



**فصلنامه علمی - تخصصی حسابداری و فناوری های نوین**

## ارتباط بین زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار با عملکرد شرکت



مسعود بختیاری<sup>۱</sup>؛ سید عباس برهانی<sup>۲</sup>

### چکیده

هدف تحقیق حاضر، ارتباط بین زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار با عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. روش پژوهش از نوع پژوهش‌های توصیفی و همبستگی است. داده‌ها مربوط به ۱۲۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۸ و با استفاده از نرم‌افزار استاتا نسخه ۱۲ تجزیه و تحلیل شده است. روش گردآوری داده‌ها از نرم‌افزار ره‌آورد نوین می‌باشد و همچنین فرضیه‌ها بر اساس آزمون رگرسیون خطی چند متغیره، مورد بررسی قرار گرفته‌اند. بر اساس نتایج آزمون فرضیه‌ها، بین زیان‌گریزی و عملکرد شرکت (نسبت بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری شرکت) رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

---

۱. نویسنده مسئول؛ استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

mbakhtiari1363@pnu.ac.ir

۲. استادیار گروه حسابداری، واحد قم، دانشگاه آزاد اسلامی، قم، ایران

s.borhani@hotmail.com

◆..... ارتباط بین زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار با عملکرد شرکت ◇ ۳

همچنین بین اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار و عملکرد شرکت (نسبت بازده حقوق صاحبان سهام) رابطه منفی و معناداری وجود دارد؛ ولی بین اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار و عملکرد شرکت (نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری شرکت) رابطه معناداری وجود ندارد.

واژه‌گان کلیدی: زیان‌گریزی، اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار، عملکرد شرکت، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری شرکت.

## ۱. بیان مسئله

سرمایه‌گذاری را می‌توان یکی از ارکان اساسی اقتصاد هر کشوری دانست. تردیدی نیست که افزایش تولید به عنوان یکی از نخستین گام‌های فرایند توسعه، مستلزم افزایش سرمایه‌گذاری خواهد بود. بیش اطمینانی یا اعتماد بیش از حد به خود را می‌توان اعتقادی بی اساس درباره توانایی‌های شناختی، قضاوت‌ها و استدلال شهودی فرد تعریف کرد. مفهوم بیش اطمینانی در مجموعه وسیعی از آزمایش‌های روان‌شناسانه از نوع شناختی در نظر گرفته شده است که نشان می‌دهد افراد هم درباره توانایی‌هایشان در پیش‌بینی و هم درباره دقت اطلاعات شان، برآوردی بیش از اندازه دارند. همچنین در تخمین احتمالات ضعیف عمل می‌کنند و اغلب رویدادهایی با احتمال وقوع بسیار کم را صد در صد حتمی می‌دانند. به طور خلاصه می‌توان گفت این گونه افراد خود را از آنچه در واقعیت هستند، باهوش‌تر می‌پندارند و بر این باورند که اطلاعات بهتری در اختیار دارند. برای مثال، هنگام تصمیم‌گیری به منظور سرمایه‌گذاری در شرکتی خاص، اغلب انتظار زیان را نادیده می‌گیرند و اگر شرکت عملکرد ضعیفی داشته باشد، احساس تعجب یا نارضایتی می‌کنند (پمپین، ۲۰۰۶). اطمینان بیش از حد سرمایه‌گذاران در نتیجه این باور که آن‌ها اطلاعاتی در اختیار دارند که بازده بازار و نوسانات بازده بازار را بیش از حد تخمین می‌زنند و چشم انداز مثبتی از شرکت دارند (مالمندیر و تیت،

۲۰۰۵). اطمینان بیش از حد سرمایه‌گذاران در نتیجه این باور که آن‌ها اطلاعات بهتری نسبت به دیگران در اختیار دارند. دقت اطلاعات خود و به تبع آن بازده بازار را بیش از حد تخمین می‌زنند و چشم‌انداز مثبتی از ریسک و بازده آینده شرکت دارند (بومن، ۲۰۱۴).

دی بونت و تالر (۱۹۹۵) این‌گونه استدلال می‌کنند که عامل کلیدی رفتاری مورد نیاز برای درک پازل معامله، اطمینان بیش از حد می‌باشد. سرمایه‌گذاران دارای اطمینان بیش از حد صحت توانایی‌های ارزیابی خود را بیش از حد برآورده می‌کنند؛ چرا که آنها صحت اطلاعات محرمانه خود را بیش از حد برآورد محققان تئوری و کاربردهای قابل آزمون می‌دانند. در ابتدا سرمایه‌گذاران عموماً نسبت به صحت اطلاعات خصوصی خود اطمینان بیش از حد دارند و همچنین و اعتماد بیش از حد یک نوع جانبداری فردی می‌باشد که باعث می‌شود میزان اطمینان بیش از حد متناسب با بازده‌های بازار متفاوت باشد (دی واس، لادرزولتو، ۲۰۰۸). همچنین اطمینان بیش از حد سرمایه‌گذار محرکی برای چگونگی معاملات سرمایه‌گذار است (تمایل برای فروش سریع حاوی برنده و حفظ بازنده برای مدت طولانی)؛ چرا که اطمینان بیش از حد باعث می‌شود سرمایه‌گذاران در شرایط سود و زیان، معاملات غیرعادی داشته باشند (دهار و ژو، ۲۰۰۲)؛ هر چند اطمینان بیش از حد به طور کل بر بازار سهام تأثیر می‌گذارد. در مقابل اطمینان بیش از حد می‌تواند هر دو طرف معامله مورد نظر (خرید یا فروش) را تحت تأثیر قرار دهد. برخی از مطالعات وجود ارتباط بین عملکرد شرکت و بازده معوق را بازارهای توسعه‌یافته پیش‌بینی کرده‌اند؛ اما شواهد اندکی در مورد بازارهای نوظهور وجود دارد (گریفن، نرردی و شولز، ۲۰۰۷). به علاوه، در مقایسه با بازارهای توسعه‌یافته، بازارهای نوظهور به طور قابل ملاحظه‌ای نقدینگی کمتری دارند. این کمبود نقدینگی می‌تواند نقش حائز اهمیت در تعیین ارتباط بین بازده‌های سهام و عملکرد ایفا نماید و می‌تواند یافته‌های پیشین بازارهای توسعه‌یافته را تغییر دهد.

◆..... ارتباط بین زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار با عملکرد شرکت ◇ ۵

پیستاسالاسی و گوناسکار، (۲۰۰۶)، علاوه بر آن شواهد قوی کشف شد که تعصب و اعتماد بیش از حد، بر تمامی تصمیم‌های عاقلانه غالب می‌باشد و از این رو سرمایه‌گذاران تمایل به اعتماد به نفس بیشتر از زیان‌گریزی بیشتری برخوردار می‌باشند. فرضیه بازارهای کارآمد براساس نظریه عقلانی سرمایه‌گذاران است که فرض بر کامل بودن است. درمن (۲۰۰۱) به بررسی میزان اعتماد بیش از اندازه در میان مردان و هم‌زنان براساس یک نمونه ۲۲۰.۰۰۰ خانواده پرداخت و کشف کرد که اعتماد بیش از اندازه یک سرمایه‌گذار مرد از زن بیشتر می‌باشد. مردان از زنان با اعتماد به نفس تر هستند. هو هونگ (۲۰۰۹)، بیان کردند که دو نوع از سرمایه‌گذاران در بازار مالی حاضر هستند: اولی و مربوط به سرمایه‌گذارانی که به اطلاعات خصوصی دسترسی دارند و به آن اهمیت می‌دهند و شاید تابع اعتماد بیش از اندازه باشند. دوم به سرمایه‌گذارانی که به اطلاعات عمومی دسترسی دارند و به آن اهمیت می‌دهند و به صورت عقلانی تصمیم‌گیری می‌کنند. دی بوفت و تاهلر (۱۹۸۵)، در میان اولین محققانی می‌باشد که بیان کرد اعتماد بیش از اندازه بر روی قیمت‌ها تأثیر می‌گذارد. سولت راستیت من (۱۹۸۸) و کلارک راستیت من (۱۹۹۸)، تعیین کردند که تمایل سرمایه‌گذار می‌تواند به عنوان یک عامل با اهمیت در معاملات سهام قرار گیرد. آنها ثابت کردند که بین تمایلات سرمایه‌گذار و عملکرد بازار سهام رابطه ناکافی وجود دارد. بنابراین، هدف این پژوهش بررسی و تعیین تأثیرگذاری زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار و دیگران بر عملکرد می‌باشد.

## ۲. فرضیه‌های تحقیق

گاهی ممکن است سرمایه‌گذار در خلال معامله یک سهم به خصوص، سود به دست آورده باشد. در چنین مواردی معمولاً سرمایه‌گذار می‌خواهد سود را از دست ندهد. لذا با کمترین تغییر در قیمت سهام اقدام به فروش آن می‌کنند یا شاید حتی برای اجتناب از زیان بیشتر، در

زمانی که قیمت سهم سقوط کرده باشد، با بهایی کمتر از قیمت خرید خود، به فروش اقدام کند. در چنین مواردی گفته می‌شود که سرمایه‌گذاری تابع زیان‌گریزی می‌باشد.

