظر نگرفتن عوامل خارجی کنترل‌ناپذیر توسط شرکت مانند شرایط سیاسی و اقتصادی، در نظر نگرفتن کیفیت سود و قابلیت دستکاری شدن توسط مدیریت و تمرکز بیشتر بر عملکرد کوتاه مدت شرکت. به همین دلیل استفاده از «ارزش افزوده اقتصادی» و «نرخ بازده حقوق صاحبان سهام» به‌عنوان معیارهایی جایگزین برای ارزیابی عملکرد شرکت توصیه شده است. با این حال بررسی ادبیات موضوع نشان می‌دهد که «نرخ بازده حقوق صاحبان سهام» شاخص بهتری برای ارزیابی عملکرد شرکت بوده و

1. Economic Value Added (EVA)

نسبت به «ارزش افزوده اقتصاد» به‌طور گسترده‌تری توسط پژوهشگران مورد استفاده قرار گرفته است (کاراکا و اکسی^۱، ۲۰۱۲؛ چاری^۲ و همکاران، ۲۰۱۲؛ ولنتای^۳ و همکاران، ۲۰۱۱؛ بوتسکا و رگایگ، ۲۰۱۸).

از سوی دیگر معیارهای بیرونی عملکرد، به بررسی عملکرد شرکت بر اساس تأثیری که بر متغیرهای سطح بازار سهام گذاشته است می‌پردازند. بر اساس این معیارها، در صورتی عملکرد شرکت مطلوب است که به افزایش در ارزش بازار سهام آن منجر شده باشد. مهم‌ترین این معیارها ارزش افزوده بازار^۴، نسبت قیمت به سود هر سهم و نسبت Q توپین را شامل می‌شود. «ارزش افزوده بازار» حاصل تفاوت بین ارزش بازار یک شرکت با ارزش دفتری اقتصادی آن است. این معیار توسط استورات در سال ۱۹۹۰ ارائه شد و از آنجا که یک معیار سنتی محسوب می‌شود استفاده از آن در پژوهش‌های جدید تقریباً منسوخ شده است. نسبت قیمت به سود هر سهم نیز نشان‌دهنده این است که هر سهم نسبت به عایدی خود، به چه قیمتی در بازار اوراق بهادار معامله می‌شود. هر چه نسبت قیمت به سود هر سهم بالاتر باشد، شرکت مورد ارزیابی، عملکرد بالاتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارد. نسبت Q توپین نیز از تقسیم ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت محاسبه شده و هرچه بزرگتر باشد نشان‌دهنده غلبه ارزش بازار شرکت بر ارزش دفتری آن و خوش‌بینی بیشتر سرمایه‌گذاران به عملکرد حال و آتی شرکت است. مورک^۵ و همکاران (۱۹۸۸) و دی آنجلو^۶ و همکاران (۲۰۱۰) نسبت Q توپین را قوی‌ترین معیار بیرونی برای ارزیابی عملکرد شرکت می‌دانند.

مالی رفتاری و سوبه‌های رفتاری مطرح در آن

مالی - رفتاری حوزه‌ای از دانش مالی است که به ترکیب روانشناسی رفتاری و شناختی با اصول مالی و اقتصادی می‌پردازد. مالی - رفتاری در تلاش است تا شرحی برای تصمیمات غیرمنطقی سرمایه‌گذاران ارائه نماید. مالی - رفتاری به بررسی فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و عکس‌العمل آن‌ها نسبت به شرایط مختلف بازارهای مالی پرداخته و تأثیر شاخص‌های رفتاری را بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بررسی می‌کند. همچنین مالی - رفتاری در تلاش برای توضیح و افزایش درک الگوهای استدلال سرمایه‌گذاران، شامل فرآیندهای هیجانی در تصمیم‌گیری و میزان تأثیر آن‌ها است. بر اساس مالی - رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تنها بر مبنای عقلانیت و حداکثرسازی مطلوبیت انجام نمی‌شود؛ بلکه مقوله‌های دیگری از جمله نگرش، احساسات و سبک رفتاری سرمایه‌گذاران نیز بر تصمیمات سرمایه‌گذاران تأثیر دارد (مهرانی و همکاران، ۱۳۹۲). در واقع مالی - رفتاری دو فرض عقلانیت اقتصادی سرمایه‌گذار و همین‌طور کارایی و منطقی بازار را به چالش کشیده (صادقی نیا و نیکو^۷، ۲۰۱۳) و به توضیح سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در تصمیمات اقتصادی آن‌ها می‌پردازد. در ادامه دو مورد از برجسته‌ترین این سوگیری‌های رفتاری تشریح شده است.

1. Karaca and Eksi
2. Chari
3. Valenti, Luce and Mayfield
4. Market Value Added
5. Morck
6. DeAngelo
7. Sadeghnia and niko

الف) زیان‌گریزی

تا کنون نظریه‌های مختلفی به توضیح شیوه تصمیم‌گیری افراد در شرایط مواجهه با ریسک پرداخته‌اند. نظریه ارزش مورد انتظار، نظریه مطلوبیت مورد انتظار و نظریه مطلوبیت ذهنی مورد انتظار از جمله این نظریه‌ها بوده‌اند. اما قوی‌ترین این نظریه‌ها تا کنون نظریه چشم‌انداز^۱ بوده است (رهروی و همکاران، ۱۳۹۸). بر اساس این نظریه که توسط کانمن و تورسکی^۲ (۱۹۷۹) ارائه شد؛ افراد در شرایط ریسک، سود و زیان را به‌طور مشابه ارزیابی نمی‌کنند. به عبارت دیگر تأثیر زیان بر رفتار سرمایه‌گذاران بیشتر از تأثیر سود است. نظریه چشم‌انداز نشان می‌دهد که برخلاف اصل عقلانیت اقتصادی که افراد را ریسک‌گریز تصور می‌کند؛ افراد در شرایط سود و پاداش، ریسک‌گریز و در شرایط ضرر و زیان، ریسک‌پذیر می‌شوند تا از خطر باخت قطعی دوری کنند. به این گرایش انسان‌ها زیان‌گریزی می‌گویند.

زیان‌گریزی شاید پرکاربردترین مفهوم در پژوهش‌های انجام شده در زمینه مالی - رفتاری باشد. زیان‌گریزی ابتدا به‌عنوان بخشی از نظریه چشم‌انداز که توسط کانمن و تورسکی (۱۹۷۹) در پاسخ به یافته‌های نظریه مذکور مبنی بر اینکه تمایل افراد به پرهیز از زیان، بیش‌تر از کشش آن‌ها به سمت کسب سود است، توسعه یافت. دلیل محبوبیت نظریه زیان‌گریزی این است که با طیف گسترده‌ای از یافته‌های تجربی مانند اثر حفظ مالکیت^۳ (تالر^۴، ۱۹۸۰؛ کانمن و همکاران، ۱۹۹۰)، تورش حفظ شرایط موجود^۵ (ساموئلسون و زیگ هوزر^۶، ۱۹۸۸)، معمای صرف سهام^۷ (بنارتزی و تالر^۸، ۱۹۹۵)، حسرت‌گریزی و ابهام‌گریزی سازگار است (بلاویتسکی^۹، ۲۰۱۱). کانمن و تورسکی (۱۹۷۹) زیان‌گریزی را بدین شکل بیان کردند: اگر کسی از شرط بندی‌های با شانس ۵۰-۵۰ متنفر باشد، زیان‌گریز است. همچنین زیان‌گریزی او با افزایش مبلغ شرط بندی شده، افزایش می‌یابد (اشمیت و زنک^{۱۰}، ۲۰۰۵).

زیان‌گریزی در ادبیات مالی - رفتاری جایگزین ریسک‌گریزی شده است. در واقع سرمایه‌گذاران همیشه ریسک‌گریز نیستند بلکه زیان‌گریز هستند. به عبارت دیگر اینگونه نیست که سرمایه‌گذاران همیشه از ریسک، گریزان باشند. بلکه بنابر شرایطی که در آن قرار دارند (اینکه در شرایط سود یا زیان باشند) و تا نقطه مشخصی، ریسک‌پذیر و پس از آن نقطه ریسک‌گریز خواهند شد (رهروی و همکاران، ۱۳۹۸). زیان‌گریزی به شکلی از رفتار انسان اشاره دارد که زیان، حساسیت بیشتری نسبت به سود در احساسات فرد به جود می‌آورد و به همین علت میل انسان برای گریز از زیان، بیشتر از میل او به کسب سود است (سعیدی، ۱۳۹۱).

