

بررسی واکنش شرکتهای دولتی بورس اوراق بهادار بر عدم حصول

سود و زیان پیش بینی شده بر اساس داده‌های کیفی

پیمان حبیبی^۱

۱. کارشناسی ارشد، مدیریت دولتی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد هادیشهر

peyman.habibi۰۱۳@gmail.com

چکیده

هدف از پژوهش بررسی عوامل و واکنشهای شرکتهای دولتی فعال در بورس اوراق بهادار به عدم حصول سود یا زیان پیش بینی شده می باشد. این تحقیق از نوع توصیفی-همبستگی و از لحاظ هدف از نوع کاربردی و از لحاظ گردآوری داده ها از نوع میدانی است. جامعه آماری سرمایه گذاران شرکتهای دولتی فعال در شهر تهران و شهر تبریز بود. نمونه آماری بر اساس ۲۴۰ نفر بود که بر اساس نمونه گیری تصادفی ساده تعیین شدند. ابزار جمع آوری اطلاعات برای فرضیات مربوط به فرا اطمینانی، تحمل ریسک و خودکنترلی در این پژوهش پرسشنامه کورتیدیس و همکاران (۲۰۱۱) می باشد. روایی پرسشنامه براساس نظر اساتید و پایایی پرسشنامه بر اساس آلفای کرونباخ مورد تایید قرار گرفته است. به منظور تجزیه و تحلیل داده ها از آزمون خی دو و همبستگی و رگرسیون با نرم افزار SPSS ۲۲ استفاده شد. نتایج نشان داد که رابطه مستقیم معنی داری بین فرااطمینانی مدیران شرکتهای دولتی سرمایه گذار در بورس و رفتار معاملاتی آنان وجود دارد. همچنین نتایج نشان میدهد این شرکتهای قدرت بالای ریسک پذیری دارا می باشند. از سوی دیگر نیز نتایج نشان می دهد که بین خودکنترلی این مدیران در شرکتهای دولتی بورس و رفتار معاملاتی آنان رابطه ای وجود ندارد.

کلمات کلیدی: فرااطمینانی مدیران، ریسک پذیری، خودکنترلی، رفتار معاملاتی .

۱. مقدمه

نگرش مالی بر رفتار مالی سرمایه گذاران تأثیر می گذارد. اگرچه تحقیقات موجود این رابطه را تأیید و بررسی کرده است، معیارهای نگرش و رفتار مالی هنوز به طور گسترده ای متفاوت هستند و عموماً به عنوان یک سری سؤالات به جای اظهارات مطرح می شوند (تالوار و همکاران^{*}، ۲۰۲۱). سرمایه گذاران از نظر اندازه سرمایه گذاری، منابع، دسترسی به تحقیقات و مشاوره حرفه ای متفاوت هستند. علاوه بر این، سرمایه گذاران هنگام تصمیم گیری در مورد مکان و زمان سرمایه گذاری تحت تأثیر چندین عامل عقلانی و غیرمنطقی قرار می گیرند (سس و همکاران[†]، ۲۰۲۰). جدای از این، این سرمایه گذاران نیز تمایل دارند رویکرد متفاوتی نسبت به مدیریت امور مالی خود داشته باشند. به عنوان مثال، برخی از سرمایه گذاران تمایل دارند بیشتر از دیگران پس انداز کنند یا در تحلیل های خود قبل از تصمیم گیری های مربوط به امور مالی مشورت کنند، در حالی که برخی دیگر به طور غریزی در هنگام سرمایه گذاری هدایت می شوند؛ بنابراین محققان دریافته اند که عوامل روان شناختی نقش کلیدی در شکل دهی رفتار مالی افراد دارند و بر اهمیت بررسی گسترده این عوامل تأکید کرده اند (استرومبک و همکاران[‡]، ۲۰۱۷). در این زمینه، فرااطمینان مالی بیانگر دانش اساسی افراد از امور

* Talwar et al

† Seth et al

‡ Stromback et al

مالی و توانایی آنها در مدیریت تصمیمات مربوط به معاملات مالی است، بر این اساس، بینش‌های مربوط به نگرش مالی می‌تواند به عنوان معیاری از دانش مالی افراد باشد که سپس می‌تواند از طریق آموزش بهبود یابد (پارک و سیلا^{*}، ۲۰۱۷). دیدگاه مالی را می‌توان به عنوان یک تمایل سرمایه‌گذاری توصیف کرد که زمانی آشکار می‌شود که افراد شیوه‌های تثبیت شده مدیریت مالی را با درجات مختلفی از پذیرش یا عدم پذیرش ارزیابی می‌کنند و به فرا اطمینان می‌رسند. علاوه بر این، می‌توان آن را به عنوان دیدگاه، حالت ذهنی یا قضاوت طبقه بندی کرد (پانکو[†]، ۲۰۱۲). مطالعات موجود در این زمینه جنبه‌های مختلفی از نگرش‌های مالی افراد را که ممکن است به تصمیم‌گیری‌های غیر منطقی کمک کند، مورد بررسی قرار داده است. به عنوان مثال، استرومبک و همکاران (۲۰۱۷) بر تأثیر ویژگی‌های روان‌شناختی، مانند خودکنترلی و خوش‌بینی، در تأثیرگذاری بر رفتار مالی افراد (مثلاً پس‌انداز) و بهزیستی ناشی از آن تأکید کرد. پارک و سیلا (۲۰۱۷) با تأکید بیشتر بر اهمیت عوامل روان‌شناختی، خاطرنشان کردند که افراد تمایل دارند از تصمیمات مربوط به امور مالی که با سبک تصمیم‌گیری عاطفی آنها ناسازگار است (یا تصور می‌شود) اجتناب کنند. محققان همچنین جنبه‌های روان‌شناختی رفتار سرمایه‌گذاران را برجسته کرده‌اند و از اصطلاح «اثر شترمرغ» برای توضیح تمایل سرمایه‌گذاران به اجتناب از اطلاعات در مورد پرتفوی خود در بازار سهام در حال سقوط استفاده کرده‌اند (اولافسون و پاچل، ۲۰۱۷). غیرمنطقی بودن باعث می‌شود سرمایه‌گذاران خرد از رفتار منطقی که از آنها بر اساس مدل هم اقتصادی انتظار می‌رود منحرف شوند. امور مالی رفتاری چنین نقض عقلانیت در مورد تصمیمات مالی را با ترکیب آموخته‌های روانشناسی برای ارائه دیدگاه واقعی‌تر از رفتار مالی تصدیق می‌کند. ادبیات موجود در مورد امور مالی رفتاری تا حد زیادی بر روی ناهنجاری‌ها و سوگیری‌های شناختی خاص مانند گله‌داری که بر تصمیم‌گیری‌های مالی افراد تأثیر می‌گذارد متمرکز شده است (بیکر و همکاران[‡]، ۲۰۱۹). اگرچه برخی از مطالعات نگرش‌ها و رفتارها را در این زمینه بررسی کرده‌اند (اسکاگروند و همکاران[§]، ۲۰۱۸).

