

فصلنامه علمی پژوهشی  
دانش مالی تحلیل اوراق بهادار  
سال دهم، شماره سی و چهارم  
تابستان ۱۳۹۶

## تأثیر اطمینان بیش از حد بر رفتار سرمایه‌گذاران: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران

سیدمرتضی موسوی<sup>۱</sup>

محمد ابراهیم آقابابائی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۵/۴/۲۰

تاریخ دریافت: ۹۵/۲/۲۷

### چکیده

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 اثرات این سوگیری مهم بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران است. در این پژوهش ضمن اندازه‌گیری جنبه‌های مختلف اطمینان بیش از حد سرمایه‌گذاران (برآورد غلط، توهم کنترل، خوش‌بینی 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 به دست آمده از 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.

**واژه‌های کلیدی:** اطمینان بیش از حد، برآورد غلط، توهم کنترل، خوش‌بینی نسبت به آینده، اثر بهتر از متوسط، پیش‌بینی نوسانات آتی.

۱- کارشناس ارشد مهندسی مالی- دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران (مستول مکاتبات) mori.mousavi@gmail.com

۲- استادیار دانشکده علوم مالی- دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران m.aghababaei@khu.ac.ir

## ۱- مقدمه

در سال‌های اخیر مدل‌ها و ابزارهای متعددی برای ارزش‌گذاری دارایی ایجاد شده است که بسیاری از آن‌ها امروزه تحت عنوان تحلیل بنیادی در ارزیابی سهام مورد استفاده قرار می‌گیرد.

هرچند نمی‌توان خدمات ارزنده‌ی علوم مالی و متخصصان آنرا نادیده گرفت، لیکن با بررسی و مطالعه رفتار سرمایه‌گذاران در عمل می‌توان به مثال‌های متعدد دست یافت که تصمیم افراد در سرمایه‌گذاری، متفاوت از پیش‌بینی‌های تئوری‌های مالی بوده است. عواطف و احساسات سرمایه‌گذار یکی از عوامل تعیین‌کننده کلیدی در حرکت‌های بازار است. مطالعه نقش احساساتی همچون ترس، حرص و ولع، پیش‌بینی‌ها و انتظارات در شکل‌گیری تصمیمات سرمایه‌گذاری به نظر مهم می‌آیند. مالی رفتاری یک زمینه در حال توسعه است که به مطالعه اثرات عوامل روان‌شناسانه و تأثیرات آن‌ها بر تصمیم‌گیری در شرایط عدم اطمینان می‌پردازد.

مالی کلاسیک<sup>۱</sup> به دنبال فهم بازارهای مالی و رفتار سرمایه‌گذاران با استفاده از مدل‌هایی است که در آن‌ها تمامی سرمایه‌گذاران منطقی فرض می‌شوند. با اینکه بسیاری از تئوری‌های کلاسیک با توانایی‌های گوناگون وجود دارند و در دهه‌های گذشته مورد استفاده قرار گرفته‌اند، در همه آن‌ها عقلانیت سرمایه‌گذار، فرضی اساسی بوده است. سرمایه‌گذار منطقی به فردی گفته می‌شود که (۱) همواره دانش خود را در یک زمان‌بندی مناسب با دریافت و تحلیل اطلاعات جدید به روز می‌کند و (۲) تصمیماتی می‌گیرد که از دیدگاه استاندارد در بازارهای مالی قابل قبول است (تالر<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵). یکی از حوادث مهم بازارهای مالی که در مقابل این فرضیات به وجود آمد بحران سال ۲۰۰۸ بود که در آن افراد زیادی که مطابق مالی کلاسیک رفتار می‌کردند و در جایگاه‌های مختلفی در بازارهای مالی حضور داشتند به یکباره با چنین پدیده‌ای مواجه شدند که هیچ راه فراری از آن نداشتند و به ناچار به ورشکستگی تن

دادند. بروز چنین مسائلی در بازارهای مالی این سوال را به ذهن متبادر می‌سازد که "آیا انسان‌ها واقعاً عقلایی رفتار می‌کنند؟" (نوفسینگر<sup>۳</sup>، ۲۰۰۱).

برنشتاین<sup>۴</sup> (۱۹۹۸) بیان می‌نماید که "شواهدی از الگوهای غیرعقلایی مدام در حال تکرار شدن هستند، خصوصاً در جایی که افراد در شرایط نااطمینانی مجبور به اتخاذ تصمیماتی هستند." نوفسینگر (۲۰۰۱) نیز بیان می‌کند که فرض‌هایی هم‌چون عقلانیت و نبود سوگیری در تصمیمات، سال‌هاست که اعتبار خود را از دست داده‌اند. از دیدگاه نظری، دلیل اصلی ظهور مالی رفتاری در این‌گونه موارد سختی‌هایی است که مالی کلاسیک با آن مواجه است. در این میان برخی از تئوری‌ها بیان می‌کنند که افراد دانش خود را در بازارهای مالی به روز نگه نمی‌دارند و این موجب اتخاذ تصمیمات نادرست می‌شود، در حالی که تئوری‌های دیگر این موضوع را به گونه دیگری تبیین می‌کنند. آن‌ها بر این باورند که افراد با وجود اینکه دانش خود را به روز نگه می‌دارند باز هم در شرایطی تصمیمات غیرمنطقی اتخاذ می‌کنند (تالر، ۲۰۰۵).

از دیدگاه مالی رفتاری عوامل گوناگون و متنوعی وجود دارد که به موجب آن عوامل، افراد اقدام به اتخاذ تصمیم‌های غیربهبینه می‌کنند. لذا سرمایه‌گذاران باید اهمیت این عوامل را در تصمیم‌گیری‌های خود دریافته و تعیین کنند که آیا این‌گونه از سوگیری‌ها در تصمیمات گذشته آن‌ها دخیل بوده است و آیا در تصمیمات آتی آن‌ها تأثیرگذار است؟ سپس در مرحله بعدی به دنبال فهم این غیرعقلانیت در رفتار دیگر سرمایه‌گذاران هستند تا بتوانند از اشتباهات انجام شده توسط آن‌ها در جهت انجام معاملات سودمند و بهینه بهره ببرند (پاریخ<sup>۵</sup>، ۲۰۱۱).