کانمن و تورونکی (۱۹۷۹)، بیان کردند که زیان‌گریزی به عنوان یک تعصب روان‌شناسی در نظر گرفته می‌شود که بدینی سرمایه‌گذاران را نسبت به سهم را انعکاس می‌دهد. اهمیت این تعصب می‌تواند تأثیر با اهمیتی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در مدیریت و فروش اوراق بهادار داشته باشد. در زمانی که سرمایه‌گذاران خیلی به زیان حساس می‌باشند و از زیان‌گریزی بیش از حد دچار باشند، همین امر باعث دور شدن آنها از زیان می‌شود و در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری آنها تأثیر معناداری می‌گذارد. رفائل و همکاران (۲۰۱۲)، تئوری‌های مختلفی در ارتباط بین تصمیم‌گیری توسط سرمایه‌گذار بیان کردند. آنها روی مدل‌های نرمال در اینکه کدام سرمایه‌گذار بر اساس ضوابط خاص، عملکرد را افزایش می‌دهند انجام دادند و بیان کردند که زیان‌گریزی سرمایه‌گذاران بر عملکرد آنها تأثیرگذار می‌باشد. بنارتزی و تاهار (۱۹۹۵) بیان کردند که احساس سرمایه‌گذار از زیان‌گریزی آنها بیشتر تبعیت دارد و تأثیرپذیر می‌باشد. زیان‌گریزی سرمایه‌گذاران باعث شک بین سرمایه‌گذار و سرمایه‌گذاری در شرکت می‌گردد و قدرت را برای جذب سرمایه‌گذار از دست می‌دهند. تیلور و جانسون (۱۹۹۰)، نشان دادند که میزان زیان‌گریزی سرمایه‌گذاران قبل از هر چیز به نتایج گذشته بستگی دارد. به زمانی که سرمایه‌گذار در گذشته در موقعیت‌های مختلف سود یا زیان قرار گرفته است. زیان‌گریزی به سرمایه‌گذاران برای فروش سهام آنان به دلیل ترس از دست دادن منافع خود انگیزهای مضاعف می‌دهد (السبرگ، ۱۹۶۱). نتایج شو (۲۰۱۰)، نشان داد که هم سهام و هم وجه نقد به طور مثبت با حالت سرمایه‌گذار مرتبط است و مواقعی که ارزش و قیمت دارایی آنان بالاتر باشد، می‌تواند، وضعیت بهتری به همراه داشته باشند (هافمن و همکاران، ۲۰۱۲). تئوری نشان می‌دهد که تعصب در سرمایه‌گذاری و همچنین زیان‌گریزی در تصمیم‌گیری راهبردهای سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری معناداری می‌گذارد. تمایل سرمایه‌گذار و عملکرد شرکت، به

◆..... ارتباط بین زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار با عملکرد شرکت ◇ ۷

عنوان دو فاکتوری در نظر گرفته می‌شوند که ممکن است ارتباط معناداری با هم داشته باشد. بنابراین، تعصب زیان‌گریزی می‌تواند بر عملکرد شرکت تأثیر بگذارد. با توجه به مبانی نظری بالا، فرضیه‌های این پژوهش به شرح زیر بیان می‌گردد.

• فرضیه اول: بین زیان‌گریزی و عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده بورس تهران ارتباط معناداری وجود دارد.

• فرضیه فرعی اول: بین زیان‌گریزی و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده بورس تهران ارتباط معناداری وجود دارد.

• فرضیه فرعی دوم: بین زیان‌گریزی و نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری در شرکت‌های پذیرفته شده بورس تهران ارتباط معناداری وجود دارد.

✓ فرضیه دوم: بین اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار و عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده بورس تهران ارتباط معناداری وجود دارد.

• فرضیه فرعی اول: بین اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده بورس تهران ارتباط معناداری وجود دارد.

• فرضیه فرعی دوم: بین اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار و نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری در شرکت‌های پذیرفته شده بورس تهران ارتباط معناداری وجود دارد.

### ۳. روش پژوهش

پژوهش حاضر از نوع پژوهش‌های توصیفی و همبستگی است. در روش همبستگی به بررسی میزان تغییرات متغیر وابسته بر اثر دستکاری متغیر مستقل، از طریق محاسبه ضریب همبستگی پرداخته می‌شود. در این پژوهش، برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات از روش کتابخانه‌ای و میدانی استفاده شده است. مبانی نظری پژوهش از کتاب‌ها، مجلات و سایت‌های تخصصی

فارسی و لاتین گردآوری شده است و داده‌های مالی مورد نیاز با مراجعه به سایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران، صورت‌های مالی شرکت‌ها و همچنین با استفاده از نرم‌افزارهای تدبیرپرداز و ره آورد نوین گردآوری شده است. در ابتدا از آزمون شاپیروویلیک برای بررسی نرمال بودن توزیع داده‌ها استفاده می‌گردد و سپس برای اطمینان از عدم وابستگی نمونه‌ها به یکدیگر و تصادفی بودن آن‌ها از آزمون والد ریچ استفاده می‌گردد. در این تحقیق از روش رگرسیون چندمتغیره به عنوان روش آماری استفاده می‌شود. در روش رگرسیون، هدف اصلی بررسی ارتباط بین متغیرهای وابسته و مستقل در تحقیق است. همچنین تحلیل داده‌ها در بخش آمار توصیفی با محاسبه شاخص‌های مرکزی، از جمله میانگین، میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار چولگی و کشیدگی چولگی شروع خواهد شد در این پژوهش، برای آزمون فرضیه‌ها از داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود. در موارد استفاده از داده‌های ترکیبی برای انتخاب بین روش‌های پانل و پولینگ از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. در صورت انتخاب روش پانل، آزمون هاسمن برای انتخاب از بین روش‌های تأثیرات ثابت و تأثیرات تصادفی انجام می‌شود و پس از آن داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از نرم‌افزار EXCEL بعد از اصلاحات و طبقه‌بندی لازم بر اساس متغیرهای مورد بررسی وارد نرم‌افزار stata نسخه ۱۲ شده و تجزیه و تحلیل‌های نهایی انجام خواهد شد. جامعه آماری تحقیق حاضر را کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند. برای تعیین نمونه مورد مطالعه، شرکت‌هایی از جامعه آماری یاد شده، انتخاب می‌شوند که:

پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد؛

از سال ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸، در بورس حضور داشته باشند؛

شرکت بین سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸، تغییر سال مالی نداشته باشد؛

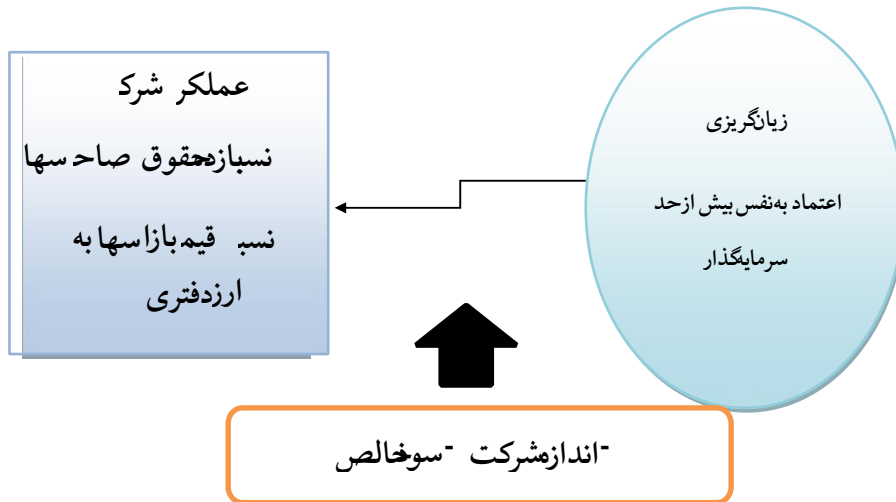
شرکت نباید در گروه واسطه‌گری مالی باشد (بانک‌ها، نهادها، سرمایه‌گذاری‌ها و...)

اطلاعات مورد نیاز شرکت، در دسترس باشد.



◆ ..... ارتباط بین زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار با عملکرد شرکت ◇ ۹

#### ۴. مدل مفهومی پژوهش



منبع: با توجه به تحقیق احمد و بودینیا (۲۰۱۸)

#### ۵. مبانی نظری پژوهش

در من (۲۰۰۱) به بررسی میزان اعتماد بیش از اندازه در میان مردان و هم‌زنان بر اساس یک نمونه ۲۲۰.۰۰۰ خانوادۀ پرداخت و به این نتیجه دست یافت که اعتماد به نفس بیش از اندازه یک سرمایه‌گذار مرد از زن بیشتر می‌باشد.

هوهونگ (۲۰۰۹)، بیان کردند که دو نوع از سرمایه‌گذاران در بازار مالی حاضر هستند: گروه اول، سرمایه‌گذارانی هستند که به اطلاعات خصوصی دسترسی دارند و به آن اهمیت می‌دهند و شاید تابع اعتماد بیش از اندازه باشند؛ دوم به سرمایه‌گذارانی که به اطلاعات عمومی دسترسی دارند و به آن اهمیت می‌دهند و به صورت عقلانی تصمیم‌گیری می‌کنند. دی بوفت و تاهل (۱۹۸۵)، در میان اولین محققانی بود که بیان کرد اعتماد بیش از اندازه بر قیمت‌ها تأثیر می‌گذارد.