اگر یک سرمایه‌گذار فکر کند که بابت اوراق بهاداری که خریداری کرده است، سود کسب کرده است، مشمول زیان‌گریزی می‌شود. او به دنبال آن است تا به سرعت با فروش اوراق بهادار خود، سودی که کسب کرده است را نقد کند

1. Prospect Theory
2. Kahneman and Tversky
3. Endowment Effect
4. Thaler
5. Status Quo Bias
6. Samuelson & Zeckhauser
7. Equity Premium Puzzle
8. Benartzi & Thaler
9. Blavatsky
10. Schmid & Zank

چرا که قیمت‌ها به سرعت در حال افزایش بوده و احتمال تشکیل شدن حباب قیمت راجع به آن تقویت شده است (بوتسکا و رگایگ، ۲۰۱۸). از سوی دیگر زمانی که سرمایه‌گذار، شاهد کاهش ارزش پرتفوی خود باشد، احساسی منفی و دردناکی در ذهن خود تجربه می‌کند. در این حالت، زیان‌گریزی مانع از فروش سهام زیان‌بار می‌شود، حتی زمانی که سرمایه‌گذار هیچ امیدی نسبت به بهبود و تغییر این سهام به سمت سود ندارد (بنارتزی^۱، ۲۰۱۰). سرمایه‌گذاران زیان‌گریز در این حالت ترجیح می‌دهند صبر کنند تا سهام زیان‌ده، زیان خود را جبران کرده و به منطقه سود وارد شود. به‌طور خلاصه می‌توان گفت سرمایه‌گذار زیان‌گریز، سهام زیان‌بار خود را نگه داشته و برای فروش سهام موفقیت‌آمیز خود شتاب می‌کند؛ بدین ترتیب بازدهی کمتر از بازده مورد انتظار خود را کسب می‌کند (پمپین، ۱۳۸۸).

ب) اعتماد به نفس بیش از حد

یکی دیگر از تورش‌های رفتاری شایع در مالی - رفتاری، تورش اعتماد به نفس بیش از حد است که به‌عنوان برآورد بیش از اندازه (خوش‌بینانه) دقت اطلاعات شخصی قابل تعریف است (خوش‌طینت و نادى قمی، ۱۳۸۸). به بیان دیگر افراد به اطلاعاتی که خود کسب می‌کنند بیش از اندازه اعتماد دارند، در صورتی که یک سرمایه‌گذار منطقی تنها با توجه به اعتبار منبع اطلاعاتی و فارغ از اینکه وی شخصاً آن اطلاعات را به‌دست آورده یا خیر، نسبت به اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهد. یعنی سرمایه‌گذاران با اعتماد به نفس بیش از حد به اطلاعات خصوصی خود بسیار بیشتر از اطلاعات عمومی که در دسترس همگان وجود دارد، متکی بوده و با اتکا به موفقیت‌های گذشته به تحلیل‌های خود اعتبار می‌دهند (گروایس و اودن^۲، ۲۰۰۱). هیلتون^۳ (۲۰۰۱) طی چند آزمون، تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را مورد بررسی قرار داد به‌طوری که هر ۱۴۹ نفر شرکت‌کننده در این آزمون امکان تغییر انتخاب‌های سرمایه‌گذاری خود را داشتند. یکی از آزمون‌ها شامل یک دارایی ریسکی و آزمون دیگر شامل دو دارایی ریسکی طراحی شده بود که نتایج آن به شرح زیر است: اعتماد به نفس مردان از زنان شرکت‌کننده کمتر است. پیچیدگی کار و اعتماد به نفس بیش از حد با یکدیگر رابطه مستقیم دارند. اعتماد به نفس بیش از حد و سن، رابطه منفی دارند. افرادی که خود را تحت تأثیر عوامل خارجی می‌دانند، اعتماد به نفس کمتری دارند.

در یک سلسله از پژوهش‌ها مشخص شد که عواملی همچون تخصص زیاد (لمبرت^۴ و همکاران، ۲۰۱۲)، احساس بالاتر بودن نسبت به میانگین (کروگر^۵، ۱۹۹۹)، خوش‌بینی افراطی (واینشتین و کلین^۶، ۲۰۰۲)، تصمیم‌گیری انفرادی (چانگ و سوسمل^۷، ۲۰۱۱)، دانش (نوفسینگر^۸، ۲۰۰۱) و کم‌تجربه‌گی (یانگ^۹ و همکاران، ۲۰۰۹) می‌توانند به شکل‌گیری احساس اعتماد به نفس بیش از حد در افراد منجر شوند.

1. Benartzi
2. Gervais and Odean
3. Hilton
4. Lambert
5. Kruger
6. Weinstein and Klein
7. Chuang and Susmel
8. Nofsinger
9. Jung

مبانی تأثیر تصمیم‌گیری‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر عملکرد شرکت

شواهد تجربی نشان می‌دهند که احساسات سرمایه‌گذار چه از نوع احساسات منفی و چه از نوع احساسات مثبت بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارند. شاخص داو جونز^۱ و پژوهش‌های سولت و استیتمن (۱۹۸۸) و کلرک و استیتمن (۱۹۹۸) نشان‌دهنده این ادعا است. آن‌ها نشان دادند که رابطه چشمگیری بین احساس سرمایه‌گذار و عملکرد بازار سهام وجود دارد. ضمناً فیشر و استیتمن^۲ (۲۰۰۰) نیز از سودآوری آینده در شاخص ۵۰۰ سهم برتر استاندارد اند پورز^۳، برای نشان دادن اینکه احساس سرمایه‌گذار ممکن است عملکرد شرکت‌ها در بازار سهام را پیش‌بینی کند استفاده کردند. بخش فزاینده‌ای از مطالعات و پژوهش‌های انجام شده، بر روی تأثیر سوگیری رفتار سرمایه‌گذار بر قیمت سهام در دوره‌های مختلف تمرکز کرده‌اند (برای مثال: وایت^۴، ۱۹۹۰، شیلر^۵، ۲۰۰۰، دراکس^۶، ۲۰۱۰، شو، ۲۰۱۰، هافمن^۷ و همکاران، ۲۰۱۳).

فورتین و هلوسکوا^۸ (۲۰۱۱) تخصیص دارایی سرمایه‌گذار زیان‌گریز را مطالعه کرده و با استفاده از دارایی‌های ۱۳ کشور اروپا و آمریکا نشان دادند که پرتفوی سرمایه‌گذاران زیان‌گریز نسبت به پورتفوی سایر سرمایه‌گذاران به‌طور قابل توجهی عملکرد ضعیف‌تری داشته است. باربریس و ژیانگ^۹ (۲۰۰۸) نیز نشان دادند که هنگامی که یک سهم نسبت به زمان خرید آن، افزایش ارزش پیدا می‌کند و سرمایه‌گذاران زیان‌گریز با فروش آن اقدام به نقد کردن سود می‌نمایند، این فروش سهام منجر به افزایش حجم معاملات شده و به دلیل افزایش عرضه، قیمت سهام کاهش پیدا کرده و بازده آتی بالاتری برای سهام شرکت ایجاد می‌کند. همچنین، هنگامی که سرمایه‌گذار به دلیل کاهش ارزش سهام نسبت به زمانی که آن را خریداری کرده‌اند، تمایل فروش سهام را از دست می‌دهند حجم معاملات کاهش پیدا کرده و کاهش عرضه منجر به افزایش ارزش شرکت شده و بازده آتی پایین‌تری برای سهام شرکت ایجاد می‌کند.

همچنین سوگیری اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد سرمایه‌گذاران نیز منجر به افزایش قابل توجهی در حجم معاملات سهام را در بازارهای مالی می‌شود (اودن، ۱۹۹۸). مطالعه استاتمن و همکاران^{۱۰} (۲۰۰۶) نشان داد که بازده بالای بازار منجر به حجم معاملات بالاتر می‌شود و سرمایه‌گذاران را نسبت به دقت اطلاعات خصوصی خود مطمئن‌تر می‌کند. این امر علاوه بر آنکه آن‌ها را وادار می‌کند بیش‌ازحد معامله کنند، باعث می‌شود متفاوت از سایر شرکت کنندگان در بازار قضاوت کرده، ریسک را دست کم بگیرند و در دارایی‌های بسیار پرخطر سرمایه‌گذاری کنند (دانیل و همکاران، ۱۹۹۸؛ دی بان و تالر، ۱۹۹۵؛ گلاسر و وبر^{۱۱}، ۲۰۰۷؛ نیکولیک و یان^{۱۲}، ۲۰۱۴). از آنجا که بازده سرمایه‌گذاری و میزان ریسکی که سرمایه‌گذار

1. Dow Jones

2. Fisher and Statman

3. S & P 500

4. White

5. Shiller

6. Drakos

7. Hoffmann, Post and Pennings

8. Fortin, I., & Hlouskova

9. Barberis and Xiong

10. Statman et al

11. Glaser and Weber

12. Nikolic and Yan

تحمل می‌کند با یکدیگر رابطه مستقیمی دارند و ریسک بالا منجر به بازده بالاتر می‌شود، سرمایه‌گذاران با اعتمادبه‌نفس بیش از حد به دلیل ریسک‌پذیری بیشتر، بازدهی بالاتری را نیز نسبت به سرمایه‌گذاران منطقی کسب می‌کنند (ابزری، صمدی و تیموری، ۱۳۸۷).