شواهد تجربی بیانگر آن است که سرمایه‌گذاران (دولتی) در تصمیمات خرید و فروش، نقاطی را به عنوان نقاط مرجع سود و زیان خود بر می‌گزینند. در صورتی که قیمت پایین‌تر از نقطه مرجع باشد، فروش خود را به تعویق می‌اندازند و در نتیجه حجم معاملات نیز کاهش می‌یابد و اگر قیمت بالاتر از نقطه مرجع باشد، اقدام به فروش سهم می‌کنند که افزایش حجم معاملات را در پی دارد. از جمله مواردی که در تحقیقات گذشته به عنوان نقطه مرجع مورد بررسی قرار گرفته است، قیمت سقف و کف سهام در یکسال گذشته و قیمت تمام شده خرید بوده است. اکثر تحقیقات انجام شده در بورس‌های توسعه یافته، تأیید کننده این نقاط به عنوان نقاط مرجع بوده است. به منظور تشویق سرمایه‌گذار، سرمایه‌گذاری باید به طور بالقوه نرخ بازده مثبت داشته باشند. این امر باعث خواهد شد که سرمایه‌گذار در آینده، ثروت بیشتری کسب کند و در نتیجه (در مقایسه با امکان یا فرصت مصرف کنونی) از امکانات و فرصت‌های بیشتری بهره‌مند گردد، از این رو انتظار کسب بازده موجب می‌شود که سرمایه‌گذار مصرف خود را به تعویق اندازد. سود سهام تأثیر مثبت و منفی در رفتار سرمایه‌گذاران در هنگام خرید و فروش سهم دارد و از این جهت به عنوان یک پارامتر اصلی مدنظر است. تحقیقات انجام شده بر روی سرمایه‌گذاران نشان می‌دهد که افرادی که سطح بالایی از تورش‌های رفتاری از جمله فرا اطمینانی، ریسک‌طلبی و خودکنترلی دارند، به لحاظ عملکرد و رفتار معاملاتی، بازده و حجم معاملات بیشتری دارند (اولافیسون و همکاران^{**}، ۲۰۲۰). از جمله آنها تحقیقی است که توسط کورتیدیس و همکاران در سال ۲۰۱۱ روی سرمایه‌گذاران دولتی در بورس یونان

* Park & Sela

† Pankow

‡ Baker et al

§ Skagerlund et al

** Olafsson et al

انجام داده است. به همین منظور سعی شده تأثیر تورش های رفتاری ذکر شده بر رفتار معاملاتی شرکتهای دولتی در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گیرد و نتایج حاصل از آن با سایر تحقیقات صورت گرفته در سایر کشورها مورد بررسی قرار گیرد. یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم گیری در بورس، بازده سهام است، بازده سهام خود به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیشتر سرمایه گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش بینی ها از آن استفاده کنند (کورتیدیس و همکاران، ۲۰۱۱)*

در یک بازار کارا قیمت اوراق بهادار منعکس کننده مجموعه ای از همه اطلاعات موجود بوده و اطلاعات جدید به سرعت بر روی قیمت اوراق بهادار اثر می گذارد و سرمایه گذاران با توجه به اطلاعات در دسترس و انتظاری که از بازده اوراق بهادار در آینده تصمیم گیری می کنند. بنابراین بازار کارا نسبت به اطلاعات جدید حساس است به طوری که اطلاعات، هسته اصلی بازار کارا را تشکیل داده و بر مبنای آن به سه شکل ضعیف، نیمه قوی و قوی تقسیم می شود. پیش بینی درآمد خالص و ناخالص هر سهم که اصطلاحاً سود برآوردی هر سهم، نامیده می شود اطلاعات تازه ای از وضعیت شرکتها است که توسط تحلیل گران، سرمایه گذاران و سایر استفاده کنندگان، مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و بر مبنای آن تصمیم گیری نسبت به خرید یا فروش یک سهم انجام می گردد. مطمئناً با گسترش تجارت و صنعت و ایجاد فاصله بین مالکان و مدیران بنگاهها، وجود تضاد در منافع مدیران و مالکان بوضوح قابل درک است و این تضاد ناشی از متفاوت بودن اهداف آنان است. بطوریکه هر یک از طرفین سعی دارند منافع خود را حداکثر نمایند (کاپوپولوس و لازارتو، ۲۰۰۷).[†] از آنجایی که سنجش میزان کارایی و موفقیت واحدهای انتفاعی تا حد زیادی بر مبنای رقم سود تعیین می شود، لذا مدیران سعی می کنند رشد سود را حفظ کنند. خبر عدم موفقیت شرکت دولتی در رسیدن به سود مورد انتظار به سرعت باعث کاهش قیمت سهام می شود. شرکت هایی که به انتظارات سود خود دست می یابند از طرف سرمایه گذاران مورد استقبال قرار می گیرند. توجه بیش از حد به رقم سود خالص باعث شده استفاده کنندگان از این نکته غافل باشند که رقم نهایی سود، حاصل یک فرایند طولانی حسابداری است که در هر مرحله از آن امکان اعمال نظر توسط مدیران وجود دارد. از طرف دیگر استانداردهای حسابداری نیز در برخی موارد راه گریزی را در زمان بندی و اندازه گیری درآمدها و هزینه ها فراهم کرده است. توجه بیش از حد سرمایه گذاران به سود خالص به مدیریت این انگیزه را داده است تا به منظور حفظ رشد پایدار سود، در بکارگیری استانداردهای حسابداری به صورت سلطه جویانه[‡] ای عمل کند (چان و همکاران، ۲۰۰۱).[§] به این نتیجه رسیدند که اکثریت سرمایه گذاران، در سررسیدهای آتی نیاز به نقدینگی دارند و مجبور هستند سهام خود را به فروش برسانند. آنها دریافتند زمانی که تغییرپذیری جریان نقدی و به تبع آن ناپایداری سودهای گزارش شده بالاست؛ زیان مورد انتظار برای سهامدارانی که برای دسترسی به نقدینگی سهام خود را می فروشند، بیشتر خواهد بود. در نتیجه محتوای اطلاعاتی اخبار سود شرکتهای دولتی بر واکنش سرمایه گذاران و به دنبال آن به حجم مبادلات سهام در بازار مؤثر خواهد بود. تحقیق حاضر، بطور مشخص به بررسی رفتار سرمایه گذاران دولتی ریسک پذیر در مواجهه با سودهای غیرمنتظره و بازده غیرعادی و در نتیجه تغییر در حجم مبادلات سهام در بازار سرمایه متمرکز شده است.

بر اساس آنچه بیان شد برای این تحقیق سه فرضیه مطرح می باشد:

- بین فرااطمینانی سرمایه گذاران دولتی در بورس اوراق بهادار و رفتار معاملاتی رابطه معنادار برقرار است.
- بین ریسک طلبی سرمایه گذاران دولتی در بورس اوراق بهادار و رفتار معاملاتی رابطه معنادار برقرار است.
- بین خودکنترلی سرمایه گذاران دولتی در بورس اوراق بهادار و رفتار معاملاتی رابطه معنادار برقرار است.