سولت راستیت من (۱۹۸۸) و کلارک راستیت من (۱۹۹۸)، تعیین کردند که تمایل سرمایه گذار می تواند به عنوان یک عامل با اهمیت در تجارت و مبادلات سهام قرار گیرد. همچنین احمد و بودینیا (۲۰۱۸) به بررسی ارتباط بین زیان گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه گذار و دیگران بر عملکرد شرکت های آمریکایی پرداختند. هدف این پژوهش بررسی ارتباط دو متغیر زیان گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه گذار با عملکرد شرکت می باشد. این پژوهش بر ۶۷۷۷ افراد شرکت های خدماتی و صنعتی بیمه شده آمریکایی در دوره زمانی ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۶ می باشد. و با رگرسیون حداقل مربعات معمولی در دو مدل تحاب اطلاعات روی آزمایش آن فرضیه که فرمول شده برای مطالعه استفاده شده بود. نتایج این پژوهش بیانگر این می باشد که زیان گریزی و همچنین اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه گذار تأثیر منفی و معناداری بر عملکرد اقتصادی شرکت ها دارد. زمانی که سرمایه گذاران خیلی به زیان حساس هستند؛ آنها همیشه دنبال اجتناب آن هستند که به طور کامل بر تصمیم گیری تأثیر می گذارد. رفائل و همکاران (۲۰۱۲)، از تئوری چشم انداز برای فهمیدن تصمیم گیری توسط سرمایه گذار استفاده کردند. آنها روی مدل های نرمال در اینکه کدام سرمایه گذار بر اساس ضوابط خاص عملکرد چند منظوره را بیشینه می کند، متکی شده اند. در کاربردهای اخیر، تئوری چشم انداز و در اصلاح خطر حق. بنارتزی و تاهار (۱۹۹۵)، یک شکاف مهم بین برگشت سهام و اوراق بهادار نشان داده اند. نشان داده است که فاصله ارزیابی بر احساس سرمایه گذار از زیان گریزی تأثیر دارد. هر چه ارزیابی فاصله باریک تر و محدودتر است، زیان گریزی بیشتری تأیید شده است و بیشتر اوراق بهادار قدرت را برای جذب سرمایه گذار از دست می دهند. باربریس و همکاران (۲۰۰۱)، مطالعه کردند زیان گریزی در یک مدل مبتنی بر مصرف برای ارزیابی بهره مندی مالی به گونه ای است که توسط تئوری چشم انداز نشان داده شده است. تیلور و جانسون (۱۹۹۰)، نشان دادند که درجه زیان گریزی به نتایج گذشته بستگی دارد؛ زمانی که تقریباً سرمایه گذار، در سود و زیان است. زیان گریزی به سرمایه گذاران برای فروش سهام اوراق

◆..... ارتباط بین زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار با عملکرد شرکت ◇ ۱۱

آنان به دلیل اینکه آنها، ترس از دست دادن منافع خود را دارند، انگیزه‌ای مضاعف می‌دهد (السبرگ، ۱۹۶۱). نتایج شو (۲۰۱۰)، نشان داد که هم سهام و هم اسکناس به طور مثبت با حالت سرمایه‌گذار مرتبط است؛ مواقعی که ارزش و قیمت دارایی آنان بالاتر باشد، می‌تواند حال بهتری را به همراه داشته باشند. دی بونت و تالر (۱۹۹۵)، این‌گونه استدلال می‌کنند که عامل کلیدی رفتاری مورد نیاز برای درک پازل معامله اطمینان بیش از حد می‌باشد. سرمایه‌گذاران دارای اطمینان بیش از حد صحت توانایی‌های ارزیابی خود را بیش از حد برآورد می‌کنند؛ چرا که آنها صحت اطلاعات محرمانه خود را بیش از حد برآورد محققان تنوری و کاربردهای قابل آزمون را براساس دو فرض توسعه دادند. در ابتدا، سرمایه‌گذاران عموماً نسبت به صحت اطلاعات خصوصی خود اطمینان بیش از حد دارند و نیز توزیع فردی جانبدارانه باعث می‌شود که میزان اطمینان بیش از حد متناسب با بازده‌های بازار متفاوت باشد. روش مناسب آشکاری برای اندازه‌گیری اطمینان بیش از حد وجود ندارد (دی واس، لادرزولتو، ۲۰۰۸). توضیح برخی از رویدادهای مشاهده شده در بازارهای اوراق بهادار، از جمله سطوح بالای حجم معامله برای اقتصاددانان امری چالش برانگیز است. غالب‌ترین توضیح موجود، برای حجم بالای معامله اطمینان بیش از حد است. بازده‌های بالای بازار سرمایه‌گذاران را مطمئن می‌کند و در نتیجه این سرمایه‌گذاران معاملات بیشتری را انجام می‌دهند.

اطمینان بیش از حد به دو دلیل با اثر وضعی تفاوت دارد. در ابتدا، اثر وضعی به رفتار سرمایه‌گذار نسبت به یک سهام خاص در پرتفوی خود برمی‌گردد (دهار و ژو، ۲۰۰۲). هر چند که اطمینان بیش از حد به طور کل بر بازار سهام تأثیر می‌گذارد. دوم، اثر وضعی صرفاً انگیزه برای یک طرف معامله را توضیح می‌دهد. در مقابل اطمینان بیش از حد می‌تواند هر دو طرف معامله مورد نظر را توضیح دهد. بسیاری از مطالعات وجود ارتباط بین حجم معاملات اخیر و بازده معوق را بازارهای توسعه‌یافته پیش‌بینی کرده‌اند؛ اما شواهد اندکی در مورد بازارهای نوظهور وجود دارد (گریفن، نرردی و شولز، ۲۰۰۷). به علاوه در مقایسه با بازارهای توسعه‌یافته، بازارهای

نوظهور بطور قابل ملاحظه ای کوچک ترند و نقدینگی کمتری دارند. این کمبود نقدینگی می تواند نقش حائز اهمیتی در تعیین ارتباط بین بازده های سهام و حجم معامله ایفا کند و می تواند یافته های پیشین بازارهای توسعه یافته را تغییر دهد (بیستاسالاسی و گوناسکار، ۲۰۰۶).

## ۶. پیشینه پژوهش

### پیشینه داخلی

شهابی راد و همکاران (۱۴۰۱)، به بررسی ارائه مدلی به منظور شناسایی تأثیر هوش معنوی بر هوش هیجانی و نقش آن در کنترل سوگیری های رفتاری (مبتنی بر خطای هاله ای) و نقش آن بر تصمیم گیری سرمایه گذاران پرداختند. جهت دستیابی به هدف تحقیق، به روش تصادفی ۳۰۰ نفر از سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران برای نمونه انتخاب شدند. داده های مورد نیاز از طریق توزیع و جمع آوری پرسشنامه ها به دست آمده اند. برای تجزیه و تحلیل داده ها، از روش آمار استنباطی به روش ضریب همبستگی پیرسون و آزمون معادلات ساختاری استفاده گردیده است. تجزیه و تحلیل اطلاعات به وسیله نرم افزار آماری SPSS و نمودارها توسط نرم افزار EXCEL ترسیم و حل معادلات ساختاری توسط نرم افزار AMOS بوده است.

با توجه به بارهای عاملی در مدل پژوهش، از بین شاخص های متغیر های هوش معنوی و هوش هیجانی، به ترتیب در متغیر هوش معنوی، شاخص اعتقاد به ظرفیت های مذهبی در تصمیم گیری با ضریب عاملی ۰/۸۱، آرامش قلبی در تصمیم گیری ۰/۶۷، تبدیل شکست به فرصت ۰/۴۰، خودجوش بودن و شهامت ۰/۳۶، دارای بیشترین تأثیر و در متغیر هوش هیجانی به ترتیب شاخص کنترل احساسات با ضریب عاملی ۰/۷۴، کنترل فشار و استرس ۰/۶۴، کنترل هیجانات ۰/۵۹، تنظیم ارتباطات بیرونی ۰/۳۵، بیشترین تأثیر و در متغیر خطای هاله ای به ترتیب متغیر تقلب شرکت ها با ضریب عاملی ۰/۸۸، افول رتبه افشا ۰/۵۵، بیشترین تأثیر را دارا

◆..... ارتباط بین زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار با عملکرد شرکت ◇ ۱۳

هستند و هوش معنوی به میزان ۰/۲۵ بر هوش هیجانی، هوش هیجانی در کنترل خطاهای ادراکی ۰/۶۲ و در نهایت میزان تأثیر آن بر فرایند تصمیم‌گیری ۰/۲۵ می‌باشد.

احمدی و همکاران (۱۳۹۸)، به بررسی تأثیر معیارهای اعتماد بیش از حد مدیران ارشد بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای تعیین میزان اعتماد بیش از حد مدیران از پنج معیار شامل سرمایه‌گذاری بیش از حد، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، خالص جریان‌های نقدی، سیاست تقسیم سود و نسبت مخارج سرمایه استفاده شده است. بدین منظور، یک فرضیه اصلی و پنج فرضیه فرعی برای بررسی این موضوع تدوین و داده‌های مربوط به ۹۹ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۳ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. الگوی رگرسیون پژوهش با استفاده از روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت، بررسی و آزمون شده است. نتایج نشان می‌دهد از میان معیارهای انتخابی برای اعتماد بیش از حد مدیریتی، سرمایه‌گذاری بیش از حد، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، خالص جریان‌های نقدی، سیاست تقسیم سود و نسبت مخارج سرمایه تأثیر مثبت معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارند. علاوه بر این، نتایج پژوهش نشان می‌دهد، معیار اصلی اعتماد بیش از حد مدیریتی تأثیر مثبت معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارد.

طلعتی و طلعتی (۱۳۹۷)، به بررسی ارتباط بین بیش اعتمادی مدیران و سرمایه‌گذاری بیش از حد با تأکید بر استقلال هیئت مدیره پرداختند. اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و خوش‌بینی بیش از حدشان موجب می‌شود سرمایه‌گذاری بیش از حد اقدام کنند و سرمایه‌گذاری بیش از حد موجب بالا رفتن بدهی واحد اقتصادی می‌گردد. از طرفی هیئت مدیره هرچقدر مستقل‌تر بوده و اعضای غیرموظف بیشتری داشته باشد، اثرگذاری بیشتری بر روی رفتار مدیران و بیش سرمایه‌گذاری آنها دارد. این پژوهش به بررسی ارتباط بین بیش اعتمادی مدیران و سرمایه‌گذاری بیش از حد با تأکید بر استقلال هیئت مدیره در شرکت‌های

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. پژوهش حاضر از لحاظ هدف، کاربردی بوده و از بعد روش شناسی، یک تحقیق توصیفی و همبستگی از نوع علی (پس رویدادی) می باشد. کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به دلیل اینکه صورت های مالی آنها هم قابل دسترس هستند و هم حسابرسی شده، به عنوان جامعه آماری پژوهش انتخاب و با استفاده از روش نمونه گیری حذف سیستماتیک، ۱۳۳ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده و در دوره زمانی ۷ ساله، بین سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ مورد بررسی قرار گرفتند. روش مورد استفاده برای جمع آوری اطلاعات، کتابخانه ای بوده و برای اجرای آزمون فرضیات داده های مربوط به متغیرهای پژوهش از صورت های مالی شرکت ها و نرم افزار ره آورد نوین جمع آوری شده سپس در نرم افزار اکسل محاسبات اولیه انجام شده و برای آزمون فرضیه ها در نرم افزار استاتا نسخه ۱۴ از رگرسیون لجستیک استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می دهد که وجود بیش اعتمادی مدیران باعث افزایش سرمایه گذاری بیش از حد نمی شود؛ ولی تعامل بیش اعتمادی مدیران و استقلال هیئت مدیره بر بیش سرمایه گذاری تأثیر منفی و معناداری دارد.