نتیجه مطالعات نیکولیک و یان (۲۰۱۴) و لیو و تافلر (۲۰۰۸) نشان می‌دهد که فعالیت بالای سرمایه‌گذاران با اعتمادبه‌نفس بیش از حد در یک سهام خاص، بر ارزش شرکت و به دنبال آن عملکرد بازار سرمایه، تأثیر مثبت می‌گذارد. سرمایه‌گذاران با اعتمادبه‌نفس بیش از حد، با تخمین بیش از حد دقت اطلاعات خصوصی خود، واریانس سود برای سهام پرخطر را دست کم می‌گیرند. این دست کم گرفتن ریسک منجر به صرف ریسک مورد نیاز کمتر و تقاضای بالاتر برای اوراق بهادار پرخطر می‌شود و در نتیجه قیمت آن را بالاتر از حد قابل توجیه اصول بنیادی می‌برد.

بر اساس مبانی نظری مطرح شده در بالا، در این پژوهش دو فرضیه به شرح زیر تدوین شده و تأثیر دو سوگیری رفتاری بر دو جنبه از عملکرد شرکت‌ها شامل عملکرد اقتصادی و عملکرد بازار بررسی شده است:

فرضیه اول: زیان‌گریزی سرمایه‌گذار بر عملکرد اقتصادی شرکت تأثیر منفی دارد.

فرضیه دوم: اعتمادبه‌نفس بیش از حد سرمایه‌گذار بر عملکرد بازار سهام شرکت تأثیر مثبت دارد.

پیش از ورود به بخش روش پژوهش، چند نمونه از جدیدترین پژوهش‌های داخلی که در حیطه موضوعی این پژوهش انجام شده، به همراه نتایج آن‌ها در جدول ۱ مرور شده است.

جدول ۱. تعدادی از جدیدترین پژوهش‌های داخلی انجام شده در حیطه موضوعی این مطالعه

نویسندگان (سال)	عنوان پژوهش	نتایج
سعدی و رضائیان (۱۳۹۹)	بررسی تأثیر اعتمادبه‌نفس بیش از حد مدیرعامل بر بازده و ریسک غیرسیستماتیک سهام با توجه به نقش دوگانگی وظیفه مدیرعامل	مدیران دارای اعتمادبه‌نفس بیش از حد، سرمایه‌گذاری بیشتری می‌کنند. به دنبال نوآوری‌های بیشتری هستند. جسورانه‌تر عمل می‌کنند. ریسک و بازده شرکت را افزایش می‌دهند. اگر عضو هیئت مدیره نیز باشند، درک آن‌ها از خواسته‌های سهام‌داران، فرایند گزارشگری مالی و بازار سرمایه افزایش یافته و از نظارت و قدرت بالاتری برخوردار خواهد بود.
ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۹)	اثر زیان‌گریزی نزدیک‌بینانه (MLA) سرمایه‌گذاران بر سرمایه‌گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار تهران	هر چقدر سرمایه‌گذاران زیان‌گریز، بیشتر به تغییر و ارزیابی پورتفوی سهام خود بپردازند؛ کمتر در سهام سرمایه‌گذاری می‌کنند و بالعکس. همچنین مردها، بیشتر از زنان و تحلیلگران بنیادی کمتر از تحلیلگران تکنیکال در سهام سرمایه‌گذاری می‌کنند.
محمدی و همکاران (۱۳۹۸)	اعتمادبه‌نفس بیش از حد مدیران، سیاست‌های تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری	اغلب مدیران با اعتمادبه‌نفس بیش از حد به دلیل اطمینان بیش از حد نسبت به تصمیمات خود رفتاری جسورانه دارند و این مسئله منجر به اتخاذ تصمیمات غیربهبینه در خصوص سرمایه‌گذاری‌ها شده و با افزایش بیشتر از حد سرمایه‌گذاری‌ها منجر به کاهش کارایی سرمایه‌گذاری‌های شرکت می‌گردد.
حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۸)	فرشتگان سرمایه‌گذار: ارزیابی عوامل مالی رفتاری مؤثر بر گزینش سرمایه‌گذاری	متغیرهای مالی - رفتاری بر رفتار فرشتگان سرمایه‌گذاران مؤثر بوده و می‌تواند تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری آنان را تحت تأثیر قرار دهد.

نویسندگان (سال)	عنوان پژوهش	نتایج
عربصالحی و همکاران (۱۳۹۵)	بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی	اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان‌های نقدی تأثیر داشته و باعث افزایش سرمایه‌گذاری و ورود جریان وجوه نقد به درون شرکت می‌شود.
محمدی و شاه منصور (۱۳۹۵)	مقایسه خطاهای رفتاری در سرمایه‌گذاران جوان و با تجربه فعال در بورس اوراق بهادار تهران	سرمایه‌گذاران جوان و سرمایه‌گذاران با تجربه به‌طور مساوی تحت تأثیر تورش‌های رفتاری قرار نمی‌گیرند. سرمایه‌گذاران با تجربه نسبت به نتایج احتمالی نامطلوب ندامت بیشتری دارند. همچنین سرمایه‌گذاران با تجربه نسبت به سرمایه‌گذاران جوان تمایل بیشتری به زیان‌گریزی دارند.
برزیده و همکاران (۱۳۹۵)	مدلی جهت قیمت‌گذاری سهام، مبتنی بر نظریه چشم‌انداز	پس از تعریف تابع مطلوبیت سرمایه‌گذاران، نتیجه گرفته شد که دو سوگیری اثر پول بادآورده و زیان‌گریزی در بازار ایران وجود دارد و بر قیمت‌گذاری سهام توسط سرمایه‌گذاران اثر گذارند.
ثقفی و همکاران (۱۳۹۴)	پیش‌بینی رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران؛ شواهدی از تئوری چشم‌انداز	سرمایه‌گذاران مطابق با پیش‌بینی تئوری چشم‌انداز، زمانی که در زیان هستند، سوگیری ریسک‌پذیری و زمانی که در سود هستند، سوگیری ریسک‌گریزی دارند.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر ماهیت از نوع کاربردی و به لحاظ روش اجرا از نوع توصیفی هم‌بستگی است. از آنجا که در این پژوهش به بررسی دو نمونه از سویه‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سهام پرداخته شده است می‌توان پژوهش حاضر را در قلمرو موضوعی «مالی - رفتاری» طبقه‌بندی کرد.

دوره زمانی و روش نمونه‌گیری

در این پژوهش به منظور آزمون فرضیه‌های مدنظر، دوره زمانی از سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ در نظر گرفته شده است. قلمرو مکانی این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. داده‌های مورد نیاز برای اجرای روش‌های آماری پژوهش از نرم‌افزار ره‌آورد نوین، سایت شرکت مدیریت فناوری بورس تهران^۱ و صورت‌های مالی شرکت‌ها استخراج شده است. در این پژوهش نمونه‌گیری با استفاده از روش غربالگری انجام شده است. برای این منظور کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ که واجد شرایط زیر بوده‌اند، به‌عنوان نمونه انتخاب و مابقی حذف شدند.

۱. جزو شرکت‌های واسطه‌گری مالی (بانک‌ها، سرمایه‌گذاری و لیزینگ) نباشد.
۲. کلیه داده‌های مورد نیاز پژوهش برای شرکت‌های مورد بررسی موجود و در دسترس باشد.
۳. معاملات سهام شرکت طی دوره پژوهش، بیش از سه ماه در بورس اوراق بهادار متوقف نشده باشد.
۴. به دلیل اینکه مدل‌های رگرسیونی پژوهش حاضر در سطح فصل - شرکت اجرا شده‌اند، پایان سال مالی شرکت بین دو فصل سال نباشد.

با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، در مجموع ۱۵۶ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب شدند. جدول ۲ روند انتخاب شرکت‌های نمونه را نشان داده است:

جدول ۲. روند انتخاب نمونه

تعداد	تعداد	شرح
۳۹۳		کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۱۳۹۹
	۴۸	تعداد شرکت‌های فعال در صنعت مالی، هلدینگ سرمایه‌گذاری، بانک و بیمه
	۲۹	تعداد شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها بین هر فصل است
	۱۶۰	شرکت‌های که به دلیل توقف نماد یا در دسترس نبودن اطلاعات از نمونه حذف شده‌اند.
(۲۳۷)		مجموع شرکت‌های حذف شده
۱۵۶		تعداد شرکت‌های مورد بررسی

مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون OLS با استفاده از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. با استناد به بوتسکا و رگایگ (۲۰۱۸) برای آزمون فرضیه اول پژوهش از رابطه ۱ به شرح زیر استفاده شده است.

$$ROE_{i,s} = \alpha_0 + \beta_1 LA_{i,s} + \beta_2 SIZE_{i,s} + \beta_3 MCAP_{i,s} + \varepsilon_{i,s} \quad \text{رابطه ۱}$$

که در آن، $ROE_{i,s}$ شاخصی از عملکرد اقتصادی شرکت است که از تقسیم سود خالص بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در پایان هر فصل s به دست می‌آید. ارزش بازار حقوق صاحبان سهام از ضرب تعداد سهام در قیمت هر سهم در پایان هر فصل به دست می‌آید.