* Kourtidis et al

†- Kapopoulos, P. and S. Lazaretou

‡- Aggressive

§- Chan et al.

این تحقیق از نوع توصیفی-همبستگی و از لحاظ هدف از نوع کاربردی و از لحاظ گردآوری داده ها از نوع میدانی است. جامعه آماری سرمایه گذاران شرکتهای دولتی فعال در شهر تهران و شهر تبریز بود. نمونه آماری بر اساس ۲۴۰ نفر بود که بر اساس نمونه گیری تصادفی ساده تعیین شدند. ابزار جمع آوری اطلاعات برای فرضیات مربوط به فرا اطمینانی، تحمل ریسک و خودکنترلی در این پژوهش پرسشنامه کورتیدیس و همکاران (۲۰۱۱) می باشد. پرسشنامه مورد استفاده در این پژوهش در مجموع ۳۵ سوال طراحی گردید که شامل ۵ سوال جمعیت شناختی است. ۳ سوال مربوط به رفتار معاملاتی فرعی و ۳ سوال مربوط به رفتار معاملاتی اصلی است. لازم به ذکر جهت تعیین میزان این رفتارها در جامعه نمونه برای هر پاسخ نمره ای تخصیص داده شده است. برای رفتارهای معاملاتی اصلی نیز پاسخ ها به صورت عددی و بر اساس تعداد طبقات بوده است. برای بخش مربوط به خصوصیات رفتاری، ۷ سوال برای تحمل ریسک سرمایه گذاران، ۷ سوال برای فرااطمینانی سرمایه گذاران و ۱۰ سوال برای خودکنترلی سرمایه گذاران در نظر گرفته شده است. روایی پرسشنامه براساس نظر اساتید و پایایی پرسشنامه بر اساس آلفای کرونباخ مورد تایید قرار گرفته است. به منظور تجزیه و تحلیل داده ها از آزمون خی دو و همبستگی و رگرسیون با نرم افزار SPSS ۲۲ استفاده شد.

بر اساس یافته های توصیفی جمعیت شناختی، بیشتر تعداد پاسخگویان (۶۸٫۶ درصد) را مردان تشکیل می دادند. درحالی که نزدیک به نیمی (۴۵/۵ درصد) از افراد جامعه آماری را افراد سی و یک سال و کمتر تشکیل می دهند. از لحاظ تحصیلات نیز بیشتر تعداد پاسخگویان با مدرک لیسانس (۴۱ درصد) بودند.

بررسی مولفه های متغیر وابسته (رفتار معاملاتی)

نزدیک به هشتاد درصد جامعه ی آماری به طور روزانه به بررسی قیمت سهام در بازار بورس اوراق بهادار می پردازند. این بدان معنی است که در بازار حضوری فعال دارند و رفتار بررسی قیمت سهام در آنها نهادینه شده است. ۴۰/۳ درصد نمایندگان سرمایه گذاران دولتی به طور روزانه به معامله ی سهام می پردازند. این امر، نشانگر حضور فعال و جدی آنها در بازار سهام است. نزدیک به سه چهارم (۷۱/۳) سرمایه گذاران در طول هفته، حتماً مبادرت به معامله ی سهام می نمایند. بنابراین، می توان به صراحت از رفتار معاملاتی سخن گفت، زیرا این امر یک رفتار ثابت و تقریباً دائمی در سرمایه گذاران دولتی بازار بورس و اوراق بهادار (تهران) می باشد.

بیش از نیمی از جامعه ی آماری، واگذاری سهام را اولویت اول سرمایه گذاری خود دانسته اند این امر نشانگر اعتماد آنها به بازار بورس و نیز برآورده شدن انتظارات آنها از این بازار است. کسانی که اولویت اول آنها واگذاری سهام نبوده است، هیچ گرایش مشخصی به بازار جایگزین نداشته اند و تقریباً در حدی مساوی بین بازارهای موازی طلا و مسکن و نظام بانکی توزیع شده اند.

آزمون رفتار معاملاتی پاسخ دهندگان

جدول ۱: جدول داده های آماری مؤلفه های رفتار معاملاتی

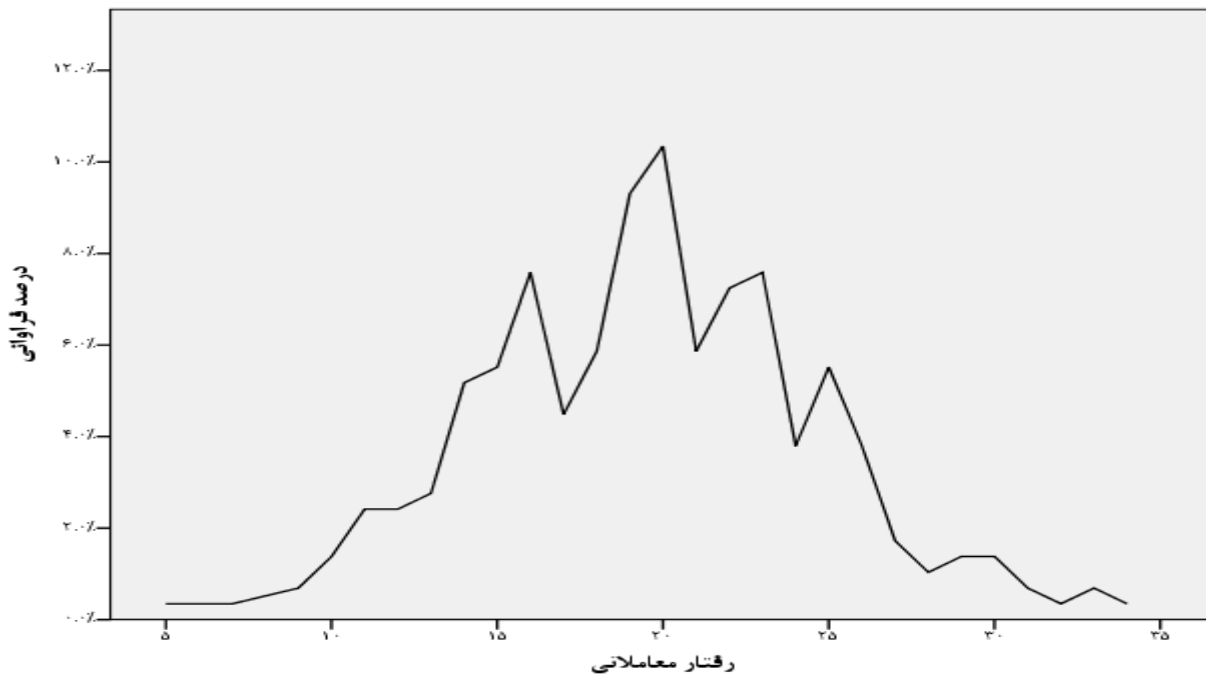
داده های آماری	متوسط بازده در سال	نسبت معاملات سودده	گردش معاملات درسال
تعداد قابل قبول	۲۴۰	۲۴۰	۲۴۰
تعداد خطا	۰	۰	۰
میان	۳٫۰۰	۴٫۰۰	۲٫۰۰
مد	۳	۲	۱

آزمون معناداری کای دو، فرض صفر (استقلال مؤلفه های رفتار معاملاتی) در کلیه ی موارد بالا رد می کند. بنابراین، با اطمینان ۹۵ درصد و سطح معناداری حداقل ۵ درصد میتوان کلیه ی نتایج فوق را مورد تایید قرارداد.