حامدی و صراف (۱۳۹۶)، به بررسی ارتباط بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیر با عملکرد مالی و اقتصادی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. روش تحقیق در این مطالعه توصیفی - همبستگی از نوع تحلیل رگرسیون بوده و جامعه آماری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد (شرکت هایی که قبل از سال ۱۳۸۸ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۴ در بورس فعال بودند). روش نمونه گیری به صورت هدف مند و سیستماتیک می باشد. جمع آوری اطلاعات با استفاده از اطلاعات اولیه شرکت ها بوده است؛ یعنی اطلاعات و داده های مورد نیاز تحقیق کلا از روش کتابخانه ای، با استفاده از نرم افزار ره آورد نوین و با مراجعه به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و مطالعه صورت های مالی اساسی شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران در طی سال

◆..... ارتباط بین زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار با عملکرد شرکت ◇ ۱۵

۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ به دست آمده‌اند. علاوه بر مطالعه صورت‌های مالی اساسی، اطلاعات مربوط به صورت‌های مالی از سایت اطلاعاتی بورس مورد استفاده قرار گرفته است. یافته تحقیقی حاکی از این بود که بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت و بازده سهام رابطه معنادار و مثبت وجود دارد و بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معنادار و منفی وجود دارد. همچنین بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت و ارزش افزوده بازار رابطه معنادار وجود ندارد.

پورکناری و همکاران (۱۳۹۶)، به بررسی تأثیر حباب قیمتی و تمایلات زیان‌گریزی سهامداران بر ارزش غیر بنیادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. تحقیق حاضر از منظر طبقه‌بندی بر مبنای هدف، نوعی تحقیق کاربردی محسوب می‌شود. پژوهش حاضر بر مبنای طبقه‌بندی تحقیقات بر اساس روش و ماهیت، تحقیقی همبستگی محسوب می‌گردد. انجام تحقیق در چارچوب استدلال‌ات قیاسی - استقرایی است. در این تحقیق برآورد و تخمین‌های آماری مدل‌ها و تأثیر چندگانه کلیه متغیرها با استفاده از نرم‌افزارهای SPSS و Eviews5 صورت می‌گیرد و روش تخمین مدل‌ها، ترکیب داده‌های مقطعی سری زمانی پانل دیتا می‌باشد و برای تأثیر چندگانه کلیه متغیرها بر ارزش غیر بنیادی از رگرسیون چندگانه استفاده شد تا تأثیر متغیرهای مستقل بر روی وابسته را به طور همزمان نشان دهد. در این زمینه با یک مدل اقتصادسنجی با استفاده از داده‌های مقطعی - سری زمانی پانل تأثیر حباب قیمتی، تمایلات زیان‌گریزی و رفتار عناصر بازار سهام بورس را بر ارزش غیر بنیادی مانند قیمت بازار، ارزش بنیادی را در ۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره ۳ ساله از سال ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار گیرد و تأثیر سه متغیر حباب قیمتی، تمایلات زیان‌گریزی و رفتار عناصر بازار سهام بورس بر ارزش غیر بنیادی مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج حاکی از آن است که میزان تأثیر هر سه متغیر توضیحی با ارزش غیر بنیادی در شرکت‌های پذیرفته شده

در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنیدار و مثبتی دارد و در میان متغیرهای توضیحی حساب قیمتی تأثیر قابل ملاحظه‌ای را داشته است.

موسوی و بابایی (۱۳۹۶)، به بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد بر رفتار سرمایه‌گذاران، شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. اطمینان بیش از حد در پایه‌ای‌ترین حالت خود، می‌تواند به عنوان اطمینان بی‌پشتوانه در استدلال‌ها، قضاوت‌ها و توانایی‌های شناختی تعریف شود. هدف این تحقیق بررسی آثار این سوگیری مهم بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران است. در این پژوهش ضمن اندازه‌گیری جنبه‌های مختلف اطمینان بیش از حد سرمایه‌گذاران (برآورد غلط، توهم کنترل، خوش بینی نسبت به آینده، اثر بهتر از متوسط، پیش‌بینی نوسانات آتی)، ارتباط آن با حجم معاملات، دفعات سفارش و بازده افراد حقیقی آزمون شده است. نتایج تحلیل پرسشنامه و معیارهای عملکرد معاملات معامله‌گران حقیقی نشان می‌دهد که میان دفعات سفارش فرد و اطمینان بیش از حد در سطح اطمینان ۹۹ درصد ضریب همبستگی ۰.۷۴۷ وجود دارد. همچنین بین حجم سفارشات فرد و اطمینان بیش از حد در سطح اطمینان ۹۹ درصد ضریب همبستگی ۰.۶۹۵ وجود دارد. ارتباط میان اطمینان بیش از حد و بازده در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار نگرفت.

قنبرلو و همکاران (۱۳۹۵)، به بررسی تأثیر هوش معنوی را بر سوگیری رفتاری زیان‌گریزی سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق ابتدا مفاهیم و جزئیات هوش معنوی مورد مطالعه قرار گرفته است و سپس در مورد سوگیری رفتاری زیان‌گریزی که یکی از سوگیری‌های رفتاری در سرمایه‌گذاران بازار بورس است، پژوهش انجام شده است. در این تحقیق که از نوع توصیفی پیمایشی و همبستگی بین متغیرها است، از ابزار پرسشنامه برای جمع‌آوری اطلاعات و برای اثبات هوش معنوی در سرمایه‌گذاران از پرسشنامه استاندارد کینگ و برای شناسایی سوگیری رفتاری در سرمایه‌گذاران جامعه نمونه از پرسشنامه محقق ساخته بهره برداری شده است. روش انتخاب نمونه در این پژوهش از نوع انتخاب هدفمند و در دسترس



◆..... ارتباط بین زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار با عملکرد شرکت ◇ ۱۷

است. علت به کارگیری این‌گونه روش، نامشخص بودن جامعه هدف می‌باشد. در این تحقیق تورش رفتاری زیان‌گریزی به عنوان متغیر مستقل و هوش معنوی به عنوان متغیر وابسته انتخاب شده است. بعد از جمع‌آوری اطلاعات از ۳۱۰ نفر سرمایه‌گذار بازار بورس که به عنوان جامعه هدف پاسخگوی سوالات پرسشنامه بوده‌اند، با تحلیل آماری به وسیله نرم‌افزار SPSS و Lisrel ارتباط بین هوش معنوی و سوگیری زیان‌گریزی رابطه معناداری شناسایی شده و در نتیجه فرضیه تحقیق با اطمینان ۹۵ درصد به اثبات رسیده است.

جلیلود و همکاران (۱۳۹۵)، به بررسی رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، شواهد اولیه و بینش آینده پرداختند. در این مطالعه شواهد مقدماتی از تمرکز بر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران در قالب برنامه جامع مطالعاتی در سال ۱۳۹۳ فراهم شده است. با استفاده از روش مبتنی بر نظرسنجی، ۵۶۱ نفر از سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران به نمایندگی از سرمایه‌گذاران فردی، کارشناسان صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری، کارشناسان مؤسسه‌های تامین مالی سرمایه، کارشناسان و متخصصان مؤسسه‌های سرمایه‌گذاری و کارگزاران بورس اوراق بهادار انتخاب شدند. این پژوهش با رویکرد کمی و به کمک پرسشنامه به جمع‌آوری داده‌ها پرداخته است. روش پژوهش، توصیفی و از نظر هدف کاربردی و از نظر زمانی تک مقطعی می‌باشد. نتایج آزمون داده‌ها بیان می‌کند که هر دو گروه از متغیرهای رفتاری و اقتصادی در تصمیمات سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران مؤثرند. عوامل رفتاری عبارتند از: احساسات، تعطیلات آخر هفته، جنسیت، سن، شخصیت و فرهنگ؛ عوامل اقتصادی (عقلایی) عبارتند از: سود آوری، نقدینگی و سایر عوامل عبارتند از: دانش سرمایه‌گذار، نام تجاری و بازاریابی.

### پیشینه خارجی

پایسرن و همکاران (۲۰۲۱)، عوامل مؤثر بر رفتار تجاری سرمایه‌گذاران خرد در بازار سهام تایلند را بررسی کردند. با استفاده از داده‌های نظرسنجی دقیق از ۴۹۱ سرمایه‌گذار، ویژگی‌ها و الگوهای رفتاری را که به سوگیری سرمایه‌گذار منجر می‌شود، بررسی شد. نتایج نشان داد که سوگیری‌ها در بین سرمایه‌گذاران رایج است و مردان بیش از زنان اعتماد به نفس بیشتری دارند. علاوه بر این، آنها یافتند که سرمایه‌گذارانی که تجربه بیشتری در تجارت دارند، کمتر احتمال دارد که سهام خود را برای دوره‌های زمانی طولانی نگه دارند. این شواهد نشان می‌دهد که عوامل جمعیت شناختی برای تمایز بین سرمایه‌گذاران از نظر سطح سوگیری بیش اطمینانی که نشان می‌دهند، مفید است. این نتیجه تأیید می‌کند که عوامل جمعیت شناختی در تمایز و طبقه‌بندی سرمایه‌گذاران خرد نقش دارند و باید محققان آینده را تشویق کند که این عوامل را در تحقیقات خود در نظر بگیرند.

احمد و بودینیا (۲۰۱۸)، به بررسی ارتباط بین زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار و دیگران بر عملکرد شرکت‌های آمریکایی پرداختند. هدف این پژوهش بررسی ارتباط دو متغیر زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار با عملکرد شرکت می‌باشد. این پژوهش بر ۶۷۷۷ افراد شرکت‌های خدماتی و صنعتی بیمه شده آمریکایی در دوره زمانی ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۶ می‌باشد؛ و با رگرسیون حداقل مربعات معمول در دو مدل تحاب اطلاعات روی آزمایش آن فرضیه که فرمول شده برای مطالعه استفاده شده بود. نتایج این پژوهش بیانگر این می‌باشد که زیان‌گریزی و همچنین اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار تأثیر منفی و معناداری بر عملکرد اقتصادی شرکت‌ها دارد.