$LA_{i,s}$: زیان‌گریزی سرمایه‌گذاران شرکت i در فصل s است. در پژوهش‌های انجام شده توسط بوتسکا و رگایگ (۲۰۱۸)، اوکانل و تئو^۱ (۲۰۰۹)، جنسو و مایر^۲ (۲۰۰۱) و کانمن و توریسکی (۱۹۹۲) زیان‌گریزی سرمایه‌گذار به صورت «تغییر سریع در حجم معاملات طی یک دوره زمانی مشخص» تعریف شده است. از آنجا که در پژوهش‌های انجام شده در ایران تاکنون شاخصی برای عملیاتی‌سازی این متغیر به کار نرفته است؛ در پژوهش حاضر بر اساس شرایط بازار سرمایه ایران و دسترسی به داده‌های موجود، متغیر زیان‌گریزی به صورت رابطه ۲ در هر فصل تعریف و محاسبه شده است:

$$LA_{i,s} = m\Delta Vol_{i,t} - mm\Delta Vol_{i,s} \quad \text{رابطه ۲}$$

در رابطه فوق $m\Delta Vol_{i,t}$ میانگین فصلی درصد تغییر در حجم معاملات فروش حقیقی شرکت i در روز t نسبت به روز قبل و $mm\Delta Vol_{i,s}$ میانه میانگین‌های فصلی شرکت i در کل دوره زمانی پژوهش است. چنانچه میانگین تغییر در

1. O'Connell and Teo
2. Genesove and Mayer

حجم معاملات روزانه فروش حقیقی طی یک فصل ($m\Delta Vol_{i,t}$) از میانه کلیه میانگین‌های فصلی یک شرکت طی دوره زمانی پژوهش ($mm\Delta Vol_{i,s}$) فاصله داشته باشد؛ می‌توان نتیجه گرفت که تغییر در حجم معاملات در آن فصل نسبت به میانگین کلیه فصل‌ها، یک روند سریع داشته و سرمایه‌گذاران در آن فصل، زیان‌گریزانه عمل کرده‌اند. $SIZE_{i,s}$: اندازه شرکت در فصل s است که از لگاریتم فروش کل شرکت در هر فصل به دست می‌آید. $MCAP_{i,s}$: ارزش بازار شرکت در فصل s است که از لگاریتم حاصل ضرب تعداد سهام شرکت در ارزش هر سهم در پایان هر فصل به دست می‌آید.

در رابطه ۱ به منظور آزمون فرضیه اول پژوهش ضریب β_1 در نظر گرفته می‌شود. اگر ضریب مذکور در سطح اطمینان ۹۵٪ منفی و معنادار باشد فرضیه اول پژوهش رد نمی‌شود. برای آزمون فرضیه دوم پژوهش نیز با استناد به بوتسکا و رگاییگ (۲۰۱۸) از رابطه ۳ به شرح زیر استفاده شده است.

$$\text{Tobin's } Q_{i,s} = \alpha_0 + \beta_1 OC_{i,s} + \beta_2 SIZE_{i,s} + \beta_3 EPS_{i,s} + \varepsilon_{i,s} \quad (\text{رابطه } 3)$$

در پژوهش حاضر نسبت Q توبین، شاخصی از عملکرد بازار شرکت است که با استناد به چانگ و پروت^۱ (۱۹۹۴)، بوزک^۲ و همکاران (۲۰۱۰)، لی و سانگ^۳ (۲۰۱۱)، فروغی و همکاران (۱۴۰۱)، صالحی (۱۳۹۹)، حمیدیان و همکاران (۱۳۹۹) و حاجی ملا میرزایی و همکاران (۱۳۹۴) از طریق نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری دارایی‌های آن در پایان هر فصل به شرح رابطه ۴ محاسبه می‌شود.

$$Q_t = \frac{COMVAL_{i,s} + SBOND_{i,s} + STDEBT_{i,s}}{SRC_{i,s}} \quad (\text{رابطه } 4)$$

که در آن، $COMVAL_{i,s}$ ارزش بازار سهام عادی شرکت i در فصل s ؛ $SBOND_{i,s}$ ارزش دفتری بدهی‌های بلند مدت شرکت i در فصل s ؛ $STDEBT_{i,s}$ ارزش دفتری بدهی‌های کوتاه مدت شرکت i در فصل s ؛ $SRC_{i,s}$ ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت i در فصل s ؛ $EPS_{i,s}$ سود هر سهم شرکت i در فصل s است و $OC_{i,s}$ اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد سرمایه‌گذاران شرکت i در فصل s است.

در پژوهش‌های انجام شده توسط بوتسکا و رگاییگ (۲۰۱۸)، مالمندینر و تیت^۴ (۲۰۰۵) و هتون^۵ (۲۰۰۲) متغیر اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد به صورت «درصد تغییر در سهام تحت تملک سهام‌داران» تعریف شده است. در ایران متغیر اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد فقط برای مدیران محاسبه شده (مانند ساعدی و رضائیان، ۱۳۹۹؛ عرب‌صالحی و همکاران، ۱۳۹۵) و تا کنون شاخصی برای محاسبه این متغیر برای سرمایه‌گذاران ارائه نشده است. در پژوهش حاضر بر اساس شرایط بازار سرمایه ایران و دسترسی به داده‌های موجود، این متغیر به صورت میانگین فصلی درصد تغییر در مالکیت از اشخاص حقوقی به حقیقی نسبت به حجم معاملات روزانه تعریف و محاسبه می‌شود. هر چه سهام‌داران حقیقی به میزان

1. Chung and Pruitt
2. Bozec
3. Lei and Song
4. Malmendier and Tate
5. Heaton

بیشتری نسبت به خرید سهام یک شرکت از سهام‌داران حقوقی اقدام کنند؛ نشان‌دهنده خوش‌بینی بیشتر آن‌ها در مورد سهام شرکت و نادیده گرفتن ریسک‌های موجود و علل فروش سهام توسط سهام‌داران حقوقی است. بنابراین انتظار می‌رود که این متغیر بتواند با اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد سرمایه‌گذاران، یک هم‌بستگی مثبت و قوی داشته باشد. از آنجا که این تغییر در مالکیت طی یک فصل نوسان دارد از این متغیر طی تمامی روزهای معاملاتی یک فصل، میانگین گرفته می‌شود تا اثر نوسانات روزانه در این شاخص کنترل شود.

در رابطه ۳ به‌منظور آزمون فرضیه دوم پژوهش ضریب β_1 نظر گرفته می‌شود. اگر ضریب مذکور در سطح اطمینان ۹۵ درصد مثبت و معنادار باشد فرضیه دوم پژوهش رد نمی‌شود، در غیر این صورت رد می‌شود.

در پژوهش حاضر همچنین تسلط یکی از این دو سوگیری رفتاری بر دیگری نیز در بازار سرمایه ایران آزمون شده است. طبق رابطه ۵ چنانچه تساوی دو متغیر LA و OC از طریق آزمون مقایسه میانگین‌ها رد شود؛ نشانه تسلط یکی از سوگیری‌های رفتاری بر دیگری خواهد بود.

$$H_0 = LA_{i,s} - OC_{i,s} = 0 \leftrightarrow LA_{i,s} = OC_{i,s} \quad (\text{رابطه ۵})$$

$$H_1 = LA_{i,s} - OC_{i,s} \neq 0 \leftrightarrow LA_{i,s} \neq OC_{i,s}$$

یافته‌های پژوهش

جدول ۲ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان داده است. علت تفاوت تعداد مشاهدات بین متغیرها، حذف برخی مشاهدات پرت با هدف جلوگیری از تورش‌دار شدن نتایج است. میانگین و میانه دو سوگیری رفتاری OC و LA تا حدود زیادی به هم نزدیک بوده و نشانه متقارن بودن توزیع این دو متغیر است.