اطمینان بیش از حد در بیان کلی می‌تواند به عنوان یک اعتقاد بی‌اساس در مورد توانایی‌های شناختی، قضاوت‌ها و استدلال شهودی فرد خلاصه شود. مفهوم اطمینان بیش از حد در مجموعه وسیعی

### برآورد غلط

یک عنصر از اطمینان بیش از حد، برآورد غلط در مورد عملکرد واقعی فرد است. این بخش از اطمینان بیش از حد بر روی قطعیتی که فرد در توانایی خود در عملکرد، سطح کنترل یا شانس موفقیت احساس می‌کند، تمرکز دارد. این پدیده به احتمال زیاد در وظایف و موارد سخت، رخ می‌دهد که احتمال شکست بالاست و یا فردی که تخمین می‌زند در مورد آن مسئله به خصوص ماهر نیست. برآورد غلط در خارج از حوزه‌های تخصصی خود فرد بیشتر رخ می‌دهد.

عموماً در مطالعاتی که از افراد خواسته شده تا برای یک مقدار غیرقطعی، بازه اطمینانی پیش‌بینی کنند، این بازه اطمینان را بسیار کوچک و غیر واقعی ارائه می‌نمایند و هرچه پیش‌بینی مورد بحث سخت‌تر باشد این پیش‌بینی اشتباه به صورت جدی‌تری خود را نشان می‌دهد (لیختنشتاین<sup>۶</sup>، ۱۹۸۲، کلیمن و همکاران<sup>۷</sup>، ۱۹۹۹، سول و کلیمن<sup>۸</sup>، ۲۰۰۴، گلاسر و وبر<sup>۲۰۰۷</sup>).

### توهم کنترل

توهم کنترل گرایشی را در انسان توصیف می‌کند که موجب می‌شود افراد تصور کنند که می‌توانند پیامدها را کنترل کرده و یا حداقل بر آن‌ها تأثیر بگذارند، در حالی که واقعاً این گونه نیست. برخی از مشتریان دائمی قمارخانه‌ها قسم می‌خورند که می‌توانند بر پیامدهای تصادفی مانند نتیجه پرتاب یک جفت تاس تأثیر بگذارند. به عنوان مثال تحقیقات گوناگون نشان داده است که در بازی‌ها افراد هنگام تلاش برای رسیدن به یک شماره بالاتر، خیلی قاطعانه‌تر تاس را پرتاب می‌کنند. برخی هنگامی که در تلاش برای پیش‌بینی نتیجه یک سری پرتاب سکه موفق عمل می‌کنند، واقعاً فکر می‌کنند تخمین‌زندگان بهتری هستند و ادعا می‌کنند که حواس‌پرتی می‌تواند عملکرد آن‌ها را در انجام این وظیفه تضعیف نماید (پمپین<sup>۹</sup>، ۲۰۰۶).

از بررسی‌ها و آزمایش‌های روان‌شناسانه از نوع شناختی بررسی شده است که نشان می‌دهد افراد هم در مورد توانایی‌های خود در پیش‌بینی و هم در مورد دقت اطلاعاتی که در اختیار آن‌هاست برآوردی بیش از اندازه دارند. هم‌چنین در تخمین احتمالات، عملکردی ضعیف دارند و رویدادهایی را حتمی می‌دانند که غالباً دارای احتمال بسیار کمتر از صد در صد است. به طور خلاصه می‌توان گفت که اغلب مردم خود را از آنچه واقعاً هستند، باهوش‌تر می‌پندارند و بر این باورند که اطلاعات بهتری نیز در اختیار دارند.

در این مقاله سعی شده است تا ضمن تبیین ابعاد اطمینان بیش از حد، به بررسی جامع مطالعات انجام‌شده در زمینه عوامل شناسایی شده موثر بر اطمینان بیش از حد پرداخته شود. هم‌چنین با مرور مطالعات موردی در زمینه‌های مورد بحث، مطالعات گذشته در این حوزه بررسی شده است. در مرحله بعدی با استفاده از پرسش‌نامه‌ای که آزمون‌های اساسی پایایی و روایی را با موفقیت پشت سر گذاشته است، به بررسی ویژگی‌های فردی افراد پرداخته شده و با استفاده از آزمون‌های آماری اسپیرمن و پیرسون به بررسی رابطه بین متغیرهای مستقل یعنی اطمینان بیش از حد افراد و عوامل موثر بر آن و عملکرد فرد در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می‌شود.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

### اطمینان بیش از حد

با بررسی پژوهش‌های صورت پذیرفته در زمینه عوامل موثر بر اطمینان بیش از حد و نیز رابطه اطمینان بیش از حد بر رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه مناطق مختلف جهان، می‌توان اطمینان بیش از حد را ناشی از پنج عامل زیر دانست:

هم‌کلاسی‌هایی که باید در یک آزمون مشترک شرکت کنند هم به وضوح به چشم می‌خورد.

### تخمین نوسان‌های آتی

یکی دیگر از مواردی که افراد در آن اطمینان بیش از حد خود را بروز می‌دهند، زمانی است که از افراد درخواست می‌کنیم که بر اساس اطلاعات فردی خود یک بازه با اطمینان بالا برای آینده یک شاخص بازار سرمایه ارائه دهند. افراد عموماً بازه‌ای را در این موارد ارائه می‌دهند که از مقدار واقعی شاخص در زمان مورد نظر تفاوت آشکاری دارد (گلاسر و وبر، ۲۰۰۷).

مقالات مالی رفتاری اذعان دارند که اطمینان بیش از حد به عنوان پدیده‌ای پویا و پایدار، یکی از قوی‌ترین یافته‌های مالی است (شفرین<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۰). این رفتار به عنوان برجسته‌ترین سوگیری رفتاری بر پایه باورهای متفاوت شناخته شده است (آکرلوف و شیلر، ۲۰۰۹<sup>۱۵</sup>). علاوه بر این، این سوگیری رفتاری در برخی مطالعات به عنوان اصلی‌ترین عامل موثر بر تغییر باورهای سرمایه‌گذاران و ایجاد حباب‌های قیمتی شناخته شده است (آبس<sup>۱۶</sup>، ۲۰۱۲، دی گراو<sup>۱۷</sup>، ۲۰۱۲). اطمینان بیش از حد به اشخاصی مربوط می‌شود که بسیار مطمئن هستند و برآوردهای خوش‌بینانه‌ای می‌کنند و ریسک را کمتر از مقدار واقعی آن در نظر می‌گیرند (تالر، ۲۰۰۵). شیلر<sup>۱۸</sup> (۲۰۰۰) نتیجه اطمینان بیش از حد را داد و استدلال می‌دهد که بیش از حد می‌داند.