مرکل (۲۰۱۷)، به بررسی اعتماد به نفس کاذب در طول زمان، بینش، درک و بینش سرمایه‌گذاران پرداخت. اعتماد بیش از حد دکی از رایج ترین توضیحات روان‌شناسی برای رفتار سرمایه‌گذار است. مفهوم اعتماد بیش از حد در زمینه مربوط به جابه جایی سبد سهام، تنوع و

◆..... ارتباط بین زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار با عملکرد شرکت ◇ ۱۹

ریسک‌پذیری می‌باشد که موجب تجارت بیشتر و در نتیجه افزایش ریسک می‌شود. این پژوهش فرا اعتمادی را به سه نوع تعریف می‌کند: ۱) تخمین بیش از حد، اعتماد به نفس کاذب و دقت بیش از اندازه.

وانگ و همکاران (۲۰۱۶)، به بررسی سرمایه‌گذاری بیش از حد، عدم اطمینان نسبت به تورم و اطمینان بیش از حد مدیران با استفاده از نمونه‌ای متشکل از شرکت‌های چینی مورد بررسی قرار گرفته است. شواهد تجری نشان‌دهنده این بوده که اطمینان کمتر نسبت به سرمایه‌گذاری بیش از حد را افزایش می‌دهد و اطمینان بیش از حد مدیریتی نیز این تأثیر را تشدید می‌کند. تجزیه و تحلیل‌های بیشتر نشان داد که سرمایه‌گذاری بیش از حد در واحدهای تجاری با مالکیت دولت اصولاً از اطمینان بیش از حد مدیران ناشی می‌شود و ارتباط منفی بین عدم اطمینان تورم و سرمایه‌گذاری بیش از حد به علت اطمینان بیش از حد مدیران است. به علاوه تأثیرهای نامتقارن از عدم اطمینان تورم بر سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت در طول چرخه‌های اقتصادی متفاوت مشاهده شد.

کنت و هرشلیفر (۲۰۱۵)، به بررسی سرمایه‌گذاران فرا اعتمادی، بازگشت پیش‌بینی‌پذیر و تجارت بیش از حد پرداختند. در چند دهه گذشته شاهد تغییر یک پارادایم کاملاً منطقی از بازارهای مالی بوده‌ایم که در آن، رفتار سرمایه‌گذار تحت تأثیر سوگیری‌های روان‌شناختی قرار می‌گیرد. به طور خاص بازارهای سرمایه، حجم بالای معاملات را نشان می‌دهد. افراد و مدیران به شدت تجارت می‌کنند، حتی با وجود ریسک بالا و بازده پایین. در این پژوهش به نقش اعتماد کاذب برای توضیح الگوی پیش‌بینی‌پذیری قیمت دارایی‌ها توجه شده است.

## ۷. متغیرهای پژوهش

### متغیرهای مستقل

در این پژوهش متغیرهای مستقل زیان‌گریزی و اعتماد بیش از اندازه سرمایه‌گذاران می‌باشد.

**زیان‌گریزی:** برای اندازه‌گیری زیان‌گریزی با توجه به تحقیق احمد و بودینیا (۲۰۱۸)، از تغییر در درصد حجم معاملات استفاده می‌گردد.

**تغییر در درصد حجم معاملات بازار:** حجم معاملات عبارت است از تعداد معاملات خرید و فروش که در بازه زمانی مشخص انجام می‌شود. حجم معاملات می‌تواند به عنوان ابزار دیگری برای تشخیص آنچه در بازار اتفاق می‌افتد، و بویژه آنچه در الگوها اتفاق می‌افتد، به کار رود. همچنین حجم عبارت است از تعداد سهام و یا قراردادهایی که در یک دوره زمانی معین، معمولاً یک‌روزه، معامله می‌شوند. هر چه حجم بالاتر باشد، سهام فعال‌تر خواهد بود. حجم یکی از جنبه‌های مهم تحلیل فنی است؛ چون برای تأیید روندها و الگوهای نموداری به کار می‌رود. یک حرکت قیمت به سمت بالا و یا پایین با حجم نسبتاً بالا، در مقایسه با یک حرکت مشابه با حجم اندک، به عنوان یک حرکت قوی‌تر و مرتبط‌تر دیده می‌شود.

#### **اطمینان بیش از اندازه سرمایه‌گذاران**

برای اندازه‌گیری اطمینان بیش از اندازه سرمایه‌گذاران با توجه به تحقیق احمد و بودینیا (۲۰۱۸) از روش زیر استفاده می‌گردد: برای محاسبه اطمینان بیش از اندازه سرمایه‌گذاران از میزان تغییرات درصد مالکیت سهامداران عمده در شرکت‌های سهامی استفاده می‌گردد که با توجه به تحقیق مالمندیر و تیت (۲۰۰۵) به تأیید رسیده است.

#### **متغیر وابسته**

عملکرد شرکت می‌باشد که از دو متغیر نسبت بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری مورد اندازه‌گیری می‌باشد که به شرح زیر بیان می‌گردد:

**بازده حقوق صاحبان سهام:** میزان کارایی یک شرکت، در خلق سود خالص برای سهامداران را بررسی می‌کند. در واقع این نسبت بیان می‌کند که بنگاه اقتصادی به ازای هر یک واحد سرمایه‌گذاری سهامداران، به چه میزان سود خالص برای آنها کسب می‌کند. از میان پارامترهای

◆..... ارتباط بین زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار با عملکرد شرکت ◇ ۲۱

بنیادی یکی از مهم‌ترین نسبت‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام است. این نسبت گویای مدیریت شرکت در استفاده کارآ از پول سرمایه‌گذاران است. بازده حقوق صاحبان سهام نشان می‌دهد که مدیریت شرکت به افزایش ارزش شرکت به صورت قابل قبول قادر بوده است یا نه. بازده حقوق صاحبان سهام به صورت زیر محاسبه می‌شود:

ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام / سود خالص = بازده حقوق صاحبان سهام.

### نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری

از این نسبت برای مقایسه ارزش بازار یک سهم با ارزش دفتری آن سهم استفاده می‌شود. پی‌بی از طریق تقسیم قیمت بسته شدن روز یک سهم به ارزش دفتری سه ماهه (به سه ماهه) ازای هر سهم محاسبه می‌شود که همچنین به نسبت قیمت به سرمایه نیز معروف می‌باشد. مقدار پایین این نسبت می‌تواند نشان‌دهنده این باشد که سهم زیر ارزش ذاتی قرار دارد؛ همچنین به این معنا می‌تواند باشد که مشکل بنیادی در شرکت وجود دارد.

### نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری

نسبت قیمت سهام بازاری شرکت به ارزش دفتری سهام شرکت معیار جدیدی به دست می‌دهد که بر اساس آن دریافت سهام چند برابر ارزش دفتری آن مورد معامله قرار می‌گیرد.

### متغیرهای کنترلی

#### اندازه شرکت

برای سنجش اندازه شرکت از معیارهای متفاوتی از قبیل ارزش بازار، فروش و مجموع دارایی‌های شرکت و همچنین تعداد کارکنان شرکت استفاده می‌شود. استفاده از ارزش بازار در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و به دلیل وجود شرایط تورمی اقتصاد ایران و نامربوط بودن ارقام دارایی‌ها بر اساس ارزش‌های تاریخی، دارای مزیت است. با وجود

این، به دلیل وجود وقفه‌های معاملاتی طولانی مدت یا اندک بودن حجم مبادلات انجام شده بر روی سهام بسیاری از شرکت‌های مورد بررسی، کاربرد معیار مذکور از قابلیت اتکای کافی برخوردار نمی‌باشد و در صورت انتخاب این معیار به عنوان شاخص اندازه شرکت، لازم است محدودیت دیگری برای انتخاب نمونه اضافه شود که این موضوع، کاهش تعداد اعضای نمونه و در نتیجه کاهش تعمیم‌پذیری پژوهش را در پی خواهد داشت. افزون بر این، یافته‌های پژوهش‌های انجام شده حاکی از آن است که بورس اوراق بهادار تهران حتی در سطح ضعیف کارا نیست (نمازی، ۱۳۸۲). بنابراین، به احتمال قوی، قیمت‌ها منعکس‌کننده کلیه اطلاعات عمومی و حتی گذشته نمی‌باشد. در نتیجه، استفاده از معیار ارزش بازار به عنوان اندازه شرکت، از قابلیت اتکای کافی برخوردار نیست.

استفاده از معیار فروش نیز نسبت به معیار مجموع دارایی‌ها مزیت دارد؛ زیرا رقم فروش نسبت به مجموع دارایی‌ها مربوط است و معمولاً با افزایش تورم، فروش نیز افزایش می‌یابد؛ ولی مبلغ دارایی‌های قبلاً تحصیل شده، تغییر نمی‌کند. اگر چه مجموع کل دارایی‌ها شاخص مناسبی برای اندازه شرکت محسوب می‌شود؛ اما با توجه به میزان تورم در ایران به نظر می‌رسد مجموع فروش سالانه شرکت شاخص مناسب‌تری برای اندازه شرکت باشد. افزون بر این، معیار فروش در پژوهش‌های متعددی از قبیل کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۹) نیز به عنوان اندازه شرکت در نظر گرفته شده است. بنابراین، در پژوهش حاضر، از لگاریتم طبیعی فروش برای سنجش اندازه شرکت استفاده می‌گردد. اطلاعات اندازه شرکت از صورت‌های مالی انتشار یافته شرکت‌های سهامی استخراج می‌گردد.