جدول ۲. آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	مشاهدات
زیان‌گریزی	LA	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۱/۸۶۷	-۱/۷۹۵	۰/۲۰۷	۵۱۱۵
اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد	OC	-۰/۱۰۸	۰/۰۸۳	۰/۶۰۳	۰/۰۰۰	۰/۰۹۶	۵۱۱۷
عملکرد شرکت	QTOBIN	۲/۷۲۶	۱/۷۰۱	۳۲/۷۰۲	۰/۱۷۴	۳/۰۰۳	۴۹۵۰
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۲/۲۷۹	۱/۸۳۹	۱۷/۵۰۱	-۱۴/۲۶۷	۳/۶۳۲	۴۹۱۹
اندازه شرکت	SIZE	۵/۶۹۱	۵/۶۲۰	۷/۹۴۵	۳/۵۵۶	۰/۷۲۶	۴۸۹۵
ارزش بازار	MCAP	۱۲/۵۹۹	۱۲/۴۱۴	۱۵/۵۱۸	۱۰/۳۵۵	۰/۸۶۲	۴۹۳۸
سود هر سهم	EPS	۲۴۷/۲۸۸	۱۱۲/۶۰۷	۲۴۸۵/۱۶۸	-۳۲۴/۰۷۸	۳۸۲/۰۸۹	۴۹۵۱

جدول ۳ ضریب هم‌بستگی پیرسون بین متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۳. تحلیل همبستگی بین متغیرهای پژوهش

EPS	MCAP	SIZE	OC	LA	QTOBIN	ROE	
						۱	ROE
					۱	-۰/۱۱۸	QTOBIN
				۱	-۰/۰۹۷	-۰/۰۰۹	LA
			۱	-۰/۰۱۲	۰/۰۸۰	۰/۲۰۲	OC
		۱	۰/۴۲۰	-۰/۰۵۶	۰/۰۴۲	۰/۲۵۷	SIZE
	۱	۰/۷۲۳	۰/۵۴۲	-۰/۰۸۲	۰/۳۸۱	-۰/۱۱۷	MCAP
۱	۰/۳۴۵	۰/۳۳۰	۰/۲۵۵	-۰/۰۴۴	۰/۲۰۷	-۰/۴۱۲	EPS

ضریب همبستگی معیار اولیه تشخیص وجود یا عدم وجود ارتباط میان دو یا چند متغیر و بیان شدت و ضعف این ارتباط است. همان طور که نتایج جدول شماره (۳) نشان می‌دهد، همبستگی بین زیان‌گریزی (LA) و بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) برابر (-۰/۰۰۹) است که بیانگر تأثیر منفی زیان‌گریزی بر بازده حقوق صاحبان سهام است. ولی همبستگی بین اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد سرمایه‌گذاران (OC) و عملکرد بازار شرکت (QTobin) برابر (۰/۰۸۰) است که بیانگر تأثیر مثبت اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد سرمایه‌گذاران بر عملکرد شرکت است. بنابراین جهت همبستگی بین این متغیرها منطبق بر مبانی نظری بوده و می‌توان در مرحله بعدی برای آزمون فرضیه‌ها از تحلیل رگرسیون استفاده کرد. جدول ۴ نتایج آزمون‌های تشخیص برای تعیین نوع مدل‌های ۱ و ۳ را نشان می‌دهد که به‌ترتیب برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم استفاده شده‌اند. بر اساس این جدول، هر دو مدل با استفاده از روش تابلویی با اثرات ثابت اجرا خواهند شد.

جدول ۴. نتایج آزمون‌های تعیین نوع داده‌های ترکیبی

آزمون F لیمر			
نتیجه	معناداری	آماره	مدل
داده‌های تابلویی	۰/۰۰۰	۱۲/۹۳۴	مدل اول
داده‌های تابلویی	۰/۰۰۰	۱۲/۹۹۷	مدل دوم
آزمون هاسمن			
داده‌های تابلویی با اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۱۷۹/۷۴۹	مدل اول
داده‌های تابلویی با اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۵۱۱/۹۸۰	مدل دوم

در جدول ۵ نتایج آزمون فروض کلاسیک رگرسیون نشان داده شده است. بر اساس این جدول، در مدل‌ها هم ناهمسانی واریانس و هم خودهمبستگی مرتبه اول وجود داشته است. بر همین اساس در هر دو مدل برای تخفیف اثرات ناشی از ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی از ماتریس کوواریانس ضرایب با وزن مقطعی به روش PCSE استفاده شده است. علاوه بر این در رگرسیون‌ها از جزء AR(1) برای کنترل اثر خودهمبستگی استفاده شده است.

جدول ۵. نتایج اجرای آزمون‌های فروض کلاسیک برای مدل‌های پژوهش

آزمون ویگینزیوی (۲۰۰۱) برای تشخیص همسانی واریانس					
نتیجه	معناداری	آماره	مدل		
ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	۱۹۱۱/۹۲۸	مدل اول		
ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	۳۸۶۶/۵۶۷	مدل دوم		
آزمون خودهمبستگی					
نتیجه	آزمون F لیبر		آزمون کای دو		مدل
	معناداری	آماره	معناداری	آماره	
وجود خودهمبستگی مرتبه اول	۰/۰۰۰	۱۶۱/۲۷۸	۰/۰۰۰	۱۴۹/۹۲۴	مدل اول
وجود خودهمبستگی مرتبه اول	۰/۰۰۰	۳۵۳۴/۴۴۵	۰/۰۰۰	۱۹۸۰/۲۸۶	مدل دوم

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش در جدول ۶ نشان داده شده است. بر اساس این فرضیه انتظار بر این است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، ضریب برآوردی متغیر زیان‌گریزی (LA) منفی و معنادار باشد.

جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

$ROE_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 LA_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 MCAP_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
VIF	معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	متغیر
-	۰/۰۰۰	۷/۲۴۰	۱/۲۹۶	۹/۳۸۵	C
۱/۰۰۹	۰/۰۱۲	-۲/۵۰۱	۰/۱۸۵	-۰/۴۶۴	LA
۱/۷۲۸	۰/۰۰۰	۲۷/۷۸۲	۰/۱۸۸	۵/۲۳۱	SIZE
۱/۷۲۹	۰/۰۰۰	-۲۱/۷۵۹	۰/۱۳۴	-۲/۹۲۲	MCAP
-	۰/۰۰۰	۹/۶۶۵	۰/۰۰۹	۰/۱۸۶	AR(1)
۰/۴۱	ضریب تعیین		۱۷/۷۴۳	آماره F	
۰/۳۸	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۰۰۰	معناداری آماره F	

از آنجا که ضریب این متغیر در جدول ۶ منفی و معنادار شده است؛ می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه اول پژوهش رد نمی‌شود. معنادار شدن ضریب متغیر AR(1) نشان‌دهنده کنترل شدن اثر خودهمبستگی مرتبه اول در مدل بوده و مقادیر آماره VIF که همگی کمتر از ۵ هستند نشان می‌دهد که نگرانی بابت مشکل هم‌خطی نیز در مدل وجود ندارد (افلاطونی، ۱۳۹۷).

جدول ۷ نیز نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش را نشان می‌دهد. بر اساس این فرضیه انتظار می‌رود که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، ضریب برآوردی متغیر اعتمادبه‌نفس بیش از حد (OC) مثبت و معنادار باشد.

همان‌طور که مشخص است، ضریب این متغیر در جدول ۷ مثبت و معنادار شده است. بر همین اساس می‌توان

نتیجه گرفت که فرضیه دوم پژوهش نیز رد نمی‌شود.

جدول ۷. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

Tobin's $Q_{i,s} = \alpha_0 + \beta_1 OC_{i,s} + \beta_2 SIZE_{i,s} + \beta_3 EPS_{i,s} + \varepsilon_{i,s}$					
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری	VIF
C	۴/۳۷۶	۰/۶۵۰	۶/۷۳۱	۰/۰۰۰	-
OC	۲/۶۳۲	۰/۲۶۸	۹/۷۸۶	۰/۰۰۰	۱/۰۰۳
SIZE	-۰/۰۲۰	۰/۰۷۷	-۰/۲۶۰	۰/۷۹۵	۱/۱۳۵
EPS	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	-۴/۶۵۳	۰/۰۰۰	۱/۱۲۶
AR(1)	۰/۹۱۸	۰/۰۱۶	۵۵/۳۱۱	۰/۰۰۰	-
آماره F	۷۳/۲۳۷		ضریب تعیین	۰/۷۴	
معناداری آماره F	۰/۰۰۰		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۳	

در این پژوهش دو سوگیری رفتاری زیان‌گریزی و اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران، با استفاده از آمار پارامتریک و آمار ناپارامتریک با یکدیگر مقایسه شده و نتایج در جدول ۸ ارائه شده است.

جدول ۸. نتایج آزمون مقایسه بین دو سوگیری رفتاری

آماره آزمون پارامتریک	فرض صفر	آماره	معناداری
آزمون t	برابری دو سویه رفتاری	-۳۳/۵۵۰	۰/۰۰۰
آماره آزمون ناپارامتریک			
Wilcoxon/Mann-Whitney	برابری دو سویه رفتاری	۴۲/۴۹۵	۰/۰۰۰

همان گونه که در جدول ۸ مشخص است، نتایج هر دو آزمون در سطح اطمینان ۹۵ درصد، فرضیه برابری این دو سویه رفتاری در بازار سرمایه ایران را رد می‌کند. از آنجا که آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۲ نشان‌دهنده بزرگتر بودن میانگین و میانه متغیر اعتمادبه‌نفس بیش از حد (OC) نسبت به متغیر زیان‌گریزی (LA) بود؛ رد شدن فرضیه برابری این دو سویه رفتاری در جدول ۸ به روشنی نشان می‌دهد که سوگیری رفتاری اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران (OC) بر سوگیری رفتاری زیان‌گریزی (LA) آن‌ها به‌طور معناداری غلبه دارد. این نتیجه به این معنی است که برابری احساسات منفی و مثبت سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران مثبت است.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