جدول ۲: جدول نتایج آزمون معناداری خی دو مؤلفه های رفتار معاملاتی

گردش معاملات در سال	نسبت معاملات سودده به کل معاملات	متوسط بازده در سال	اولویت در سبد سرمایه گذاری	بازده معامله سهام	بازه بررسی قیمت سهام
۹۳,۹۱۷	۸۶,۳۴۵	۲۷۶,۶۹۰	۳۸۱,۵۰۳	۱۶۵,۲۷۶	۶۵۹,۱۳۸
۵	۹	۹	۵	۴	۴
.۰۰۰	.۰۰۰	.۰۰۰	.۰۰۰	.۰۰۰	.۰۰۰

با جمع نمودن نمرات آزمودنی ها در مولفه های مختلف رفتار معاملاتی، در نهایت نمره ی کل رفتار معاملاتی هر آزمودنی به صورت کمیته فاصله ای با حداکثر نمره ی ۳۸ به دست می آید. درصد فراوانی نمرات حاصله را در نمودار زیر می توان مشاهده نمود.



نمودار ۱: درصد فراوانی جامعه آماری برحسب نمرات رفتاری معاملاتی

جهت تحلیل بهتر این نمرات، بر اساس محاسبه ی نمرات از صد میتوان از درجه بندی زیر استفاده نمود:

- ۸۷/۵ تا ۱۰۰، ۳۳/۲۵ تا ۳۸ نمره در سطح عالی ارزیابی می شود.
- ۷۵ تا ۸۷/۴۹ معادل ۲۸/۵ تا ۳۳/۲۴ نمره در سطح خوب ارزیابی می گردد.

- ۶۲/۵ تا ۷۴/۹۹ معادل ۲۳/۷۵ تا ۲۸/۴۹ نمره در سطح متوسط ارزیابی می گردد.
 - ۵۰ تا ۶۲/۴۹ معادل ۱۹ تا ۲۳/۷۴ نمره در سطح ضعیف ارزیابی می گردد.
 - کم تر از ۵۰ معادل کم تر از ۱۹ نمره در سطح خیلی ضعیف ارزیابی می گردد.
- چنانچه جدول زیر نشان می دهد، میانه و مد نمرات رفتار معاملاتی جامعه ی آماری در حد ضعیف ارزیابی می شود. این امر نشان می دهد که بیش از نیمی از جامعه ی آماری از نمراتی در حد ضعیف و خیلی ضعیف برخوردارند. میانگین جامعه ی آماری نیز روی ضعیف قرار دارد، به این معنا که در مجموع، جامعه ی آماری از رفتار معاملاتی ضعیفی برخوردار است.

جدول ۳: جدول داده های آماری نمرات رفتار معاملاتی

تعداد قابل قبول	۲۴۰
تعداد خطا	۰
میانگین	۱۹,۶۶
میانه	۲۰,۰۰
مد	۲۰
انحراف معیار	۵,۰۱۴
واریانس	۲۵,۱۳۹
دامنه تغییرات	۲۹
کمترین نمره	۵
بیشترین نمره	۳۴

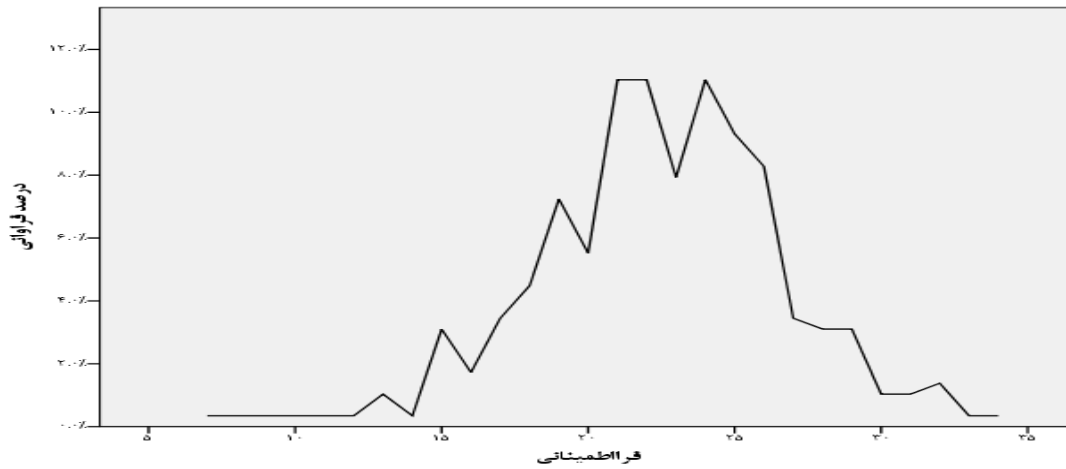
آزمون معناداری تی استیودنت با رد فرضیه ی صفر، نتیجه ی فوق را مورد پذیرش قرار می دهد. بنابراین، با اطمینان ۹۵ درصد و سطح معناداری حداقل ۵ درصد میتوان گفت که سرمایه گذاران دولتی بورس اوراق بهادار تهران از رفتار معاملاتی ضعیفی برخوردارند.

جدول ۴: آزمون معناداری t استیودنت رفتار معاملاتی

سطح معناداری	درجه آزادی	t	رفتار معاملاتی
	۲۸۹	-۶۲,۲۹۵	

بررسی فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: فرا اطمینانی سرمایه گذاران دولتی در بورس اوراق بهادار بر رفتار معاملاتی آن ها مؤثر می باشد. با جمع نمودن نمرات آزمودنی ها در سوالات مختلف مربوط به سنجش فرا اطمینانی، در نهایت نمره ی کل فرا اطمینانی هر آزمودنی به صورت کمیته فاصله ای با حداکثر نمره ی ۳۵ به دست می آید. درصد فراوانی نمرات حاصله را در نمودار زیر میتوان مشاهده کرد.



نمودار ۲: درصد فراوانی جامعه آماری بر حسب نمرات فرا اطمینانی

جهت تحلیل بهتر نمرات در هر سه فرضیه اول دوم سوم، بر اساس محاسبه ی نمرات از صد می توان از درجه بندی زیر استفاده نمود:

- ۸۷/۵ تا ۱۰۰، معادل ۳۱ تا ۳۵ در سطح عالی ارزیابی می شود.
- ۷۵ تا ۸۷/۴۹، معادل ۲۶ تا ۳۰/۹۹ در سطح خوب ارزیابی می گردد.
- ۶۲/۵ تا ۷۴/۹۹ معادل ۲۲ تا ۲۵/۹۹ در سطح متوسط ارزیابی می گردد.
- ۵۰ تا ۶۲/۴۹ معادل ۱۷/۵ تا ۲۱/۹۹ در سطح ضعیف ارزیابی می گردد.
- کم تر از ۵۰ معادل کم تر از ۱۷/۵ در سطح خیلی ضعیف ارزیابی می گردد.