♦..... ارتباط بین زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار با عملکرد شرکت ◇ ۲۳

## ۸. مدل تحقیق

در این پژوهش بر مبنای مدل زیر نقش هر یک از متغیرها (ارتباط ارزشی هر یک از متغیرهای مزبور) مورد بررسی قرار می‌گیرد. با توجه به تحقیق احمد و بودینیا (۲۰۱۸)، مدل‌های

رگرسیون برای آزمون فرضیه‌ها به شرح زیر بیان می‌گردند.

مدل اول برای فرضیه فرعی اول از فرضیه اصلی اول و فرضیه فرعی اول از فرضیه

اصلی دوم تحقیق مدل:

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LA_{i,t} + \beta_2 OC_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_5 NE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن  $\beta_0$ ، عرض از مبدا؛  $ROE_{i,t}$ ، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام  $i$  در سال  $t$ ؛  $LA_{i,t}$ ؛ زیان‌گریزی  $i$  در سال  $t$ ؛  $OC_{i,t}$ ، اطمینان بیش از اندازه سرمایه‌گذاران  $i$  در سال  $t$ ؛  $SIZE_{i,t}$ ، اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $NE_{i,t}$ ، سود خالص شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

مدل دوم برای فرضیه‌های فرضیه فرعی دوم از فرضیه اصلی اول و فرضیه فرعی دوم از فرضیه

اصلی دوم تحقیق:

$$PBVi_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LA_{i,t} + \beta_2 OC_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_5 NE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن  $\beta_0$ ، عرض از مبدا؛  $PBVi_{i,t}$ ، نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $LA_{i,t}$ ؛ زیان‌گریزی  $i$  در سال  $t$ ؛  $OC_{i,t}$ ، اطمینان بیش از اندازه سرمایه‌گذاران  $i$  در سال  $t$ ؛  $SIZE_{i,t}$ ، اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $NE_{i,t}$ ، سود خالص شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

## ۹. یافته‌های پژوهش

در روش‌های توصیفی تلاش بر آن است تا با ارائه جدول و استفاده از ابزارهای آمار توصیفی، نظیر شاخص‌های مرکزی و پراکندگی، به توصیف داده‌های تحقیق پرداخته شود، تا این امر به شفافیت موضوع کمک کند. جدول زیر شامل آمار توصیفی برای همه متغیرهای به کاررفته در تحقیق می‌باشد. داده‌های مورد نظر ۱۲۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۲۴ ◇ فصلنامه علمی - تخصصی حسابداری و فناوری های نوین

مربوط است، که دوره های زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ را در بر گرفته است. در بخش اول مهم ترین شاخص های مرکزی و پراکندگی متغیر دهی تحقیق ارائه شده است. از بین شاخص های مرکزی، میانگین و از شاخص های پراکندگی، انحراف معیار متغیره استفاده شده است. علاوه بر این، برای هر متغیر ماکزیمم و مینیمم ارائه شده است. این شاخص ها در جدول ۱ ارائه شده اند. ارقام این جدول به کمک نرم افزار Excel و stata نسخه ۱۲ محاسبه شده اند.

جدول ۱. آماره های توصیفی

متغیر	علامت اختصاری	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
نسبت قیمت به ارزش دفتری	PBV	۰.۳۶	۱۹.۰۸	۵.۶۷	۷.۶۹
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	-۰.۲۲	۰.۶۸	۰.۲۷	۰.۳۱
زیان گریزی	LA	۰.۰۱	۰.۱۹	۰.۱۱	۰.۰۶
اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه گذار	OC	۰.۰۰۲	۰.۴۳	۰.۱۸	۰.۱۲
اندازه شرکت	SIZE	۱۰.۵۰	۱۸.۵۴	۱۳.۶۷	۰.۴۵
سود خالص	NE	۰.۰۲	۱.۰۷	۰.۶۸	۰.۳۵

### آزمون های فرضیه اول

#### آزمون F لیمر

آزمون F لیمر برای تعیین به کارگیری فرضیه آثار ثابت در مقابل تلفیق داده ها انجام گرفته و این آزمون مشخص کننده فرضیه اثرات ثابت یا فرضیه تلفیقی می باشد اگر سطح معناداری این آزمون کمتر از ۵ درصد باشد، گویای این است که از فرضیه اثرات ثابت و اگر بیشتر از ۵ درصد باشد از فرضیه تلفیقی استفاده می شود که نتایج آن در جدول زیر نشان داده شده است.

$H_0$ : فرضیه تلفیقی است.

$H_1$ : فرضیه اثرات ثابت است.



◆..... ارتباط بین زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار با عملکرد شرکت ◇ ۲۵

### جدول ۲. آزمون F لیمر

فرضیه	آزمون آثار	آماره	سطح معناداری	نتیجه آزمون
	F	۳۱.۴۶	۰.۰۰۰	اثرات ثابت

نتایج این آزمون نشان می‌دهد که مقدار سطح معناداری فرضیه‌ها زیر ۵ درصد است. بنابراین، فرض  $H_0$  (فرضیه تلفیقی) تأیید نمی‌شود.

### آزمون هاسمن

آزمون هاسمن، برای تعیین استفاده از فرضیه اثر ثابت در مقابل اثر تصادفی انجام می‌شود. آزمون هاسمن بر پایه وجود یا عدم ارتباط بین خطای رگرسیون تخمین زده شده و متغیرهای مستقل فرضیه شکل گرفته است. اگر چنین ارتباطی وجود داشته باشد، فرضیه اثر ثابت و اگر این ارتباط وجود نداشته باشد، فرضیه اثر تصادفی کاربرد خواهد داشت.

$H_0$ : فرضیه با اثرات تصادفی است؛

$H_1$ : فرضیه با اثرات ثابت است؛

### جدول ۳. آزمون هاسمن

فرضیه	خلاصه آزمون	آماره کای اسکوتر	معناداری	نتیجه آزمون
	دوره تصادفی	۳۴.۳۷	۰.۰۰۰	فرضیه آثار ثابت

همان‌طور که از نتایج نگاره مشهود است، مقدار معناداری برای فرضیه تحقیق از ۵ درصد کمتر است. بنابراین، فرضیه یک آثار ثابت تأیید می‌شود. این موضوع به معنای عدم ارتباط بین خطای رگرسیون تخمین زده شده و متغیرهای مستقل است. با توجه به نتایج از روش پنل دیتا برای آزمون فرضیه‌ها استفاده می‌گردد.

### آزمون فرضیه فرعی اول از فرضیه اصلی اول

H0: بین زیان‌گریزی و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده بورس تهران ارتباط معناداری وجود ندارد.

H1: بین زیان‌گریزی و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده بورس تهران ارتباط معناداری وجود دارد.

نتایج جدول نشان دهنده بهینه بودن فرضیه برای آزمون فرضیه است. آماره  $f(۹۵.۶۳)$  و سطح معناداری ( $۰.۰۰۰$ ) مؤید معنادار بودن فرضیه برای آزمون فرضیه است. ضریب تعیین تعدیل شده  $۰.۴۹$  می‌باشد. متغیر زیان‌گریزی به عنوان متغیر مستقل، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان متغیر وابسته و متغیرهای اندازه شرکت، سود خالص به عنوان متغیرهای کنترلی در تحقیق شناخته می‌شوند. متغیر زیان‌گریزی با توجه به سطح معناداری  $۰.۰۰۷$  با متغیر نسبت بازده حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معکوس دارد. بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، سود خالص با نسبت بازده حقوق صاحبان سهام رابطه وجود دارد. با توجه به اینکه بین زیان‌گریزی و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام ارتباط منفی و معناداری دارد، فرضیه فرعی اول از فرضیه اصلی اول پژوهش مورد تأیید واقع می‌شود. مفهوم معناداری در همبستگی این است که آیا همبستگی به دست آمده بین دو متغیر را می‌توان شانس و تصادفی دانست یا واقعاً بین دو متغیر همبستگی وجود دارد. این موضوع که عدد بدست آمده معنادار است یا خیر، از خود عدد به دست آمده با اهمیت‌تر است. ضریب همبستگی را با  $R$  نشان می‌دهند. با به توان دو رساندن ضریب همبستگی، مقدار ضریب تعیین بین دو متغیر به دست می‌آید. ضریب تعیین نشان می‌دهد که چند درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیر مستقل تبیین می‌شود. این ضریب در رگرسیون کاربرد فراوانی دارد که بر اساس نتیجه این فرضیه ضریب تعیین این تحقیق  $۰.۴۹$  می‌باشد.

◆..... ارتباط بین زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار با عملکرد شرکت  $\diamond 27$

### آزمون فرضیه فرعی اول از فرضیه اصلی دوم

H0: بین اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده بورس تهران ارتباط معناداری وجود ندارد.

H1: بین اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده بورس تهران ارتباط معناداری وجود دارد.

نتایج جدول نشان‌دهنده بهینه‌بودن فرضیه برای آزمون فرضیه است. آماره  $95.634$  و سطح معناداری  $(0.000)$  مؤید معنادار بودن فرضیه برای آزمون فرضیه است. ضریب تعیین تعدیل شده  $0.49$  می‌باشد. متغیر اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار به عنوان متغیر مستقل، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان متغیر وابسته و متغیرهای اندازه شرکت، سود خالص به عنوان متغیرهای کنترلی در تحقیق شناخته می‌شوند. متغیر اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار با توجه به سطح معناداری  $0.143$  با متغیر نسبت بازده حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معکوس دارد. بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، سود خالص با نسبت بازده حقوق صاحبان سهام رابطه وجود دارد. با توجه به اینکه بین اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام ارتباط منفی و معناداری دارد. فرضیه فرعی اول از فرضیه اصلی دوم پژوهش مورد تأیید واقع می‌شود. مفهوم معناداری در همبستگی این است که آیا همبستگی بدست آمده بین دو متغیر را می‌توان شانس و تصادفی دانست یا واقعاً بین دو متغیر همبستگی وجود دارد. این موضوع که عدد به دست آمده معنادار است یا خیر، از خود عدد به دست آمده با اهمیت‌تر است. ضریب همبستگی را با  $R$  نشان می‌دهند. با به توان دو رساندن ضریب همبستگی، مقدار ضریب تعیین بین دو متغیر به دست می‌آید. ضریب تعیین نشان می‌دهد که چند درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیر مستقل تبیین می‌شود. این ضریب در رگرسیون کاربرد زیادی دارد. که بر اساس نتیجه این فرضیه ضریب تعیین این تحقیق  $0.49$  می‌باشد.