مطالعات مربوط به این سوگیری رفتاری در تلاش برای بررسی عوامل شکل دهنده آن و همچنین بررسی ارتباط این عوامل با رفتار سرمایه‌گذاران بوده‌اند. در همین راستا، گلاسر و وبر<sup>۱۹</sup> (۲۰۰۷) در بررسی اطمینان بیش از حد، عواملی هم‌چون برآورد غلط، اثر بهتر از متوسط، اثر توهم کنترل را بررسی کرده و به این نتیجه رسیده‌اند که سرمایه‌گذاران با اطمینان بیش از حد بالاتر، بیشتر اقدام به معامله در بازارهای مالی می‌کنند. دیوز و

لانگر<sup>۱</sup> (۱۹۷۵) سوگیری توهم کنترل را این‌گونه تعریف می‌کند: «انتظار یک موفقیت شخصی که احتمال وقوع آن به طور نامتناسبی بالاتر از احتمال عینی و موجه آن است». لانگر در تحقیق خود مشاهده کرد، افرادی که اجازه داشتند شماره بلیت بخت‌آزمایی خود را در یک بخت‌آزمایی فرضی انتخاب کنند، در مقایسه با افرادی که به طور تصادفی روی شماره‌های موجود شرط‌بندی می‌کردند، حاضر به پرداخت بهای بیشتری بابت خرید بلیط بودند.

### خوش‌بینی نسبت به آینده

شاید بارزترین شاخصه در میان مشخصه‌های سوگیری‌های ذهنی، خوش‌بینی نسبت به آینده باشد. بسیاری از افراد در زندگی خود، همواره احتمال وقوع اتفاقات ناگواری هم‌چون حوادث رانندگی یا احتمال ابتلا به بیماری سرطان را کمتر از حد واقعی آن در نظر می‌گیرند (میچایلو، ۲۰۱۰). هرچند مواردی مشاهده شده است که فرد نسبت به آینده وضعیت خود بدبینی چشم‌گیری را احساس می‌کند، ولی بررسی‌ها عموماً خلاف این مورد را ثابت کرده‌اند. نوفسینگر<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۳) استدلال می‌کند که خوش‌بینی افراد در جامعه موجب تأثیر آن بر تصمیمات مالی افراد می‌شود.

### اثر بهتر از متوسط

اثر بهتر از متوسط به این پدیده اشاره دارد که فردی در میان گروهی از افراد در موضوع خاصی از حد وسط هم‌گروهان خود بالاتر است (گلاسر و وبر، ۲۰۰۷، تیلور و براون<sup>۱۲</sup>، ۱۹۸۸).

احتمالاً مهم‌ترین یافته در مورد اثر بهتر از متوسط را اسونسون<sup>۱۳</sup> (۱۹۸۱) گزارش کرده است که در آن به این مورد اشاره شده است که ۹۳٪ از آمریکایی‌ها خود را بهتر از حد وسط می‌دانند. این پدیده در موارد مختلف دیگری هم‌چون

سعدی و همکاران (۱۳۸۹) هدف پژوهش خود را شناخت خطاهای ادراکی رایج بین سرمایه‌گذاران و ارتباط آن با شخصیت آن‌ها قرار داده‌اند. به این منظور تعداد ۲۰۰ نفر از سرمایه‌گذاران بورس تهران به روش تصادفی انتخاب و داده‌های مورد نیاز با استفاده از پرسشنامه از آن‌ها جمع‌آوری شده است. یافته‌های پژوهش بیانگر آن است که خطاهای ادراکی مطرح شده در پژوهش دارای رابطه معناداری با شخصیت سرمایه‌گذاران است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین برون‌گرایی و گشودگی با خطای پس‌بینی و اطمینان بیش از حد، بین روان‌رنجوری با خطاهای تصادفی بودن، تشدید تعهد و دسترسی رابطه مستقیم وجود دارد. هم‌چنین بین وظیفه‌شناسی با خطای تصادفی بودن و بین گشودگی با خطای دسترسی رابطه معکوس وجود دارد.

جهانخانی و همکاران (۱۳۸۸) یکی از نشانه‌های وجود اطمینان بیش از حد در بازار سهام را افزایش حجم معاملات سرمایه‌گذاران پس از تحقق بازده در دوره‌های قبل دانسته‌اند. برای بررسی وجود چنین رابطه‌ای در بین سرمایه‌گذاران، به تشکیل مدل خود توضیح برداری (VAR) با متغیرهای درونزا و برونزای هفتگی و ماهیانه اقدام کرده‌اند. نتایج به دست آمده از این مدل، وجود رابطه معناداری را بین گردش معاملات جاری و بازده‌های بازار را با متغیرهای هفتگی رد کرده است و زمانی که از متغیرهای ماهانه استفاده شده، این رابطه معنادار بوده است؛ اما از لحاظ مقداری بسیار ناچیز می‌باشد؛ سپس وجود چنین رابطه‌ای را در سطح تک‌تک شرکت‌ها با تشکیل مدل Panel VAR، با متغیرهای ماهیانه آزمون کرده‌اند. در این حالت در پی یافتن رابطه‌ای بین گردش معاملات جاری شرکت با بازده قبلی شرکت و بازده قبلی بازار بوده‌اند. نتایج به دست آمده، وجود هر گونه رابطه‌ای را بین این متغیرها رد کرد؛ بنابراین صرف‌نظر از وجود بعضی محدودیت‌ها

همکاران<sup>۲۰</sup> (۲۰۱۰) دریافتند که تجربه افراد در بازار سرمایه اطمینان بیش از حد آن‌ها را در انجام معاملاتشان در بازار سرمایه افزایش می‌دهد. تعدادی از مطالعات اخیر به این نتیجه رسیده‌اند که اطمینان بیش از حد با سن و میزان تجربه فرد همبستگی منفی دارد (داناگوپتا و همکاران<sup>۲۱</sup>، ۲۰۱۳. اورس و همکاران<sup>۲۲</sup>، ۲۰۱۳).

میچایلو<sup>۲۳</sup> (۲۰۱۰) اطمینان بیش از حد را صرفاً نشأت گرفته از عامل برآورد غلط دانسته و تمام تمرکز خود را بر روی بررسی این عامل گذاشته است. وی با استفاده از یک پرسش‌نامه با ۱۸ سوال به بررسی میزان اطمینان بیش از حد در افراد پرداخته است. نتایج کار نشان می‌دهد که جنسیت ارتباطی با اطمینان بیش از حد ندارد.