چنانکه در جدول زیر مشاهده می شود، گرچه میانگین و میانه ی جامعه ی آماری در سطح متوسط میباشد، اما مد نمودار بر روی ضعیف است. این امر هرچند کشیدگی نمودار را به سمت نمرات پایینتر سوق میدهد، اما در مجموع میتوان میزان فرااطمینانی جامعه را در حد متوسط ارزیابی نمود.

جدول ۵: جدول داده های آماری نمرات فرا اطمینانی

تعداد قابل قبول	۲۴۰
تعداد خطا	۰
میانگین	۲۲,۵۶
میانه	۲۳,۰۰
مد	۲۱
انحراف معیار	۴,۰۷۴
واریانس	۱۶,۶۰۰
دامنه تغییرات	۲۷
کمترین نمره	۷
بیشترین نمره	۳۴

آزمون معناداری t استیودنت، با رد فرضیه ی صفر نتیجه ی فوق را مورد پذیرش قرار میدهد. بنابراین، با اطمینان ۹۵ درصد و سطح معناداری حداقل ۵ درصد می توان گفت که سرمایه گذاران دولتی بورس اوراق بهادار تهران از فراطمینانی در سطح متوسط برخوردارند.

جدول ۶: آزمون معناداری t استیودنت فراطمینانی

سطح معناداری	درجه آزادی	t	فراطمینانی
	۲۸۹	-۵۱,۹۸۷	

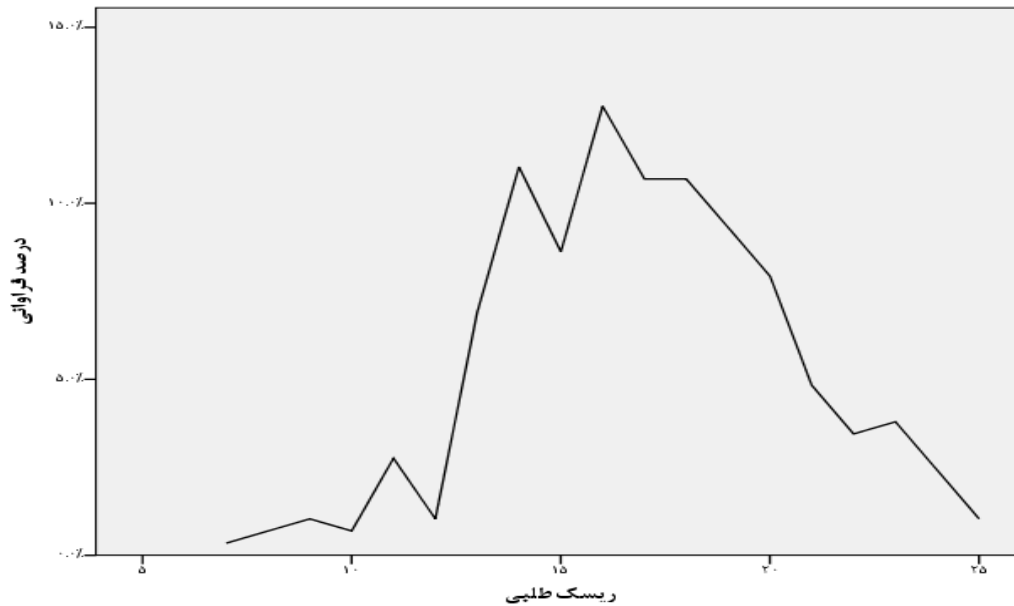
با کمک درجه بندی فوق و تبدیل نمرات فاصله ای به نمرات رتبه ای، از آزمون همبستگی اسپیرمن جهت سنجش همبستگی فراطمینانی با مولفه های رفتار معاملاتی استفاده میشود. همچنین، در نهایت، همبستگی نمرات کل فراطمینانی با نمرات کل رفتار معاملاتی به وسیله ی آزمون همبستگی پیرسون مورد سنجش قرار گرفت.

جدول ۷: جدول نتایج آزمون همبستگی فراطمینانی با رفتار معاملاتی و مولفه های آن

سطح معناداری	ضریب همبستگی	تعداد آزمون	نوع
۰	۰.۲۱۸	۲۴۰	اسپیرمن
۰.۰۰۳	۰.۱۱۷	۲۴۰	اسپیرمن
۰.۰۲۵	۰.۱۳۱	۲۴۰	اسپیرمن
۰.۰۰۶	۰.۱۶۱	۲۴۰	اسپیرمن
۰	۰.۲۸۸	۲۴۰	اسپیرمن
۰.۰۲۳	۰.۱۳۴	۲۴۰	اسپیرمن
۰	۰.۳۵۵	۲۴۰	اسپیرمن

نتایج فوق نشان می دهد که بین فراطمینانی با رفتار معاملاتی و مولفه های آن همبستگی وجود دارد. سطح معناداری در کلیه ی آزمون های همبستگی کمتر از ۰/۰۵ است. بنابراین، فرضیه صفر رد میشود و با اطمینان ۹۵ درصد و سطح معناداری حداقل ۵ درصد میتوان گفت بین فراطمینانی و رفتار معاملاتی در میان سرمایه گذاران دولتی بورس اوراق بهادار تهران همبستگی مثبتی وجود دارد.

فرضیه دوم: ریسک طلبی سرمایه گذاران دولتی در بورس اوراق بهادار تهران بر رفتار معاملاتی آنها موثر می باشد. با جمع نمودن نمرات آزمودنی ها در سوالات مختلف مربوط به سنجش ریسک طلبی، در نهایت نمره ی کل ریسک طلبی هر آزمودنی به صورت کمیته فاصله ای با حداکثر نمره ی ۲۶ به دست می آید. درصد فراوانی نمرات حاصله را در نمودار زیر می توان مشاهده کرد.



نمودار ۳: نمودار درصد فراوانی جامعه آماری بر حسب نمرات ریسک طلبی

جهت تحلیل بهتر این نمرات، بر اساس محاسبه ی نمرات از صد میتوان از درجه بندی بیان شده استفاده نمود. چنانکه در جدول زیر مشاهده میشود، گرچه میانگین و میانه ی جامعه ی آماری در سطح متوسط می باشد، اما مد نمودار بر روی ضعیف است. این امر هرچند کشیدگی نمودار را به سمت نمرات پایین تر سوق می دهد، اما در مجموع میتوان میزان ریسک طلبی جامعه را در حد متوسط ارزیابی نمود.