برخلاف اصل عقلانیت اقتصادی که انسان‌ها را همواره ریسک‌گریز در نظر می‌گیرد؛ انسان‌ها در شرایط ضرر و زیان، ریسک‌پذیر می‌شوند تا از خطر باخت قطعی دوری کنند که به این گرایش انسان‌ها زیان‌گریزی می‌گویند. زیان‌گریزی باعث می‌شود که افراد هنگام فروش دارایی خود، خواستار قیمتی بیشتر از آنچه باشند که حاضرند برای خرید همان دارایی بپردازند. زیان‌گریزی همچنین منجر به تمایل سرمایه‌گذاران به شناسایی سود در مقابل بی میلی آن‌ها به شناسایی

زیان می‌شود. سوگیری رفتاری دیگری که در اکثر انسان‌ها وجود دارد و نقطه مقابل زیان‌گریزی است، اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد است. این سوگیری سبب می‌شود که انسان دانش و مهارت خود را بیش‌ازحد و ریسک‌ها را کمتر از حد تخمین زده و احساس کند روی مسائل و رویدادها کنترل دارد؛ در حالی که ممکن است این‌گونه نباشد. همچنین به‌خاطر ریسک‌پذیری بیشتر سرمایه‌گذار که به‌دلیل اطمینان بیش‌ازحد او انجام می‌شود، بازدهی سرمایه‌گذاری او بیشتر از سایر افراد، حتی افراد منطقی می‌شود. پژوهش حاضر در صدد بود که تأثیر این دو سوگیری رفتاری را بر عملکرد شرکت‌های فعال در بازار سرمایه ایران به‌صورت تجربی آزمون کند.

تحلیل نتایج فرضیه اول

در فرضیه اول تأثیر زیان‌گریزی سرمایه‌گذار بر عملکرد اقتصادی شرکت‌ها مورد آزمون قرار گرفت. نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد که زیان‌گریزی سرمایه‌گذار بر عملکرد اقتصادی شرکت، تأثیر منفی دارد؛ از این رو فرضیه اول رد نشد. جهت تحلیل تأثیر منفی زیان‌گریزی بر عملکرد اقتصادی شرکت، می‌توان گفت زیان‌گریزی سرمایه‌گذار به عدم فروش سرمایه‌گذاری زیان‌ده، به‌علت ترس از تحقق زیان منجر می‌شود. به عبارت دیگر، هنگامی که سرمایه‌گذار به‌دلیل زیان‌گریزی، تمایل فروش سهام را از دست می‌دهد و صبر می‌کند تا زیان او در آینده جبران شود، حجم معاملات کاهش پیدا کرد و کاهش عرضه منجر به افزایش قیمت سهام می‌شود. افزایش قیمت سهم، منجر به افزایش ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در آینده شده و کاهش نسبت بازده حقوق صاحبان سهام را به‌دنبال دارد. بدینی و شرایط نامطلوب بازار بورس اوراق بهادار، ممکن است سرمایه‌گذار را در انتخاب‌های سرمایه‌گذاری استراتژیک خود به سمت زیان‌گریزی سوق دهد و موجب کاهش عملکرد اقتصادی شرکت شود. در واقع زمانی که حجم معاملات یک شرکت به‌صورت ناگهانی و با سرعت زیادی تغییر کند، نشان‌دهنده زیان‌گریزی سرمایه‌گذاران آن است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول با پژوهش بوتسکا و رگایبگ (۲۰۱۸) و دی بونت و تالر (۱۹۸۵) مطابقت دارد.

تحلیل نتایج فرضیه دوم

در فرضیه دوم، تأثیر اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد سرمایه‌گذار بر عملکرد بازار سهام شرکت‌ها مورد آزمون قرار گرفت. همان‌گونه که در مبانی نظری مطرح شد، سرمایه‌گذاران دارای اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد، کیفیت اطلاعات خود را بیشتر از آنچه هست، ارزیابی می‌کنند و ریسک را کمتر از واقع تصور می‌کنند؛ لذا تقاضای آن‌ها برای دارایی‌های پرخطر به‌طور غیر منطقی بالا می‌رود. در غیاب تعدیل موقعیت‌های آربیتراژ، این تقاضای متورم منجر به قیمت‌گذاری بیش‌ازحد عملکرد شرکت خواهد شد. نتایج آزمون فرضیه دوم نشان داد که اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد سرمایه‌گذار بر عملکرد بازار شرکت، تأثیر مثبت دارد. بنابراین فرضیه دوم نیز رد نشد. سوگیری اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد، باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران بدون دقت و توجه کافی و تنها بر اساس معیارهای ساده‌ای که در ذهن خود مد نظر داشته و مهم می‌پندارند، ریسک مرتبط با دارایی‌ها را دست کم بگیرند، که به‌طور غیرمنطقی باعث افزایش تقاضای آن‌ها برای اوراق بهادار پرخطر می‌شود. این افزایش تقاضا منجر به افزایش قیمت اوراق بهادار و به‌دنبال آن، افزایش ارزش شرکت می‌شود. اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد

مشخصه سرمایه‌گذار خوش‌بین است. شرایط هیجانی بازار یا رویدادهای قابل توجه در بورس اوراق بهادار ممکن است سرمایه‌گذار را وادار کند که نسبت به انتخاب‌های سرمایه‌گذاری استراتژیک خود بیش‌ازحد اطمینان داشته باشد. در واقع، هنگامی که سرمایه‌گذاران شرکت به میزان چشمگیری تغییر کند (افزایش یا کاهش یابد)، نشان‌دهنده اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد سرمایه‌گذاران شرکت است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش، با پژوهش بوتسکا و رگاییگ (۲۰۱۸)، شاه و همکاران (۲۰۱۸)، نیکولیک و یان (۲۰۱۴) و لیو و تافلر (۲۰۰۸) مطابقت دارد.

تحلیل نتایج مقایسه دو سوگیری رفتاری مورد مطالعه در این پژوهش

در پژوهش حاضر همچنین غلبه دو سوگیری رفتاری زیان‌گریزی و اعتمادبه‌نفس بیش از حد بر یکدیگر نیز مورد آزمون قرار گرفت. مطابق با مبانی نظری این پژوهش زیان‌گریزی، نشان‌دهنده بدبینی سرمایه‌گذار است، در حالی که اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد منعکس‌کننده خوش‌بینی او است. نتایج پژوهش نشان داد که در بازار سرمایه ایران و طی دوره زمانی این پژوهش، سوگیری اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد بر سوگیری زیان‌گریزی غالب است. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران ایرانی تمایل دارند بیش‌ازحد اعتمادبه‌نفس داشته باشند تا اینکه زیان‌گریز باشند. غلبه اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد در مقایسه با زیان‌گریزی نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در بازار بورس اوراق بهادار تهران نسبتاً خوش‌بین هستند. این خوش‌بینی به‌طور کلی بر عملکرد بازار تأثیر مثبت دارد.

از نتایج این پژوهش، پیشنهادهای زیر استنباط می‌شود:

نتایج فرضیه اول نشان داد که زیان‌گریزی سهام‌دار منجر به کاهش عملکرد اقتصادی شرکت می‌شود. این زیان‌گریزی محصول دیدگاه میان‌مدت و بلندمدت در سرمایه‌گذاری است؛ زیرا در بلندمدت، تمامی زیان‌ها به سود تبدیل می‌شوند. لذا به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که در صورتی که در میان‌مدت و بلندمدت قادر به نادیده گرفتن مبلغ سرمایه‌گذاری شده در سهام نیستند، هنگامی که سرمایه‌گذاری وارد منطقه زیان می‌شود، بهتر است تصمیم به نگهداشت سهام و عقب انداختن فروش (به دلیل نارضایتی ناشی از زیان شناسایی شده هنگام فروش) نکنند. زیرا هر چه سرمایه‌گذاران بیشتر زیان‌گریز باشند، عملکرد اقتصادی شرکت بیشتر تحت تأثیر قرار می‌گیرد.

همچنین آزمون فرضیه دوم نشان داد که اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد سرمایه‌گذار بر عملکرد بازار شرکت‌ها تأثیر مثبت دارد. با توجه به نتایج مذکور به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود با انتخاب راه‌کارهای مناسب مانند مدیریت سود واقعی یا سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی که نسبت به آن‌ها حسن شهرت و خوش‌بینی زیادی وجود دارد؛ نسبت به هدایت احساسات سرمایه‌گذاران به سمت خوش‌بینی و بهبود عملکرد بازار شرکت اقدام کنند.

تاکنون در پژوهش‌های انجام شده در بازار سرمایه ایران، شاخصی برای اندازه‌گیری زیان‌گریزی و اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد ارائه نشده بود. لذا این پژوهش برای اولین بار شاخص‌هایی برای عملیاتی‌سازی این دو سوگیری رفتاری ارائه داد. به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود که در صورت امکان این دو سوگیری رفتاری را با استفاده از معیارهای دیگری عملیاتی کرده و نتایج را با پژوهش حاضر مقایسه کنند.