کلامبوکیدیس<sup>۲۴</sup> (۲۰۱۱) در تحقیق خود به بررسی عوامل موثر بر اطمینان بیش از حد پرداخته است. وی چهار عامل برآورد غلط، خوش‌بینی نسبت به آینده، توهم کنترل و اثر بهتر از متوسط را مورد ارزیابی قرار داده و برای هر کدام یک سوال در پرسش‌نامه خود آورده است. منخوف و همکاران<sup>۲۵</sup> (۲۰۱۳) نیز سه عامل توهم کنترل، اثر بهتر از متوسط و تخمین نوسان‌های آتی را به عنوان عوامل تشکیل‌دهنده اطمینان بیش از حد معرفی کرده‌اند.

در مطالعات داخلی سیف الهی (۱۳۹۴) در بررسی میزان اثرگذاری عوامل مختلف بر سرمایه‌گذاری افراد را بررسی کرد. وی با بررسی نمونه ۳۸۵ نفری از سرمایه‌گذاران نشان داد که اطمینان بیش از حد بر روی سرمایه‌گذاری افراد تأثیر ندارد. میزان تأثیرگذاری عوامل دیگر بر روی سرمایه‌گذاری افراد متفاوت است و رتبه‌بندی این عوامل از نظر میزان تأثیرگذاری به این ترتیب است: سود و زیان نسبی، اثر تمایلی، محافظه‌کاری، رفتار توده‌وار، شهود نمایندگی، اثر مالکیت و پشمان‌گریزی.

مرحله‌ی اول و دوم محاسبه می‌شود. همبستگی نزدیک به یک برای این آزمون نشان‌گر پایایی پرسش‌نامه است. از روش آلفای کرونباخ نیز می‌توان برای تست پایایی بهره برد (سرمد و همکاران، ۱۳۷۶). در این تحقیق برای اطمینان از پایایی پرسش‌نامه، هر دو شیوه مورد توجه قرار گرفته است: برای ارزیابی پایایی از روش بازآزمایی از یک نمونه تصادفی ۲۵ تایی از سرمایه‌گذاران بازار بورس تهران بهره گرفته شده است. نتایج این آزمون در جدول شماره ۱ ارائه شده است:

جدول ۱- نتایج حاصل از آزمون بازآزمایی

ضریب همبستگی بین نتایج دو آزمون	ابعاد پرسش‌نامه	ردیف
۰/۹۰۵	برآورد غلط	۱
۰/۹۰۲	توهم کنترل	۲
۰/۹۱۹	خوش‌بینی نسبت به آینده	۳
۰/۹۰۶	اثر بهتر از متوسط	۴
۰/۸۶۳	پیش‌بینی غلط	۵
۰/۸۹۹	دفعات خرید	۶
۰/۸۷۹	دفعات فروش	۷
۰/۹۰۹	حجم خرید	۸
۰/۹۳۰	حجم فروش	۹
۰/۸۶۱	بازده	۱۰

منبع: نتایج تحقیق

همان‌طور که از نتایج ضرایب همبستگی پیداست، می‌توان نتیجه گرفت که پرسش‌نامه پایایی بسیار مطلوبی دارد. نتایج بررسی آلفای کرونباخ روی دو نمونه جداگانه ۲۵ تایی تصادفی از بین سرمایه‌گذاران در جدول شماره ۲ ارائه شده است. همان‌طور که نتایج حاصل از آزمون نشان می‌دهد، آلفای کرونباخ محاسبه شده برای نمونه اول برابر با ۰,۸۶۱ و برای نمونه تصادفی دوم نیز ۰,۸۷۰ به دست آمده است. این مقادیر حاکی از پایایی بسیار بالای پرسش‌نامه است.

در بورس تهران، نتیجه گرفته‌اند که اطمینان بیش از حد بین سرمایه‌گذاران و فعالان بازار وجود ندارد.

هم‌چنین در مطالعه اسلامی بیدگلی و طهرانی (۱۳۸۶) رابطه اطمینان بیش از حد و حجم معاملات افراد بررسی شده است. آن‌ها اطمینان بیش از حد را با معیارهای برآورد غلط، اثر بهتر از متوسط و توهم کنترل سنجیدند. آزمون‌های فرض آن‌ها مبنی بر وجود رابطه معنادار بین سه عامل موثر بر اطمینان بیش از حد افراد با سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار شناخته شد.

در اینجا علاوه بر اینکه بررسی جامعی از ابعاد مختلف ویژگی‌های فردی و عوامل موثر بر اطمینان بیش از حد افراد صورت گرفته، سعی بر آن بوده که پرسش‌نامه مورد استفاده در اندازه‌گیری عناصر مورد بحث نیز تا حد امکان کاربردی و متناسب با اهداف مورد بحث باشد. هم‌چنین علاوه بر بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد بر سرمایه‌گذاری افراد، تأثیر شاخصه‌های اطمینان بیش از حد هم‌چون برآورد غلط، توهم کنترل، خوش‌بینی نسبت به آینده، اثر بهتر از متوسط و تخمین نوسان‌های آتی را بر عملکرد فرد در سه قسمت دفعات سفارش، حجم سفارش و بازده فرد نیز مورد ارزیابی قرار بگیرد.

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری تحقیق، تمامی سهام‌داران بورس اوراق بهادار تهران را در برمی‌گیرد. روش نمونه‌گیری تحقیق حاضر نمونه‌گیری تصادفی است. روش مطالعاتی که در آن اطمینان بیش از حد مورد بررسی قرار گرفته است از طریق پرسش از افراد در مورد میزان اطمینان آن‌ها از اعتقادات خاص آنها و یا پاسخ ارائه شده آن‌ها است.