جدول ۸: جدول داده های آماری نمرات ریسک طلبی

تعداد قابل قبول	۲۴۰
تعداد خطا	۰
میانگین	۱۷,۰۲
میانه	۱۷,۰۰
مد	۱۶
انحراف معیار	۳,۴۳۵
واریانس	۱۱,۸۰۲
دامنه تغییرات	۱۸
کمترین نمره	۷
بیشترین نمره	۲۵

آزمون معناداری t استیودنت، با رد فرضیه ی صفر نتیجه ی فوق را مورد پذیرش قرار میدهد. بنابراین، با اطمینان ۹۵ درصد و سطح معناداری حداقل ۵ درصد، میتوان گفت که سرمایه گذاران دولتی بورس اوراق بهادار تهران از ریسک طلبی در سطح متوسط برخوردارند.

جدول ۹: آزمون معناداری t استیودنت ریسک طلبی

سطح معناداری	درجه آزادی	t	ریسک طلبی
	۲۸۹	-۴۴,۴۹۳	

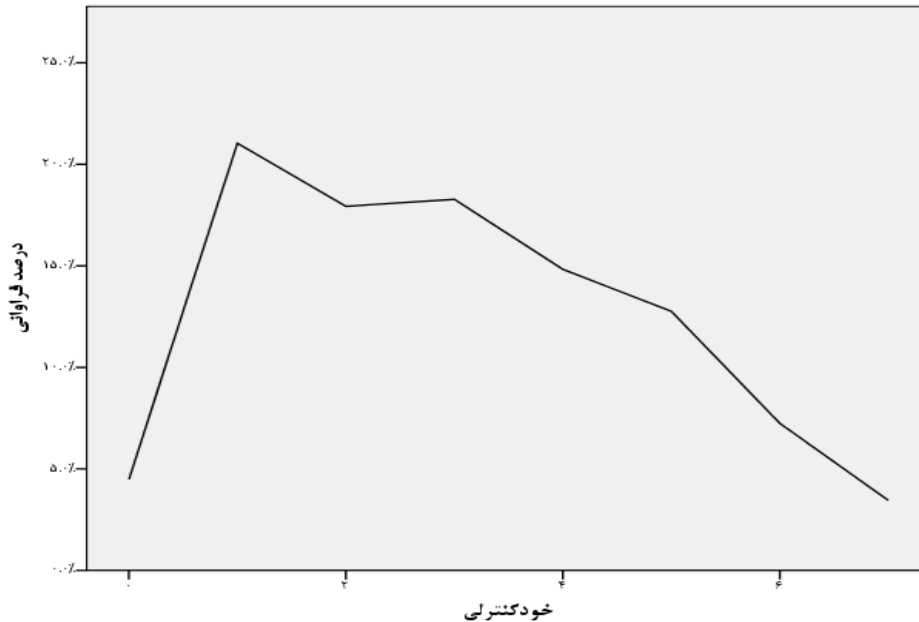
با کمک درجه بندی فوق و تبدیل نمرات فاصله ای به نمرات رتبه ای، از آزمون همبستگی اسپیرمن جهت سنجش همبستگی ریسک طلبی با مولفه های رفتار معاملاتی استفاده میشود. همچنین، در نهایت، همبستگی نمرات کل ریسک طلبی با نمرات کل رفتار معاملاتی به وسیله ی آزمون همبستگی پیرسون مورد سنجش قرار گرفت.

جدول ۱۰: جدول نتایج آزمون همبستگی ریسک طلبی با رفتار معاملاتی و مولفه های آن

سطح معناداری	ضریب همبستگی	تعداد	نوع آزمون
۰.۲۸	۰.۱۲۹	۲۴۰	اسپیرمن
۰.۱۶	۰.۱۴۱	۲۴۰	اسپیرمن
۰.۴۸	۰.۱۱۴	۲۴۰	اسپیرمن
۰.۳۶	۰.۱۲۳	۲۴۰	اسپیرمن
۰.۰۷	۰.۱۷۴	۲۴۰	اسپیرمن
۰	۰.۲۳۱	۲۴۰	اسپیرمن
۰	۰.۲۴۳	۲۴۰	اسپیرمن

نتایج فوق نشان می دهد که بین ریسک طلبی با رفتار معاملاتی و مولفه های آن همبستگی وجود دارد. سطح معناداری در کلیه آزمونهای همبستگی کمتر از ۰/۰۵ است. بنابراین، فرضیه صفر رد می شود و با اطمینان ۹۵ درصد و سطح معناداری حداقل ۵ درصد می توان گفت بین ریسک طلبی و رفتار معاملاتی در میان سرمایه گذاران دولتی بورس اوراق بهادار تهران همبستگی مثبتی وجود دارد.

فرضیه سوم: خودکنترلی سرمایه گذاران دولتی در بورس اوراق بهادار تهران بر رفتار معاملاتی آنها موثر می باشد. با جمع نمودن نمرات آزمودنی ها در سوالات مختلف مربوط به سنجش خودکنترلی، در نهایت نمره ی کل خودکنترلی هر آزمودنی به صورت کمیته فاصله ای با حداکثر نمره ی ۱۰ به دست می آید. درصد فراوانی نمرات حاصله را در نمودار زیر میتوان مشاهده کرد.



نمودار ۴: درصد فراوانی جامعه آماری برحسب نمرات خودکنترلی

جهت تحلیل بهتر این نمرات، بر اساس محاسبه ی نمرات از صد میتوان از درجه بندی بیان شده استفاده نمود. جدول زیر نشان می دهد که میانگین، میانه و مد جامعه ی آماری در سطح خیلی ضعیف می باشد و بیشترین نمره ی مشاهده شده نیز در سطحی بالاتر از متوسط دیده نمی شود. بنابراین، میتوان گفت جامعه ی آماری این پژوهش از سطح خودکنترلی بسیار پایینی برخوردار است.

جدول ۱۱: جدول داده های آماری نمرات خودکنترلی

تعداد قابل قبول	۲۴۰
تعداد خطا	۰
میانگین	۳,۰۲
میانه	۳,۰۰
مد	۱
انحراف معیار	۱,۸۱۶
واریانس	۳,۲۹۷
دامنه تغییرات	۷
کمترین نمره	۰
بیشترین نمره	۷

آزمون معناداری t استیودنت، با رد فرضیه H_0 ی صفر نتیجه H_1 ی فوق را مورد پذیرش قرار می دهد. بنابراین، با اطمینان ۹۵ درصد و سطح معناداری حداقل ۵ درصد میتوان گفت که سرمایه گذاران دولتی بورس اوراق بهادار تهران از خودکنترلی در سطح خیلی ضعیفی برخوردارند.

جدول ۱۲: آزمون معناداری t استیودنت خودکنترلی

سطح معناداری	درجه آزادی	t	خودکنترلی
	۲۸۹	-۶۵,۴۲۴	

با کمک درجه بندی فوق و تبدیل نمرات فاصله ای به نمرات رتبه ای، از آزمون همبستگی اسپیرمن جهت سنجش همبستگی خودکنترلی با مولفه های رفتار معاملاتی استفاده میشود. همچنین، در نهایت، همبستگی نمرات کل خودکنترلی با نمرات کل رفتار معاملاتی به وسیله H_0 ی آزمون همبستگی پیرسون مورد سنجش قرار گرفت.