جدول ۴. آزمون مدل اول

ROE <sub>i,t</sub> = β <sub>0</sub> + β <sub>1</sub> LA <sub>i,t</sub> + β <sub>2</sub> OC <sub>i,t</sub> + β <sub>3</sub> SIZE <sub>i,t</sub> + β <sub>4</sub> NE <sub>i,t</sub> + ε <sub>i,t</sub>				
متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	سطح معناداری
زیان‌گریزی	LA	-۰.۱۰۹	-۲.۹۹	۰.۰۰۷
اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار	OC	-۰.۰۱۷	-۱.۵۲	۰.۱۴۳
اندازه شرکت	SIZE	۰.۱۵۳	۲.۶۹	۰.۰۱۸
سود خالص	NE	۰.۲۷	۳.۶۹	۰.۰۰۰
عرض از مبدا	β <sub>1</sub>	-۰.۱۶	-۱.۴۲	۰.۱۶۶
ضریب تعیین تعدیل شده		۰.۴۹	آماره f	۹۵.۶۳
			سطح معناداری	۰.۰۰۰
آزمون دوربین واتسون		۲.۰۸		

### آزمون‌های فرضیه دوم

#### آزمون F لیمر

آزمون F لیمر برای تعیین به کارگیری فرضیه آثار ثابت در مقابل تلفیق داده‌ها انجام گرفته و این آزمون مشخص‌کننده فرضیه اثرات ثابت یا فرضیه تلفیقی می‌باشد. اگر سطح معناداری این آزمون از ۵ درصد کمتر باشد، نمایانگر این است که از فرضیه اثرات ثابت و اگر از ۵ درصد بیشتر باشد از فرضیه تلفیقی استفاده می‌شود که نتایج آن در جدول زیر نشان داده شده است.

H0: فرضیه تلفیقی است؛

H1: فرضیه اثرات ثابت است.

◆..... ارتباط بین زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار با عملکرد شرکت ◇ ۲۹

#### جدول ۵. آزمون F لیمر

فرضیه	آزمون آثار	آماره	سطح معناداری	نتیجه آزمون
	F	۳۹.۳۴	۰.۰۰۰	اثرات ثابت

نتایج این آزمون نشان می‌دهد که مقدار سطح معناداری فرضیه‌ها زیر ۵ درصد است. بنابراین، فرض  $H_0$  (فرضیه تلفیقی) تأیید نمی‌شود.

#### آزمون هاسمن

آزمون هاسمن، برای تعیین استفاده از فرضیه اثر ثابت در مقابل اثر تصادفی انجام می‌شود. آزمون هاسمن بر پایه وجود یا عدم ارتباط بین خطای رگرسیون تخمین زده شده و متغیرهای مستقل فرضیه شکل گرفته است. اگر چنین ارتباطی وجود داشته باشد، فرضیه اثر ثابت و اگر این ارتباط وجود نداشته باشد، فرضیه اثر تصادفی کاربرد خواهد داشت.

$H_0$ : فرضیه با اثرات تصادفی است؛

$H_1$ : فرضیه با اثرات ثابت است.

#### جدول ۶. آزمون هاسمن

فرضیه	خلاصه آزمون	آماره کای اسکوتر	معناداری	نتیجه آزمون
	دوره تصادفی	۱۹.۲۵	۰.۰۰۰	فرضیه آثار ثابت

همان‌طور که از نتایج مشهود است، مقدار معناداری برای فرضیه تحقیق از ۵ درصد بیشتر است. بنابراین، فرضیه یک فرضیه آثار ثابت تأیید می‌شود. این موضوع به معنی عدم ارتباط بین خطای رگرسیون تخمین زده شده و متغیرهای مستقل است. با توجه به نتایج، از روش پنل دیتا برای آزمون فرضیه‌ها استفاده می‌گردد.

### آزمون فرضیه فرعی دوم از فرضیه اصلی اول

H0: بین زیان‌گریزی و نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده بورس تهران ارتباط معناداری وجود ندارد.

H1: بین زیان‌گریزی و نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده بورس تهران ارتباط معناداری وجود دارد.

نتایج جدول نشان دهنده بهینه بودن فرضیه برای آزمون فرضیه است. آماره  $f(۹۵.۶۳)$  و سطح معناداری (۰.۰۰۰) مؤید معنادار بودن فرضیه برای آزمون فرضیه است. ضریب تعیین تعدیل شده ۰.۴۹ می‌باشد. متغیر زیان‌گریزی به عنوان متغیر مستقل، نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری شرکت به عنوان متغیر وابسته و متغیرهای اندازه شرکت، سود خالص به عنوان متغیرهای کنترلی در تحقیق شناخته می‌شوند. متغیر زیان‌گریزی با توجه به سطح معناداری ۰.۰۰۷ با نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری شرکت رابطه منفی و معناداری دارد. بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، سود خالص با نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری شرکت رابطه وجود دارد. با توجه به اینکه زیان‌گریزی و نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری شرکت ارتباط منفی و معناداری وجود دارد، فرضیه فرعی دوم از فرضیه اصلی دوم پژوهش مورد تأیید واقع می‌شود. مفهوم معنی داری در همبستگی این است آیا همبستگی بدست آمده بین دو متغیر را می‌توان شانس و تصادفی دانست یا واقعا بین دو متغیر همبستگی وجود دارد. این موضوع که عدد بدست آمده معنی دار است یا خیر، از خود عدد بدست آمده با اهمیت‌تر است. ضریب همبستگی را با  $R$  نشان می‌دهند. با به توان دو رساندن ضریب همبستگی، مقدار ضریب تعیین بین دو متغیر بدست می‌آید. ضریب تعیین نشان می‌دهد که چند درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیر مستقل تبیین می‌شود. این ضریب در رگرسیون کاربرد زیادی دارد. که بر اساس نتیجه این فرضیه ضریب تعیین این تحقیق ۰.۴۹ می‌باشد.

◆..... ارتباط بین زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار با عملکرد شرکت  $\diamond 31$

### آزمون فرضیه فرعی دوم از فرضیه اصلی دوم

H0: بین اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار و نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده بورس تهران ارتباط معناداری وجود ندارد.

H1: بین اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار و نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده بورس تهران ارتباط معناداری وجود دارد.

نتایج جدول نشان‌دهنده بهینه بودن فرضیه برای آزمون فرضیه است. آماره  $f(95.63)$  و سطح معناداری (0.000) مؤید معنادار بودن فرضیه برای آزمون فرضیه است. ضریب تعیین تعدیل شده 0.49 می‌باشد. متغیر بین اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار به‌عنوان متغیر مستقل، نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری شرکت به عنوان متغیر وابسته و متغیرهای اندازه شرکت، سود خالص به عنوان متغیرهای کنترلی در تحقیق شناخته می‌شوند. متغیر بین اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار با توجه به سطح معناداری (0.143) با نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری شرکت رابطه معناداری ندارد. بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، سود خالص با نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری شرکت رابطه وجود دارد. با توجه به اینکه بین اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار و نسبت قیمت بازار سهام به ارزش دفتری شرکت ارتباط معناداری وجود ندارد، فرضیه فرعی دوم از فرضیه اصلی دوم پژوهش مورد تأیید واقع نمی‌شود. مفهوم معناداری در همبستگی این است که آیا همبستگی بدست آمده بین دو متغیر را می‌توان شانس و تصادفی دانست یا واقعاً بین دو متغیر همبستگی وجود دارد. این موضوع که عدد به دست آمده معنادار است یا خیر، از خود عدد به دست آمده با اهمیت تر است. ضریب همبستگی را با R نشان می‌دهند. با به توان دو رساندن ضریب همبستگی، مقدار ضریب تعیین بین دو متغیر به دست می‌آید. ضریب تعیین نشان می‌دهد که چند درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیر مستقل تبیین می‌شود. این ضریب در رگرسیون کاربرد زیادی دارد. که بر اساس نتیجه این فرضیه ضریب تعیین این تحقیق 0.49 می‌باشد.

جدول ۷. آزمون مدل دوم

PBVi;t= $\beta_0 + \beta_1 LA_{i;t} + \beta_2 OCI_{i;t} + \beta_3 SIZE_{i;t} + \beta_4 NE_{i;t} + \varepsilon_{it}$				
متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	سطح معناداری
زیان‌گریزی	LA	-۰.۱۰۹	-۲.۹۹	۰.۰۰۷
اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار	OC	-۰.۰۱۷	-۱.۵۲	۰.۱۴۳
اندازه شرکت	SIZE	۰.۱۵۳	۲.۶۹	۰.۰۱۸
سود خالص	NE	۰.۲۷	۳.۶۹	۰.۰۰۰
عرض از مبدا	$\beta_1$	-۰.۱۶	-۱.۴۲	۰.۱۶۶
ضریب تعیین تعدیل شده		۰.۴۹	آماره f	۹۵.۶۳
			سطح معنی داری	۰.۰۰۰
آزمون دوربین واتسون		۲.۰۸		

### ۱۰. بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش به بررسی تأثیرگذاری زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار بر عملکرد پرداخته شده است. با توجه به اینکه عملکرد شرکت از دو روش استفاده شده است هر کدام از متغیرهای زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار بر هر دو روش عملکرد مورد آزمون قرار گرفتند که با توجه به آزمون‌های انجام شده نتایج بیانگر این می‌باشد که زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار بر هر دو روش عملکرد، یعنی نسبت بازده دارایی و نسبت کیوتوبین تأثیر منفی و معناداری دارد که با توجه به مطالعات گذشته مانند کانمن و تورونکی (۱۹۷۹)، زیان‌گریزی به عنوان یک تعصب بی‌جا برای سرمایه‌گذار دلیلی بر کاهش عملکرد آن شرکت می‌گردد.