برای آزمون پایایی پرسش‌نامه می‌توان از روش بازآزمایی بهره برد که در آن در مرحله‌ی اول، پرسش‌نامه توسط گروهی از افراد تکمیل شده و در مرحله‌ی دوم پرسش‌نامه توسط همان گروه تکمیل می‌شود. ضریب همبستگی بین نظرات پاسخگویان

## جدول ۲- نتایج حاصل از آزمون آلفای کرونباخ بر

## روی نمونه اول

نمونه اول		نمونه دوم		
تعداد	درصد	تعداد	درصد	
۲۵	٪۱۰۰	۲۵	٪۱۰۰	موارد معتبر
۰	٪۰	۰	٪۰	موارد نامعتبر حذف شده
۲۵	٪۱۰۰	۲۵	٪۱۰۰	تعداد کل
۰/۸۶۰		۰/۸۷۰		آلفای کرونباخ

منبع: نتایج تحقیق

مشخصه فردی، یعنی دفعات سفارش، حجم هر سفارش و بازده فردی می‌باشد. برای تعیین حجم نمونه در تحقیقات از روش‌های مختلفی استفاده می‌شود. دو روش متداول برای این کار استفاده از فرمول شارل کوکران و جدول مورگان است. زمانی که از واریانس جامعه و از احتمال موفقیت یا عدم موفقیت متغیر اطلاع نداریم و نمی‌توانیم از فرمول‌های آماری برای برآورد حجم نمونه استفاده کنیم، از جدول مورگان استفاده می‌کنیم. این جدول حداقل تعداد نمونه را برای نمونه‌گیری به نسبت حجم جامعه نشان می‌دهد. با توجه به جدول مورگان برای نمونه‌گیری در بازار اوراق بهادار تهران به یک نمونه به تعداد حداقل ۳۸۴ مورد نیاز است. نمونه مورد استفاده در این تحقیق دارای ۳۹۰ عضو است. از پاسخ‌های ۳۹۰ معامله‌گر حقیقی به پرسش‌نامه طراحی شده برای اندازه‌گیری جنبه‌های مختلف اطمینان بیش از حد (برآورد غلط، توهم کنترل، خوش‌بینی نسبت به آینده، اثر بهتر از متوسط، پیش‌بینی نوسانات آتی) استفاده شده است. در مرحله بعد، معیارهای عملکرد این معامله‌گران حقیقی شامل دفعات سفارش، حجم سفارش از آمارهای معاملاتی افراد در سازمان بورس و اوراق بهادار استخراج شده است. برای این بخش آمار معاملاتی هر فرد که به پرسش‌نامه پاسخ داده است در سال ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار گرفته و تعداد سفارش‌های خرید وی شمارش شده است. جدول شماره ۴ خلاصه آمار معاملاتی نمونه مورد بررسی را نشان می‌دهد.

## ۴- یافته‌های پژوهش

## ۴-۱- آمار توصیفی متغیرهای وابسته پژوهش

در این بخش در ابتدا به معرفی اجمالی نمونه گرفته شده پرداخته می‌شود.

هدف اصلی این مقاله بررسی رابطه اطمینان بیش از حد و عوامل تشکیل دهنده آن با عملکرد سرمایه‌گذاران حاضر در بورس تهران در قالب سه

جدول شماره ۳: سن افراد حاضر در نمونه به تفکیک جنسیت

حد پایین رده سنی	۲۵	۲۸	۳۱	۳۴	۳۷	۴۰	۴۳	۴۶	۴۷	مجموع
حد بالای رده سنی	۲۵	۲۸	۳۱	۳۴	۳۷	۴۰	۴۳	۴۶	۴۷	
تعداد زنان	۱۰	۶۳	۶۱	۴۹	۲۱	۱۴	۷	۵	۱	۱۲۳
تعداد مردان	۳	۸۰	۲۷	۲۳	۱۵	۵	۳	۳	۰	۲۶۷
مجموع	۱۳	۱۴۳	۸۸	۷۲	۳۶	۱۹	۱۰	۸	۱	۳۹۰

منبع: نتایج تحقیق

جدول ۴- آماره‌های دفعات سفارش

متغیر	میانگین	میانه	مد	واریانس	انحراف معیار
دفعات سفارش	۲۲/۸۳	۲۳/۰۰	۲۳/۰۰	۴۷/۸۲	۶/۹۱
حجم سفارش	۳۲/۶۵	۳۲/۳۱	۳۴/۸۴	۵۱/۴۰	۷/۱۷
بازده	٪۲/۲۳	٪۶/۰۰	٪۱۲/۰۰	٪۲/۸۳	٪۱۶/۸۶

منبع: نتایج تحقیق

جدول ۵- ضریب همبستگی بین دفعات سفارش و شاخصه‌های اطمینان بیش از حد

آماره‌ها	برآورد غلط	توهم کنترل	خوش‌بینی	اثر بهتر از متوسط	تخمین نوسان‌ها
ضریب همبستگی	۰/۸۱۱**	۰/۱۲۴*	۰/۱۸۵**	۰/۱۹۸**	۰/۱۰۸*
ضریب خطا (p-value)	۰/۰۰۰	۰/۰۱۴	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۳۳

\*معنادار در سطح خطای ۱٪ (سطح اطمینان ۹۹٪) \*معنادار در سطح خطای ۵٪ (سطح اطمینان ۹۵٪)

منبع: نتایج تحقیق

## ۴-۲- ارتباط میان مولفه‌های تشکیل دهنده

## اطمینان بیش از حد و دفعات سفارش

نتایج نشان می‌دهد که تعداد دفعات سفارش سرمایه‌گذاران با برآورد غلط، همبستگی ۰/۸۱۱ در سطح اطمینان ۹۹ درصد دارد. تعداد دفعات سفارش سرمایه‌گذاران با توهم کنترل نیز همبستگی مثبت دارد. در جدول ضریب همبستگی دفعات سفارش فرد و شاخص توهم کنترل ۰/۱۲۴ گزارش شده است که سطح اطمینان آن نزدیک به ۹۹ درصد است. در کل می‌توان گفت که دفعات سفارش فرد همبستگی مثبت با شاخص توهم کنترل وی دارد. شاخص خوش‌بینی نسبت به آینده فرد نیز همبستگی مثبتی با دفعات سفارش وی دارد. نتایج نشان می‌دهد که خوش‌بینی نسبت به آینده با دفعات سفارش همبستگی با ضریب ۰/۱۸۵ و سطح اطمینان ۹۹ درصد دارد.

متغیر بعدی که همبستگی آن با دفعات سفارش در نتایج گزارش شده است، شاخص اثر بهتر از متوسط است. نتایج نشان می‌دهد که این اثر و دفعات سفارش ضریب همبستگی ۰/۱۹۸ دارند. آخرین مقدار گزارش شده در جدول بالا مربوط به ضریب همبستگی دفعات سفارش افراد و شاخص تخمین نوسان‌های آتی آن‌ها است. نتایج نشان می‌دهد که این دو متغیر دارای ضریب همبستگی ۰/۱۰۸ با سطح اطمینان بالای ۹۵ درصد هستند.