جدول ۱۳: جدول نتایج آزمون همبستگی خودکنترلی با رفتار معاملاتی و مولفه های آن

سطح معناداری	ضریب همبستگی	تعداد آزمون	نوع
۰.۶۷۵	۰.۲۵	۲۴۰	اسپیرمن
۰.۹۱۷	۰.۰۶	۲۴۰	اسپیرمن
۰.۸۲۵	۰.۱۳	۲۴۰	اسپیرمن
۰.۹۶۶	۰.۰۳	۲۴۰	اسپیرمن
۰.۱۵۶	۰.۸۴	۲۴۰	اسپیرمن
۰.۱۲۷	۰.۹۰	۲۴۰	اسپیرمن
۰.۴۷۳	۰.۴۲	۲۴۰	اسپیرمن

چنانکه در جدول فوق مشاهده میشود، میزان ضرایب همبستگی به دست آمده بسیار کوچک است و سطح معناداری در کلیه H_0 ی آزمون ها بیشتر از ۰/۰۵ است. بنابراین، فرضیه صفر رد نمی شود. و نمی توان نتایج به دست آمده را با اطمینان ۹۵ درصد و سطح معناداری حداقل ۵ درصد مورد پذیرش قرارداد. بنابراین، نمیتوان گفت که میان خودکنترلی و رفتار معاملاتی در میان سرمایه گذاران دولتی بورس اوراق بهادار تهران همبستگی وجود دارد.

بررسی میزان اثرگذاری متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته

در این مرحله، با توجه به اینکه نتایج آزمونهای همبستگی، اثرگذاری متغیر خودکنترلی بر رفتار معاملاتی را تایید ننمود، این متغیر کنار گذاشته شد.

جدول ۱۴: جدول خلاصه رگرسیون عوامل موثر بر رفتار معاملاتی

انحراف استاندارد	ضریب تعیین	ضریب همبستگی چندگانه
۴.۶۲۹	۰.۷۶۳	۰.۸۸۰

جدول ۱۵: جدول تحلیل واریانس یک طرفه ی عوامل موثر بر رفتار معاملاتی

سطح معناداری	F	مجذور میانگین آزادی	درجه آزادی	مجموع مربعات	مدل
۰	۲۶,۰۲۷	۵۵۷,۷۰۲	۲	۱۱۱۵,۴۰۴	مقادیر پذیرفته شده
		۲۱,۴۲۸	۲۸۷	۶۱۴۹,۸۰۰	مقادیر باقی مانده
			۲۸۹	۷۲۶۵,۲۰۳	کل

چنان که جدول خلاصه ی رگرسیون (جدول ۱۶) نشان می دهد، ضریب همبستگی چندگانه ی مدل میباشد. در حد خوبی (۰/۸۸) می باشد. بنابراین، همبستگی قوی ای میان متغیرهای مستقل و وابسته مشاهده می گردد. ضریب تعیین نیز نشان می دهد که متغیرهای مستقل می توانند تا ۷۶ درصد متغیر وابسته را پیش بینی نمایند.

جدول ۱۶: جدول ضرایب رگرسیون عوامل موثر بر رفتار معاملاتی

مدل	ضرایب استاندارد نشده		ضرایب استاندارد شده		سطح معناداری
	B	انحراف استاندارد	بتا	t	
مقدار ثابت	۶,۶۶۳	۱,۸۴۵		۳,۶۱۰	۰
ریسک طلبی	۰,۲۴۸	۰,۰۸۱	۰,۱۷۰	۳,۰۴۸	۰,۰۰۳
فرااطمینانی	۰,۳۸۹	۰,۰۶۹	۰,۳۱۶	۵,۶۵۸	۰

میزان بتای استاندارد شده در جدول ضرایب رگرسیون عوامل موثر بر رفتار معاملاتی، نشان میدهد که تاثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته به چه ترتیبی میباشد. بر این اساس، میتوان گفت تاثیر عنصر فرااطمینانی بر رفتار معاملاتی بسیار بیشتر و تقریباً دوبرابر تاثیر ریسک طلبی بر آن است. سطح است. معناداری این آزمون کمتر از ۰/۰۵ است. بنابراین، با رد فرضیه صفر، با اطمینان ۹۵ درصد و سطح معناداری حداقل ۵ درصد می توان نتیجه فوق را مورد پذیرش قرار داد.

۲. نتیجه گیری و پیشنهادها

نتایج حاصل از پژوهش حاکی از وجود رابطه مثبت بین فرااطمینانی و رفتارهای معاملاتی است که با بسیاری از تحقیقات از جمله تحقیقات کوریتیدیس و همکاران که در بورس یونان انجام گرفته است یکسان است. از نکات مورد توجه در این پژوهش رفتارهای معاملاتی ضعیف سرمایه گذاران دولتی در بورس اوراق بهادار تهران است. وجود رابطه مثبت بین ریسک طلبی و رفتارهای معاملاتی نیز در این پژوهش مورد پذیرش قرار گرفته و با تحقیقات کوریتیدیس و همکاران که در بورس یونان انجام شده است یکسان است. طبق بررسی های صورت گرفته رفتار خودکنترلی که برای اولین بار است در ایران مورد پژوهش قرار میگیرد و به طور خلاصه بیانگر اعتماد به نفس سرمایه گذاران است دارای رابطه مثبت با رفتار معاملاتی سرمایه گذاران دولتی نیست و این نتیجه شاید حاکی از این باشد که نمایندگان سرمایه گذاران دولتی کمتر به بررسی بنیادی سهام می پردازند و اغلب بدون صرف وقت برای شناسایی سهام ارزنده، صرفاً براساس قوانین درونی دولت اقدام به خرید سهام میکنند و با کوچکترین تغییری اقدام به فروش میکنند. بنابراین مشاهده میشود که برعکس تحقیقات کوریتیدیس که بیانگر رابطه مثبت بین خودکنترلی و رفتار معاملاتی سرمایه گذاران در بورس یونان است، این

رابطه در بورس تهران رد شده است. در ادامه بررسی ها ذکر گردید که فرااطمینانی و ریسک طلبی تا ۷۶ درصد توان پیش بینی رفتارهای معاملاتی سهامداران حقیقی را دارند که حاکی از اهمیت این ویژگیهای رفتاری در سرمایه گذاران دارد. علاوه بر این، ترتیب تأثیر آنها حاکی از تأثیر دوبرابری فرااطمینانی نسبت به ریسک طلبی است. از طرفی شاید بتوان گفت که دلیل این امر شاید ناشی از وجود ریسک در رفتار فرااطمینانی باشد. همانگونه که مشاهده گردید ویژگیهای شخصی افراد بر تصمیم گیری آنها در مقوله سرمایه گذاری تأثیرگذار است. بنابراین پژوهشهای بیشتر در این حوزه کمک شایانی به شناخت این رفتارها خواهد کرد.