از آنجا که معمولاً سرمایه‌گذاران هنگام مواجهه با شرایط ریسک و عدم اطمینان، تحت تأثیر احساسات قرار

می‌گیرند و منطقی عمل نمی‌کنند، می‌توان استنباط کرد که هر چه عدم اطمینان در بازار بیشتر باشد، رفتار احساسی سرمایه‌گذاران نیز بیشتر است. از این رو، پژوهش حاضر را می‌توان با تمرکز بر این پرسش گسترش داد: تأثیر دو سوگیری زیان‌گریزی و اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد سرمایه‌گذار بر عملکرد شرکت، در صورت وجود شرایط عدم اطمینان در بازار مانند وقوع بحران اقتصادی یا سقوط بورس چیست؟

در پژوهش حاضر دو سوگیری رفتاری در کل دوره زمانی پژوهش با هم مقایسه شد. پیشنهاد می‌شود پژوهشگران آتی این مقایسه را در هر سال به‌صورت جداگانه انجام داده و نتیجه هر سال را با شرایط مخصوص همان سال مقایسه کنند تا به این ترتیب تأثیر شرایط اقتصادی بر غلبه هر کدام از این دو سوگیری بر دیگری نیز مشخص شود.

منابع

- ابراهیمی سرو علیا، محمد حسن؛ سلیمی، محمد جواد؛ قوچی فرد، حمزه (۱۳۹۹). اثر زیان‌گریزی نزدیک‌بینانه (MLA) سرمایه‌گذاران بر سرمایه‌گذاری در سهام در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۷(۶۷)، ۸۹-۱۲۴.
- ابزری، مهدی؛ صمدی، سعید؛ تیموری، هادی (۱۳۸۷). بررسی عوامل مؤثر بر ریسک و بازده سرمایه‌گذاری در محصولات مالی. *فصلنامه روند*، ۵۴، ۱۲۳-۱۵۲.
- افلاطونی، عباس (۱۳۹۷). *اقتصادسنجی در پژوهش‌های مالی و حسابداری با نرم افزار Eviews* (چاپ اول)، تهران: ترمه.
- برزیده، فرخ؛ کفاش پنجه شاهی، محمد؛ شریعت پناهی، سیدمجید؛ تقوی فرد، محمد تقی (۱۳۹۵). مدلی جهت قیمت‌گذاری سهام مبتنی بر نظریه چشم‌انداز. *تحقیقات مالی*، ۱۸(۱)، ۵۹-۷۶.
- پمپین، میشل. ام (۱۳۸۸). *دانش مالی - رفتاری و مدیریت دارایی*. (احمد بدری، مترجم). تهران: انتشارات کیهان.
- تقوی، علی؛ فرهادی، روح اله؛ تقوی فرد، محمدتقی؛ برزیده، فرخ (۱۳۹۴). پیش‌بینی رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران: شواهدی از تئوری چشم‌انداز. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۴(۱۵)، ۱۹-۳۲.
- حاجی ملا میرزایی، حمید؛ یوری، علی و غلامی، معرفت (۱۳۹۴). ارتباط بین شیوه‌های تأمین مالی برون‌سازمانی با عملکرد آتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۷(۲۵)، ۴۲-۵۷.
- حساس یگانه، یحیی؛ ابراهیمی سرو علیا، محمدحسن؛ قاضی نوری، سید سروش؛ افخمی، عادل (۱۳۹۸). فرشتگان سرمایه‌گذار: ارزیابی عوامل مالی رفتاری مؤثر بر گزینش سرمایه‌گذاری. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۱۲(۴۳)، ۴۱-۵۸.
- حمیدیان، محسن؛ حسینی ولشکلای، سیده مهسا و عباسی، علیرضا (۱۳۹۹). رابطه ساختار سرمایه و مالکیت مدیریتی با عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات حسابداری و حسابرسی*، ۹(۳۳)، ۷۵-۹۲.
- خوش طینت، محسن؛ نادى قمى، ولى اله (۱۳۸۸). چارچوب رابطه رفتار اطمینان بیش‌ازحد سرمایه‌گذاران با بازده سهام. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۷(۲۵)، ۵۳-۸۵.

- رهروی دستجردی، علیرضا؛ فروغی، داریوش؛ کیانی، غلامحسین (۱۳۹۸). انطباق انگیزه های تقلب در مدیران با الگوی نظریه چشم انداز تجمعی از طریق تجزیه و تحلیل متن. *پژوهش های تجربی حسابداری*، ۹(۴)، ۷۳-۱۰۲.
- ساعدی، رحمان؛ رضاییان، وحید (۱۳۹۸). بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل بر بازده و ریسک غیرسیستماتیک سهام با توجه به نقش دوگانگی وظیفه مدیر عامل: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۱(۱)، ۷۹-۱۰۰.
- سعیدی، علی؛ فرهانیان (۱۳۹۱). میانی اقتصاد و مالی - رفتاری. تهران: شرکت اطلاع رسانی و خدمات بورس.
- صالحی، اله کرم (۱۳۹۹). تأثیر مالکیت نهادی بر شاخص های ارزیابی عملکرد مبتنی بر اجزای سود باقی مانده و بازار. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۱۳(۴۶)، ۱-۱۴.
- عربصالحی، مهدی؛ امیری، هادی؛ کاظمی نوری، سپیده (۱۳۹۵). بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارشد بر حساسیت سرمایه گذاری - جریان های نقدی. *پژوهش های حسابداری مالی*، ۶(۲)، ۱۱۵-۱۲۸.
- فخاری، حسین؛ نصیری، مهرباب (۱۳۹۹). تأثیر عملکرد شرکت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام. *راهنمای مدیریت مالی*، ۸(۳)، ۴۳-۶۲.
- فروغی، داریوش؛ رهروی دستجردی، علیرضا و سپاهی، فهیمه (۱۴۰۱). تأثیر ارزش شرکت و سود حسابداری بر مخارج سرمایه ای: نقش تعدیلی کیفیت اطلاعات داخلی. *مجله دانش حسابداری*، ۱۳(۲)، ۳۱-۵۱.
- فلاح شمس لیلاستانی، میرفیض؛ قالیباف اصل، حسن؛ نوبخت، سمیرا (۱۳۸۹). بررسی اثر تجربه بر ریسک پذیری، بیش اطمینانی و رفتار توده وار. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۳(۱۲)، ۲۵-۳۸.
- محمدی، هاجر؛ شاه منصوری، اسفندیار (۱۳۹۵). مقایسه خطاهای رفتاری در سرمایه گذاران جوان و با تجربه فعال در بورس اوراق بهادار تهران. *دومین همایش ملی پژوهش های مدیریت و علوم انسانی در ایران*، تهران.
- محمدی، یادگار؛ محمدی، اسفندیار؛ اسماعیلی کیا، غریبه (۱۳۹۸). اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، سیاست های تأمین مالی و کارایی سرمایه گذاری. *بررسی مسائل اقتصاد ایران*، ۶(۲)، ۱۹۵-۲۳۱.

References

- Abzari, M., Samadi, S., & Teimpori, H. (2006). Investigating the factors affecting the risk and return on investment in financial products. *The journal of trend*, 54, 123-152. (in Persian)
- Aflatoon, A. (2018). *Econometrics in Accounting and Finance Using Eviews*, Termeh, Tehran. (in Persian)
- Arabsalehi, M., Amiri, H., kazemi Noori, A. (2014). The Effect of Top Executives' Overconfidence on the Investment-Cash Flow Sensitivity. *Journal of Financial Accounting Research*, 6(2), 115-128. (in Persian)
- Barzideh, F., Kaffash Panjeshahi, M., Shariatpanahi, S., Taghavifard, M. (2016). Stock Pricing Model Based on Prospect Theory. *Financial Research Journal*, 18(1), 59-76. (in Persian)
- Benartzi, S. (2010). Behavioral finance in action. *Center for Behavioral Finance*.