## ۴-۳- ارتباط میان مولفه‌های تشکیل دهنده

## اطمینان بیش از حد و حجم سفارش

نتایج بررسی همبستگی این شاخص با متغیرهای مستقل (برآورد غلط، توهم کنترل، خوش‌بینی نسبت به آینده، اثر بهتر از متوسط و تخمین نوسان‌های آتی) در جدول شماره ۶ آمده است.



جدول ۶- ضریب همبستگی بین حجم سفارش و شاخصه‌های اطمینان بیش از حد

آماره ها	بر آورد غلط	توهم کنترل	خوش بینی	اثر بهتر از متوسط	تخمین نوسان‌ها
ضریب همبستگی	*۰/۷۷۱	*۰/۱۱۴*	*۰/۱۷۹*	*۰/۱۳۸*	*۰/۱۱۹*
ضریب خطا (p-value)	۰/۰۰۰	۰/۰۲۴	۰/۰۰۰	۰/۰۰۶	۰/۰۱۸

\*معنادار در سطح خطای ۱٪ (سطح اطمینان ۹۹٪) \*\* معنادار در سطح خطای ۵٪ (سطح اطمینان ۹۵٪)

منبع: نتایج تحقیق

شاخصه‌های اطمینان بیش از حد نیز این گفته را تأیید می‌کند.

شاخص اثر بهتر از متوسط و دفعات سفارش دارای ضریب همبستگی ۰/۱۳۸ با سطح اطمینان بالای ۹۹ درصد هستند. مقایسه این نتایج با مرحله قبل که همبستگی شاخص اثر بهتر از متوسط و دفعات سفارش را گزارش کرده بود، نشان می‌دهد که اثر بهتر از متوسط نیز با اطمینان بسیار بالایی با عملکرد افراد همبستگی دارد.

شاخص تخمین نوسان‌های آتی افراد و حجم سفارش آن‌ها نیز ضریب همبستگی ۰/۱۱۹ در سطح اطمینان ۹۸ درصد دارد. شاخص تخمین نوسان‌های آتی در آزمون‌های مرتبط با دفعات سفارش نیز همین‌گونه بوده و ضریب همبستگی و سطح اطمینان مشابهی را در نتایج نشان داده است. جمع‌بندی نتایج حاصل شده از این دو مرحله آزمون نشان می‌دهد که برآورد غلط با بالاترین ضریب همبستگی و نیز سطح اطمینان ۹۹ درصد در هر دو آزمایش بیشترین تأثیر را بر عملکرد سرمایه‌گذار دارد.

#### ۴-۴- ارتباط میان مولفه‌های تشکیل دهنده اطمینان بیش از حد و بازده فرد

نتایج حاصل از برآورد ضریب همبستگی میان بازده فردی و شاخصه‌های اطمینان بیش از حد در جدول شماره ۷ ارائه شده است.

نتایج همگی نشان از همبستگی مثبت شاخص‌های اطمینان بیش از حد و حجم سفارش افراد در بورس اوراق بهادار تهران دارد. همچنین ضرایب اطمینان گزارش شده در جدول نشان از سطح اطمینان بالای تمام ضرایب محاسبه شده دارد. نتایج به وضوح نشان می‌دهد که تمام ضرایب، سطح اطمینان بالای ۹۵ درصد هستند.

اولین عدد گزارش شده در جدول همبستگی بین برآورد غلط و حجم سفارش را نشان می‌دهد. نتایج آزمون مقدار ۰/۷۷۱ را برای همبستگی این دو متغیر با سطح اطمینان ۹۹ درصد گزارش کرده است. این نشان از تأثیرگذاری زیاد شاخص برآورد غلط بر حجم سفارش افراد دارد. در بخش پیشین نیز برآورد غلط با دفعات سفارش همبستگی مثبت در سطح اطمینان ۹۹ درصد داشته است.

پس از برآورد غلط، نتایج حاصل از آزمون همبستگی توهم کنترل فرد و دفعات سفارش وی آورده شده است. نتایج نشان می‌دهد که این دو عامل دارای ضریب همبستگی ۰/۱۱۴ در سطح اطمینان حدود ۹۸ درصد هستند. مقایسه این نتایج با نتایج همبستگی دفعات سفارش و شاخصه‌های اطمینان بیش از حد نشان می‌دهد که در هر دو مورد، نتایج نشان از همبستگی مثبت بین دو متغیر داشته است. خوش‌بینی افراد نیز با ضریب همبستگی ۰/۱۷۹ در جدول به چشم می‌خورد. این مقدار نیز دارای سطح اطمینان ۹۹ درصد است. از نتایج آزمون همبستگی دفعات سفارش و شاخصه‌های اطمینان بیش از حد نیز نتایج مشابهی گزارش شده بود و نشان می‌داد. نتایج آزمون همبستگی حجم سفارش و

جدول ۷- ضریب همبستگی بین بازده افراد و شاخصه‌های اطمینان بیش از حد

آماره ها	برآورد غلط	توهم کنترل	خوش بینی	اثر بهتر از متوسط	تخمین نوسان‌ها
ضریب همبستگی	۰/۰۲۲	۰/۰۷۴	۰/۱۵۷**	-۰/۰۸۹	-۰/۰۴۱
ضریب خطا (p-value)	۰/۶۵۹	۰/۱۴۳	۰/۰۰۲	۰/۰۷۸	۰/۴۱۷

\*\*معنادار در سطح خطای ۱٪ (سطح اطمینان ۹۹٪) \* معنادار در سطح خطای ۵٪ (سطح اطمینان ۹۵٪)

منبع: نتایج تحقیق

احتمال زیاد در وظایف سخت و اقلام سخت، رخ می‌دهد که احتمال شکست بالاست و یا فردی که تخمین می‌زند در مورد آن مسئله به خصوص ماهر نیست.

دومین پدیده توهم کنترل است که آن را گرایشی در انسان توصیف می‌کند که موجب می‌شود افراد تصور کنند که می‌توانند پیامدها را کنترل کرده و یا حداقل بر آن‌ها تأثیر بگذارند، در حالی که واقعاً این گونه نیست.