بازار سرمایه عرصه تعامل سرمایه گذاران و متقاضیان سرمایه است. در یک طرف، سرمایه گذاران در قبال واگذاری سرمایه خود بازده مورد انتظار را مطالبه می کنند و در طرف مقابل، متقاضیان سرمایه باید در قبال در اختیار گرفتن سرمایه و استفاده از آن، هزینه ای را به صاحبان سرمایه بپردازند که اصطلاحاً به آن هزینه سرمایه گفته می شود. تعادل بازده مورد انتظار و هزینه سرمایه شرط اصلی انتقال سرمایه از سرمایه گذاران به متقاضیان سرمایه است. بنابراین می توان گفت که بازده مورد انتظار و هزینه سرمایه دو روی یک سکه است. ایجاد تعادل میان ریسک و بازده یکی از مهمترین کارکردهای بازار سرمایه است. ریسک و بازده از جمله مفاهیم اساسی در ادبیات مالی به شمار می رود که در نهایت در قالب هزینه سرمایه تجلی می یابد. منظور از هزینه سرمایه، نرخ بازده مورد انتظار است که بازار در ازای تخصیص سرمایه به سرمایه گذاری معین مطالبه می کند. هر چه شرکت ریسک بیشتری را به سرمایه گذاران خود تحمیل کند، به منظور رسیدن به آستانه خلق ارزش لازم است نرخ بازده بیشتری توسط شرکت کسب شود که در نتیجه هزینه سرمایه آن افزایش خواهد یافت. سرمایه گذاران از طریق سرمایه گذاری وجوه خود بطور ضمنی ریسک هایی را می پذیرند. آنها برای ارزیابی اوراق بهادار و تعیین ریسک و بازده این اوراق نیازمند اطلاعات هستند. اطلاعات حسابداری و در رأس آنها سود از جمله مهمترین اطلاعاتی است که در ارزیابی های سرمایه گذاران اهمیت بسزائی دارد. محتوای اطلاعاتی سود مربوط ترین مسأله حرفه حسابداری است زیرا نتایج آن مستقیماً مطلوبیت فعالیت حسابداری را منعکس می نماید. تئوریهای اقتصادی نقش اصلی سود شرکت را کمک به تخصیص منابع در بازار سرمایه می دانند. اکثر مدل های ارزیابی سهام، سود مورد انتظار را به عنوان یک متغیر توضیحی در نظر می گیرند. مربوط بودن اصلی آن به خاطر رابطه محسوس با توانایی پرداخت سودآتی می باشد. از آنجا که هزینه سرمایه مبتنی بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاران است، با میزان ریسک پذیرفته شده توسط آنها مرتبط است. از سویی دیگر عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه گذاران، مهمترین مسئله ای است که سرمایه گذاران در مورد شرکتها با آن مواجه اند. پیش بینی سود و درجه صحت آن یکی از راههای کاهش نافرینگی اطلاعاتی میان مدیران، سهامداران عمده و سرمایه گذاران بالقوه است. یکی از منابع اطلاعات سرمایه گذاران، اعتبار دهندگان و بازار بورس اوراق بهادار، ارائه پیش بینی های سود توسط شرکت ها است. سود پیش بینی شده می تواند مبنای مناسبی در تصمیم گیری های سرمایه گذاری به شمار آید.

این تحقیق متأثر از برخی عوامل کلان است که فرض شده اثر آنها برای همه شرکت های دولتی و مشاهدات یکسان است، در حالی که ممکن است چنین نباشد. برای مثال، برخی صنایع، از جمله صنعت دارو، همواره تحت نظارت دولت بوده است. برای بزرگتر شدن نمونه مورد بررسی، سعی شد در انتخاب شرکتها و دوره تحت بررسی معیارهای گزینشی کمتری اعمال شود. از این رو، مواردی چون قدمت شرکتها، درجه اتکاء به تکنولوژی جدید، و خصوصیات دیگر آنها می تواند بر نتایج تحقیق اثرگذار باشد. همچنین عامل تورم نیز به عنوان یکی از متغیرهای کلان اقتصادی از جمله عواملی است که می تواند نتایج تحقیق حاضر را تحت تأثیر قرار دهد.

مراجع

۱. Baker, H.K., Kumar, S., Goyal, N., Gaur, V., (۲۰۱۹). How financial literacy and demographic variables relate to behavioral biases. *Manag. Finance* ۴۵ (۱), ۱۲۴–۱۴۶.
۲. Chan K, Jegadeesh N, Lakoishok J. ۲۰۰۱. Earnings quality and stock returns: The evidence from accruals. Working Paper National Taiwan University and University of Illinois, ۲۱: ۱۷-۷۵.
۳. Kapopoulos, P. and S Lazaretou. (۲۰۰۷). Corporate ownership structure and firm performance: evidence from Greek firms. *Corporate Governance: An International Review* ۱۵ (۲), ۱۴۴-۱۵۸
۴. Kourtidis, D., Sevic, Z., Chatzoglou, P. (۲۰۱۱), Investors' trading activity: A behavioural perspective and empirical results. *The Journal of Socio-Economics*, ۴۰, ۵۴۸-۵۵۷.
۵. Olafsson, A., Pagel, Michaela, (۲۰۲۰). The ostrich in us: selective attention to financial accounts, income, spending, and liquidity. In: NBER Working Paper No. ۲۳۹۴۵.
۶. Pankow, D., (۲۰۱۲). Financial Values, Attitudes, and Goals. *Family Economic Specialist*, NDSU.
۷. Park, J.J., Sela, A., (۲۰۱۷). Not my type: why affective decision makers are reluctant to make financial decisions. *J. Consum. Res.* ۴۵ (۲), ۲۹۸-۳۱۹.
۸. Seth, H., Talwar, S., Bhatia, A., Saxena, A., Dhir, A., (۲۰۲۰). Consumer resistance and inertia of retail investors: development of the resistance adoption inertia continuance (RAIC) framework. *J. Retailing Consum. Serv.* ۵
۹. Skagerlund, K., Lind, T., Strömbäck, C., Tinghög, G., Västfjäll, D., (۲۰۱۸). Financial literacy and the role of numeracy—How individuals' attitude and affinity with numbers influence financial literacy. *J. Behav. Exp. Econ.* ۷۴, ۱۸-۲۵
۱۰. Stromback, C., Lind, T., Skagerlund, K., Västfjäll, D., Tinghög, G., (۲۰۱۷). Does self-control predict financial behavior and financial well-being? *J. Behav. Exp. Finance* ۱۴, ۳۰-۳۸.
۱۱. Talwar, M.; Talwar, S.; Kaur, P.; Tripathy, N.; Dhir, A.. (۲۰۲۱). Has financial attitude impacted the trading activity of retail investors during the COVID-۱۹ pandemic? *Journal of Retailing and Consumer Services* ; ۵۸, ۱۱۱-۱۲۵.