◆..... ارتباط بین زیان‌گریزی و اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار با عملکرد شرکت ◇ ۳۳

با توجه به نتایج فرضیه اول، اینکه زیان‌گریزی بر عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده بورس تهران تأثیر معناداری دارد. بنابراین، با توجه به تأثیر منفی زیان‌گریزی بر عملکرد شرکت، بر همین اساس به مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود برای ارزیابی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران برای سرمایه‌گذاری به تأثیر منفی زیان‌گریزی بر عملکرد شرکت توجه کنند. و بتواند معیاری مناسب برای تصمیم‌گیری و سرمایه‌گذاری در شرکت گردد. همچنین برای افزایش اطلاعات سود حسابداری برای مشارکت‌کننده در بازار سرمایه با ارزش است. همچنین با وجود زیان‌گریزی پایین می‌توان سرمایه‌گذاران را به سمت بازدهی بیشتر سوق داد و در نتیجه عملکرد شرکت افزایش می‌یابد، همچنین به سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در بورس پیشنهاد می‌گردد به تأثیر منفی و معنادار زیان‌گریزی بر عملکرد شرکت را در نظر بگیرند تا از این طریق بتواند به بازده مورد نظر خود دست یابند.

با توجه به نتایج فرضیه دوم پژوهش، اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار بر عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده بورس تهران تأثیر معناداری دارد. بنابراین، با توجه به تأثیر منفی اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار بر عملکرد شرکت، پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران در انتخاب سهام برای خرید و سرمایه‌گذاری به مسئله اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار که از طریق نوسانات بازده بازار محاسبه می‌گردد، توجه داشته باشند؛ چرا که با توجه به نتیجه فرضیه احتمال کاهش عملکرد شرکت در این شرکت‌های بیشتر می‌باشد. همچنین برای افزایش اطلاعات سود حسابداری برای مشارکت‌کننده در بازار سرمایه با ارزش است. تعیین تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار بر عملکرد شرکت از سوی تحلیل‌گران مالی و همچنین ارزیابی کیفیت اطلاعات مالی شرکت‌ها توسط آنها، می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران را افزایش داده و کارایی بازار سرمایه را بهبود بخشد. به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد که در زمینه استفاده از اطلاعات در امر تصمیم‌گیری به تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد سرمایه‌گذار بر عملکرد شرکت توجه داشته باشند.

## منابع

۱. احمدی، محمدرمضان، قلمبر، محمد حسین، درسه، سید صابر. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر معیارهای اعتماد بیش از حد مدیران ارشد بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۹۳-۱۲۴.
۲. پورکناری، محمد علی، مصطفی؛ محراب ریسیان و فهیمه شمسی، ۸۲۹۱، تأثیر حباب قیمتی و تمایلات زیان‌گریزی سهامداران بر ارزش غیربنیادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه مطالعات کاربردی در علوم مدیریت و توسعه.
۳. جلیلود، ابوالحسن، رستمی نوروزآباد، مجتبی، رحمانی، سامان. (۱۳۹۵). شواهد اخیر از رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران: شواهد اولیه و بینش آینده. تحقیقات مالی ۱۸(۱)، ۹۵-۱۲۵.
۴. حامدی، سحر و فاطمه صراف، ۱۳۹۶، ارتباط بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیر با عملکرد مالی و اقتصادی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سومین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، حسابداری و اقتصاد دانش بنیان با تأکید بر اقتصاد مقاومتی، تهران، دانشگاه علامه مجلسی.
۵. شهابی راد، احتشام، فغانی ماکرانی، خسرو، ذبیحی، علی. (۱۴۰۱). ارائه مدلی به منظور شناسایی تأثیر هوش معنوی بر هوش هیجانی و نقش آن در کنترل سوگیری‌های رفتاری (مبتنی بر خطای هاله‌ای) و نقش آن بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران. دانش سرمایه‌گذاری، ۱۱(۴۲)، ۶۵۹-۶۸۳.
۶. طلعتی سابق، توحید و علی اکبر طلعتی سابق، ۱۳۹۷، بررسی ارتباط بین بیش اعتمادی مدیران و سرمایه‌گذاری بیش از حد با تأکید بر استقلال هیئت مدیره، دومین کنفرانس بین‌المللی تحولات نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، تهران.

۷. قنبرلو، فاطمه؛ محمد مرفوع و سعیده کاظم لو، ۸۲۹۲، تأثیر هوش معنوی بر تورش رفتاری زیان‌گریزی در سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های کاربردی در مدیریت و حسابداری، تهران، دانشگاه شهید بهشتی،
۸. موسوی، سیدمرتضی، آقابابائی، محمد ابراهیم. (۱۳۹۶). تأثیر اطمینان بیش از حد بر رفتار سرمایه‌گذاران: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۰(۳۴)، ۲۵-۳۷.
۹. نمازی محمد، ۱۳۸۱، بررسی کاربردهای نظریه نمایندگی در حسابداری مدیریت، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، شماره ۱۳، ۱۱۷-۱۶۱.
10. Ahmed Bouteska, Boutheina Regaieg, (2018) "Loss aversion, overconfidence of investors and their impact on market performance evidence from the US stock markets", Journal of Economics, Finance and Administrative Science, <https://doi.org/10.1108/JEFAS-07-20170081>.
11. Bouwman, C. (2014). Managerial Optimism and Earnings Smoothing. Journal of Banking & Finance, 41: 283-303.
12. Barberis, N., Huang, M. and Santos, T. (2001), "Prospect theory and asset prices", Quarterly Journal of Economics, Vol. 116 No. 1, pp. 153.
13. Benartzi, S. and Thaler, R.H. (1995), "Myopic loss aversion and the equity premium puzzle", Quarterly Journal of Economics, Vol. 110 No. 1, pp. 73-92.
14. Clarke, R.G. and Statman, M. (1998), "Bullish or bearish?", Financial Analysts Journal, Vol. 54 No. 3, pp. 63-08
15. christofer,mercle(2017),financial overconfidence over time,Journal of banking and finance volume 84,november2017,page 68-78
- 15- Chuang, W.I. & Lee, B. S. 2006, "An empirical evaluation of the overconfidence hypothesis", Journal of Banking and Finance, vol. 30, pp. 2489-5152

16. Dreman, D., Johnson, S., MacGregor, D. and Slovic, P. (2001), "A report on the march 2001 investor sentiment survey", *Journal of Psychology and Financial Markets*, Vol. 2 No. 3, pp. 126-431
17. De Bondt, W.F.M. and Thaler, R. (1985), "Does the stock market overreact?", *Journal of Finance*, Vol. 40 No. 3, pp. 793-805.
18. Daniel, Kent and David, Hirshleifer (2015), "Overconfident investors, predictable returns and excessive trading", *Journal of Economic Perspectives* 29(4), 61-88.
19. De Bondt, F.M. & Thaler, R.H. 1995, "Financial decision making in markets and firms: A behavioural perspective", in R. A. Jarrow, V. Maksimovic, and W.T. Ziemba, (ed.), *Handbooks in operations research and management science*, vol. 9, Finance, pp. 385-410
20. Deaves, R. Luders, E. & Luo, G. Y. 2008, "An experimental test of overconfidence and gender on trading activity", *Review of Finance*, ref 023V1.
21. Dhar, R. & Zhu, N. 2002, "Up close and personal: An individual level analysis of the disposition effect", *Yale School of Management Working paper*.
22. Ellsberg, D. (1961), "Risk, ambiguity, and the savage axioms", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 75 No. 4, pp. 643-669.
23. Griffin, J.M. Nardari, F. & Stulz, R.M. 2007, "Do investors trade more when stocks have performed well? Evidence from 46 countries", *Review of Financial Studies*, vol. 20, no. 3, pp. 905-951.
24. Hoffmann, A., Post, T. and Pennings, J. (2012), "Individual investor perceptions and behavior during the financial crisis", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 37 No. 1, pp. 60-47
25. Ho, C. and Hung, C. (2009), "Investor sentiment as conditioning information in asset pricing", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33 No. 5, pp. 892-309
26. Kahneman, D. and Tversky, A. (1979), "Prospect theory: an analysis of decision under risk", *Econometrica*, Vol. 47 No. 2, pp. 263-291.

27. Malmendier, U. & Tate, G. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *European Financial Management*, 11 (5): 649-659.
28. Paisarn, Wilaiporn; Chancharat, Nongnit; and Chancharat, Surachai,(2021), Factors Influencing Retail Investors' Trading Behaviour in the Thai Stock Market, *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*,15(2).
29. Pompian,M. (2006). *Behavioral Finance and Wealth Management*, translated by: Ahmad Badri, Kayhan Publishing.
30. Pisedtasalasai, A. & Gunasekarage, A. 2006, "The casual and dynamicrelationship between stock returns and trading volume: Evidence fromemerging markets in South-East Asia", working paper (www.ssrn.com).
31. Rephael, A., Kandel, S. and Wohl, A. (2012), "Measuring investor sentiment with mutual fund flows", *Journal of Financial Economics*, Vol. 104 No. 2, pp. 363-382.
32. Solt, M.E. and Statman, M. (1988), "How useful is the sentiment index?", *Financial Analysts Journal*,Vol. 44 No. 5, pp. 45-06 43- Shiller, R.J. (1998), "Human behavior and the efficiency of financial system", *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1 No. 20, pp. 1305-.0431
33. Shu, H. (2010), "Investor mood and financial markets", *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 76 No. 2, pp. 267-.282
34. Thaler, R.H. and Johnson, E.J. (1990), "Gambling with the house money and trying to break even: effects of prior outcomes on risky choice", *Management Science*, Vol. 36 No. 6, pp. 643-660.
35. Wang Yizhong a, Carl R. Chen b, Lifang Chen c, Ying Sophie

36. Huang(2016) "Overinvestment, inflation uncertainty, and managerial overconfidence: Firm level analysis of Chinese corporations" North American Journal of Economics and Finance 38 (2016) 54-69.