شاید بارزترین شاخصه در میان مشخصه‌های سوگیری‌های ذهنی، خوش بینی نسبت به آینده باشد. بسیاری از افراد، همواره احتمال وقوع اتفاقات ناگواری هم‌چون حوادث رانندگی یا احتمال ابتلا به بیماری سرطان را کمتر از حد واقعی آن در نظر می‌گیرند. هرچند مواردی مشاهده شده است (خصوصاً در مباحث پزشکی و درمانی) که فرد نسبت به آینده وضعیت خود بدبینی چشم‌گیری را احساس می‌کند ولی بررسی‌ها عموماً خلاف این مورد را ثابت کرده‌اند.

اثر بهتر از متوسط به این پدیده اشاره دارد که فردی در میان گروهی از افراد در موضوع خاصی از حد وسط هم‌گروهان خود بالاتر است. این پدیده در موارد مختلف دیگری هم‌چون هم‌کلاسی‌هایی که باید در یک آزمون مشترک شرکت کنند هم به وضوح به چشم می‌خورد.

خلاصه نتایج در جدول ۸ آمده است. این جدول شامل نتایج کلی حاصل از بررسی رابطه بین اعتماد بیش از حد سرمایه‌گذاران و سه شاخصه عملکردی آن‌ها در بازار سرمایه است.

سومین مشخصه عملکرد هر فرد در بورس اوراق بهادار تهران بازده وی است که ارتباط آن با شاخصه‌های اطمینان بیش از حد در جدول بالا ارائه شده است. برخلاف دفعات سفارش و حجم سفارش، بازده هر فرد ارتباطات کمتری با شاخصه‌های اطمینان بیش از حد دارد.

نتایج نشان می‌دهد که خوش بینی با ضریب همبستگی ۰/۱۵۷ در سطح اطمینان بالای ۹۹ درصد بیشترین همبستگی را با بازده فرد دارد. شاخص اثر بهتر از متوسط نیز دارای ضریب همبستگی -۰/۰۸۹ با بازده فرد در سطح اطمینان بالاتر از ۹۰ درصد است. نتایج جدول نشان می‌دهد که شاخص توهم کنترل نیز با بازده همبستگی ۰/۰۷۴ دارد. البته ضریب اطمینان این دو متغیر نشان می‌دهد که همبستگی آن‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد قابل تایید نمی‌باشد.

##### ۵- نتیجه‌گیری و بحث

این مقاله به بررسی رابطه بین عوامل تشکیل‌دهنده اطمینان بیش از حد سرمایه‌گذار و نحوه عملکرد وی در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. بررسی مقالات این حوزه، پنج عامل مهم را در اندازه‌گیری میزان اطمینان بیش از حد فرد معرفی می‌کند.

اولین عنصر از اطمینان بیش از حد، برآورد غلط در مورد عملکرد واقعی فرد است. این بخش از اطمینان بیش از حد بر روی قطعیتی که فرد در توانایی خود در عملکرد، سطح کنترل یا شانس موفقیت احساس می‌کند، تمرکز دارد. این پدیده به

جدول شماره ۸: ضریب همبستگی بین بازده افراد و شاخصه‌های اطمینان بیش از حد

متغیر	آماره‌ها	تعداد سفارش	حجم سفارش	بازده
اطمینان بیش از حد	ضریب همبستگی	۰/۷۴۷**	۰/۶۹۵**	۰/۰۸۲
	ضریب اهمیت (p-value)	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۰۵

\*\*آماره‌هایی که در سطح خطای ۱٪ (اطمینان ۹۹٪) با اهمیت هستند.

منبع: نتایج تحقیق

نتایج جدول بیان می‌کند که:

- وجود ارتباط بین دفعات سفارش فرد و شاخص اطمینان بیش از حد سرمایه‌گذار در سطح اطمینان ۹۹ درصد تأیید شده و این این رابطه با ضریب همبستگی ۰/۷۴۷ در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است.
  - وجود ارتباط بین حجم سفارشات فرد و شاخص اطمینان بیش از حد وی نیز در سطح اطمینان ۹۹ درصد تأیید شده و این دو متغیر با ضریب همبستگی ۰/۶۹۵ در سطح اطمینان ۹۹ درصد رابطه معنادار دارند.
  - فرضیه سوم مبنی بر وجود رابطه بین بازده فرد و شاخص اطمینان بیش از حد فرد نیز در سطح اطمینان پایین‌تری تأیید می‌شود. این دو متغیر در سطح اطمینان ۸۹ درصد دارای ضریب همبستگی ۰/۰۸۲ هستند.
  - اطمینان بیش از حد یکی از زیان‌آورترین سوگیری‌هایی است که سرمایه‌گذاران از خود بروز می‌دهند. پیشنهادهای کاربردی زیر با این رویکرد ارائه شده است که از بروز پیامدهای این سوگیری، جلوگیری نماید.
  - سرمایه‌گذاران با اطمینان بیش از حد، عموماً از سابقه عملکرد خود دید روشنی ندارند که سبب می‌شود روند خود را همواره ادامه داده و متحمل زیان‌های ناشی از این نوع رفتار سوگیرانه شوند. لذا شناخت سابقه و یافتن عللی که موجب تضعیف عملکرد اقتصادی افراد می‌شود در بهبود عملکردشان بسیار موثر است.
  - سرمایه‌گذاران با اطمینان بیش از حد پرتفوهایی غیرمتنوعی دارند که موجب می‌شود ریسک
- بیشتری را تحمل کنند. این ریسک حتی گاهی بیشتر از حد تحمل و ظرفیت سرمایه‌گذار می‌شود. تلاش در ایجاد یک پورتفوی متنوع که ریسک کمتری را دارد می‌تواند عملکرد سرمایه‌گذار را بهبود بخشد.
- سرمایه‌گذاران با اطمینان بیش از حد با تصور اینکه اطلاعات ویژه‌ای در اختیار دارند، معاملات پرحجمی را انجام می‌دهند که غالباً به بازدهی ضعیف در بلندمدت منجر می‌شود. انجام معاملات به صورت مرحله‌ای می‌تواند ریسک سرمایه‌گذاری فرد را کاهش دهد.