- Benartzi, S., & Thaler, R. H. (1995). Myopic loss aversion and the equity premium puzzle. *The quarterly journal of Economics*, 110(1), 73-92.
- Blavatsky, P. R. (2011). Loss aversion. *Economic theory*, 46(1), 127-148.
- Bouteska, A. and Regaieg, B. (2020). Loss aversion, overconfidence of investors and their impact on market performance evidence from the US stock markets. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 25(50), 451-478.
- Bozec, R., Dia, M. & Bozec, Y. (2010). Governance – performance relationship: a re-examination using technical efficiency measures. *British Journal of Management*, 21(3), 684-700.
- Chari, A., Chen, W. & Dominguez, K. (2012). Foreign Ownership and Firm Performance: Emerging Market Acquisitions in the United States. *IMF Economic Review*, 60(1), 1–42.
- Chuang, W. I., & Susmel, R. (2011). Who is the more overconfident trader? Individual vs. institutional investors. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1626-1644.
- Chung, K.H. and Pruitt, S.W. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23(3), 70-74.
- Clarke, R.G. and Statman, M. (1998). Bullish or bearish?., *Financial Analysts Journal*, 54 (3), 63-80.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor Psychology and Security Market under- and Overreactions. *The Journal of Finance*, 53(6), 1839–1885.
- De Bondt, W. F., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? *The Journal of finance*, 40(3), 793-805.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2010). Seasoned equity offerings, market timing, and the corporate lifecycle. *Journal of financial economics*, 95(3), 275-295.
- Drakos, K. (2010). Terrorism activity, investor sentiment, and stock returns. *Review of financial economics*, 19(3), 128-135.
- Ebrahimi Sarv Olia, M., Salimi, M., Ghouchifard, H. (2020). The Effect of Investors' Myopic Loss Aversions (MLA) on Investments in Stocks in Tehran Stock Exchange. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 17(67), 89-124. (in Persian)
- Fakhari, H., Nasiry, M. (2020). Effect of Corporate Performance on the Future Stock Price Crash Risk. *Financial Management Strategy*, 8(3), 43-62. (in Persian)
- Fallah, S. L. M., Ghalibaf, A. H., Saraei, N. S. (2011). The Impact of Experience on Risktaking, Overconfidence and Herding of Investment Companies' Managers in. *Journal of Securities Exchange*, 3(12), 25-42. (in Persian)
- Fisher, K. L., & Statman, M. (2000). Investor Sentiment and Stock Returns. *Financial Analysts Journal*, 56(2), 16-23.
- Foroghi, D., Rahrovi Dastjerdi, A., & Sepahi, F. (2022). The Effect of Firm Value and Accounting Profits on Capital Expenditures: The Moderating Role of Internal Information Quality. *Journal of Accounting Knowledge*, 13(2), 31-51. (in Persian)

- Fortin, I., & Hlouskova, J. (2011). Optimal asset allocation under linear loss aversion. *Journal of Banking & Finance*, 35(11), 2974-2990.
- Genesove, D., & Mayer, C. (2001). Loss aversion and seller behavior: Evidence from the housing market. *The quarterly journal of economics*, 116(4), 1233-1260.
- Gervais, S., & Odean, T. (2001). Learning to be overconfident. *The Review of financial studies*, 14(1), 1-27.
- Glaser, M., & Weber, M. (2007). Overconfidence and trading volume. *The Geneva Risk and Insurance Review*, 32(1), 1-36.
- Hajimolla Mirzaie, H., Yavari, A., & Gholami, M. (2015). The relationship between the external financing methods with the future financial operation. *Accounting and Auditing Research*, 7(25), 42-57. (in Persian)
- Hamidian, M., Hosseini Veleshkolaiey, S. M., & Abbasi, A. (2020). Relation Capital Structure and Managerial Ownership with Firm Performance in the Tehran Stock Exchange's Listed Companies. *Accounting and Auditing Studies*, 9(33), 75-92. (in Persian)
- Hassas yeganeh, Y., Ebrahimi Sarv Olia, M., Ghazi nouri, S., Afkhami, A. (2019). Angel Investors: Examining Behavioral Finance Factors Influencing Investment Selection. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 12(43), 41-58. (in Persian)
- Heaton, J. B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 31(1), 33-45.
- Hilton, D. J. (2001). The psychology of financial decision-making: Applications to trading, dealing, and investment analysis. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 2(1), 37-53.
- Ho, C., & Hung, C. H. (2009). Investor sentiment as conditioning information in asset pricing. *Journal of Banking & Finance*, 33(5), 892-903.
- Hoffmann, A. O., Post, T., & Pennings, J. M. (2013). Individual investor perceptions and behavior during the financial crisis. *Journal of Banking & Finance*, 37(1), 60-74.
- Jung, C. S., Lee, D. W., & Park, K. S. (2009). Can investor heterogeneity be used to explain the cross-section of average stock returns in emerging markets? *Journal of International Money and Finance*, 28(4), 648-670.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Kahneman, D., Knetsch, J. L., & Thaler, R. H. (1990). Experimental tests of the endowment effect and the Coase theorem. *Journal of political Economy*, 98(6), 1325-1348.
- Karaca, S. S., & Eksi, I. H. (2012). The relationship between ownership structure and firm performance: An empirical analysis over Istanbul Stock Exchange (ISE) listed companies. *International Business Research*, 5(1), 172-181.
- Khoshtinat, M., Nadi Gbomi, V. (2009). The Framework of Relation of Investors Overconfidence Behavior with Stock Return. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 7(25), 53-85. (in Persian)

- Kruger, J. (1999). Lake Wobegon be gone! The " below-average effect" and the egocentric nature of comparative ability judgments. *Journal of personality and social psychology*, 77(2), 221-232.
- Lambert, J., Bessière, V., & N'Goala, G. (2012). Does expertise influence the impact of overconfidence on judgment, valuation and investment decision? *Journal of Economic Psychology*, 33(6), 1115-1128.
- Lei, A.C.H. and Song, F.M. (2011). Connected transactions and firm value: evidence from China affiliated companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(5), 470-490.
- Liu, Y., & Taffler, R. (2008, August). CEO overconfidence in M&A decision making and its impact on firm performance. *In Annual Conference of the French Finance Association* , 20-22.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of financial Economics*, 89(1), 20-43.
- Mohamadi, H., Shah Mansouri, E. (2016). Comparing the behavioral errors in young and experienced investors activating in Tehran Stock Exchange, *The Second National Conference on Management Research and Humanities in Iran*, Tehran. (in Persian)
- Mohamadi, Y., M, A., Esmaeli Kia, G. (2020). Managerial Overconfidence, financing policies and investment efficiency. *Journal of Iranian Economic Issues*, 6(2), 195-231. (in Persian)
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 20, 293-315.
- Nikolic, B., & Yan, X. (2014). Investor overconfidence, misvaluation, and corporate decisions. *Journal of Financial Economics*, 2(1), 52-104.
- Nofsinger, J. R. (2001). *Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing and what to Do about it*. Pearson Education.
- O'Connell, P.G. and Teo, M. (2009). Institutional investors, past performance, and dynamic loss aversion. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(1), 155-188.
- Odean, T. (1998). Volume, volatility, price, and profit when all traders are above average. *The journal of finance*, 53(6), 1887-1934.
- Pompian, Michael M. (2009). *Behavioral finance and wealth management: how*, Keyhan, Tehran. (in Persian) Rahrovi Dastjerdi, A., foroghi, D., Kiani, G. (2020). The Conformity of Fraud Incentives in Managers with Cumulative Prospect Theory Pattern through Text Analysis. *Empirical Research in Accounting*, 9(4), 73-102. (in Persian)
- Sadeghnia, M., hooshmand, A. & niko, H. (2013). Behavioral Finance and Neuro Finance and Research Conducted in This Area. *Interdisciplinary journal of contemporary research in business*, 4(12), 793-801.
- Saedi, R., Rezaein, V. (2019). The Effect of the Manager's Excessive Self-Confidence on Stock Returns and Unsystematic Stock Risk Given the Dual Role of Managing Director:

- Evidence from Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 21(1), 79-100. (in Persian)
- Saeedi, A. (2012). *Fundamentals of Economics and Behavioral Finance*, Bourse, Tehran. (in Persian)
- Saghafi, A., Farhadi, R., Taghavi Fard, M., Barzideh, F. (2015). Forecasting Investors Trading Behavior: Evidence from Prospect Theory, *Journal of Investment Knowledge*, 4(15), 19-23. (in Persian)
- Salehi, A. (2020). The effect of institutional ownership on performance measurement indicators based on residual income and market components. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 13(46), 1-14. (in Persian)
- Samuelson, W., & Zeckhauser, R. (1988). Status quo bias in decision making. *Journal of risk and uncertainty*, 1(1), 7-59.
- Schmidt, U., & Zank, H. (2005). What is loss aversion? *Journal of risk and uncertainty*, 30(2), 157-167.
- Shan, L., & Gong, S. X. (2012). Investor sentiment and stock returns: Wenchuan Earthquake. *Finance Research Letters*, 9(1), 36-47.
- Shiller, R. J. (2000). Measuring bubble expectations and investor confidence. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 1(1), 49-60.
- Shiller, Robert J. (1999). *Human behavior and the efficiency of the financial system*. Handbook of Macroeconomics, in: J. B. Taylor & M. Woodford (ed.), Handbook of Macroeconomics, edition 1, volume 1, chapter 20, pages 1305-1340 Elsevier.
- Shu, H. C. (2010). Investor mood and financial markets. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 76(2), 267-282.
- Solt, M. E., & Statman, M. (1988). How useful is the sentiment index?. *Financial Analysts Journal*, 44(5), 45-55.
- Statman, M., Thorley, S., & Vorkink, K. (2006). Investor overconfidence and trading volume. *The Review of Financial Studies*, 19(4), 1531-1565.
- Thaler, R. (1980). Toward a positive theory of consumer choice. *Journal of economic behavior & organization*, 1(1), 39-60.
- Valenti, M. A., Luce, R., & Mayfield, C. (2011). The effects of firm performance on corporate governance. *Management Research Review*. 34(3), 266-283.
- Weinstein, N. D. (1980). Unrealistic optimism about future life events. *Journal of personality and social psychology*, 39(5), 806-820.
- White, E. N. (1990). The stock market boom and crash of 1929 revisited. *Journal of Economic perspectives*, 4(2), 67-83.