#### فهرست منابع

- \* اسلامی بیدگلی، غلامرضا. طهرانی، اشرف. (۱۳۸۶). بررسی رابطه‌ی اعتماد بیش از حد سرمایه‌گذاران انفرادی و حجم معاملات آن‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهشنامه‌ی اقتصادی. سال دهم. شماره چهارم. ۲۳۱-۲۵۳
- \* پمپین، میشل ام. (۱۳۸۸). دانش مالی رفتاری و مدیریت دارایی، دکتر احمد بدری، چاپ اول، تهران: انتشارات کیهان.
- \* جهانخانی، علی. نوفرستی، محمد. قراگزلو، فرهنگ. (۱۳۸۸). بررسی اطمینان بیش از اندازه سرمایه‌گذاران و حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران. چشم انداز مدیریت. شماره ۳۰. ص ۱۲۳-۱۰۵.
- \* سعدی، رسول. قلیپور، آرین. قلیپور، فتانه. (۱۳۸۹). بررسی اثرات شخصیت سرمایه‌گذاران و خطاهای ادراکی در سرمایه‌گذاری آنها در

- \* Lichtenstein, S, Fischhoff, B, Phillips, L.D. (1982): Calibration of Probabilities: The State of the Art to 1980. in Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases. Cambridge: Cambridge University Press, pp. 306–334.
- \* Menkhoff, Lukas. Schmeling, Maik. Schmadt, Ulrich. (2013). Overconfidence, experience and professionalism: An experimental study. Journal of Economic Behavior & Organization 86 92– 101.
- \* Michailova, Julija. (2010). Development of the overconfidence measurement instrument for the economic experiment. MPRA Paper No. 26384.
- \* Nofsinger, John R. (2001). Investment madness: how psychology affects your investing – and what to do about it. USA: Pearson Education
- \* Ors, E., Palomino, F., & Peyrache, E. (2013). Performance gender gap: Does competition matter? Journal of Labor Economics, 31(3), 443–499.
- \* Shefrin, H., (2010). Behavioralizing finance, United States of America: Now Publishers Inc.
- \* Shiller, R.J., (1999). Human behavior and the efficiency of the financial system. In: J. Taylor and M. Woodford (eds.), Handbook of Macroeconomics, Amsterdam Elsevier.
- \* Shiller, R.J., (2000). Irrational exuberance, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- \* Soll, J.B. Klayman, J. (2004): Overconfidence in Interval Estimates, Journal of Experimental
- \* Svenson, Ola. (1981). "Are We All Less Risky and More Skillful Than Our Fellow Drivers?" (PDF). Acta Psychologica 47.
- \* Taylor, S, Brown, J. (1988), Illusion and well being: A social psychology perspective on mental health, Psychological Bulletin 103, 193–210.
- \* Thaler, Richard H. (1988). Anomalies: The Winner's Curse. Journal of Economic Perspectives 2(1): 191 – 202
- بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران. دوره ۱۲. شماره ۲۹ ص ۴۱–۵۸.
- \* سیفالهی، راضیه. کردلوئی، حمیدرضا. دشتی، نادر. (۱۳۹۴). بررسی عوامل رفتاری در سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی. فصل‌نامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری. شماره پانزدهم. ۵۲–۳۳
- \* Abbes, M.B., (2012). Does overconfidence bias explain volatility during the global financial crisis? , Transition Studies Review 19:3, p.291 312.
- \* Akerlof, G.A., and Shiller, R.J., (2009). Animal spirits, Princeton, NJ: Princeton University Press
- \* Bernstein, Peter L. (1998). Against the Gods: the remarkable story of risk. USA: John Wiley & Sons Inc.
- \* Datta Gupta, N., Poulsen, A., & Villeval, M. C. (2013). Gender matching and competitiveness: Experimental evidence. Economic Inquiry, 51(1), 816–835.
- \* De Grauwe, P., (2012). Booms and busts in economic activity: A behavioral explanation", Journal of Economic Behavior & Organization 83:3, 484–501.
- \* Deaves, Luders and Ying Luo. (2010). An Experimental test of the impact of overconfidence and Gender on Trading Activity. CoFE Discussion Paper 05-10, Center of Finance and Econometrics, University of Konstanz.
- \* Glaser, M. Weber, M. (2007). Overconfidence and trading volume. Geneva Risk and Insurance Review 32, 1–36
- \* Grou, B. Tabak, M. (2008). Ambiguity Aversion and Illusion of Control: Experimental Evidence in an Emerging Market. The Journal of Behavioral Finance 9: 22 -29.
- \* Kalambokidis, Laura. (2011). The Irrational Investor's Risk Profile. A Thesis Submitted to the Faculty of the Graduate School of the University of Minnesota.
- \* Klayman, J, Soll, J.B., Gonzales-Valljo, C. Barlas, S. (1999): Overconfidence: it Depends on How, What, and Whom You Ask. Organizational Behavior and Human Decision Processes, 79(3), 216–247.

## یادداشت‌ها

---

1. Standard Finance
2. Thaler
3. Nofsinger
4. Bernstein
5. Parikh
6. Lichtenstein et al
7. Klayman et al
8. Soll and Klayman
9. Pompian
10. Langer
11. Nofsinger
12. Taylor and Brown
13. Svenson
14. Shefrin
15. Akerlof and Shiller
16. Abbas
17. De Grauwe
18. Shiller
19. Glaser and Weber
20. Deaves
21. Datta Gupta et al.
22. Ors et al.
23. Michailova
24. Kalambokidis
25. Menkhoff et al.

---

## The effect of Overconfidence on Investors Behaviors: Evidences from Tehran Stock Exchange

S. Morteza Mousavi<sup>1</sup>  
M. Ebrahim Aghababaei<sup>2</sup>

Receipt: 2016 / 5 / 17

Acceptance: 2016 / 7 / 11

### Abstract

In its most basic form, overconfidence can be summarized as unwarranted faith in one's intuitive reasoning, judgments, and cognitive abilities. The objective of this study is to examine the effects of this important bias on decisions of investors. Here, besides measuring various aspects of overconfidence (mis calibration, illusion of control, optimism about future, better than average effect, volatility estimation), the relation between individual overconfidence aspects and three performance measures including trading volume of individual investors, number of orders and individual return has been tested. The result shows correlation coefficient of 0.747 with 99 percent confidence level between overconfidence and number of orders. Also correlation coefficient of 0.695 with 99 percent confidence level exists between overconfidence and order volume and finally more overconfidence does not result in more individual returns.

**Keywords:** Overconfidence, Miscalibration, Illusion of Control, Optimism about Future, Better than Average Effect, Volatility Estimation

---

1- Master in financial engineering, Kharazmi University (Corresponding Author) [mori.mousavi@gmail.com](mailto:mori.mousavi@gmail.com)  
2- Assistant professor, Kharazmi University - [m.aghababaei@khu.ac.ir](mailto:m.aghababaei@khu.ac.ir)

