



انتخاب سبد دارایی سهام مبتنی بر روش اقتصاد رفتاری (مورد مطالعه بازار بورس تهران)

لیلا آسیابی اقدم^۱
اشکان رحیم زاده^۲
نعمت فلیحی^۳
یدالله رجائی^۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۱/۱۸ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۳/۲۱

چکیده

هدف اصلی این مقاله بررسی انتخاب سبد دارایی سهام مبتنی بر روش اقتصاد رفتاری در بازار بورس تهران می باشد. روش این تحقیق از نوع کاربردی و از لحاظ زمانی جزو پژوهش‌های مقطعی است و برای آزمون فرضیه‌های مقاله از آزمون t تک نمونه‌ای و برای رتبه‌بندی از فریدمن استفاده شده است. جامعه آماری این مقاله بخش اول مربوط به خبرگان و مسئولان بلندپایه بورس اوراق بهادار تهران) و بخش دوم مربوط به جامعه آماری کارگزاران و سرمایه‌گذاران فعال در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. حجم نمونه در بخش اول شامل ۲۰ نفر به صورت غیر تصادفی انتخاب شده است. در بخش دوم با توجه اینکه تعداد جامعه آماری نامشخص می‌باشد تعداد حجم نمونه مورد نظر انتخاب ۳۸۴ نفر انتخاب گردید. برای جمع‌آوری داده‌ها از روش میدانی و پرسشنامه محقق ساخته استفاده شده است. روایی صوری پرسشنامه توسط کارشناسان و خبرگان و روایی محتوایی پرسشنامه با استفاده روش دلفی مورد بررسی قرار گرفت. نشان داده شد؛ اعتبار سؤالات پرسشنامه‌ها مورد تأیید هستند. در ادامه قابلیت اعتماد (پایایی) پرسشنامه با استفاده از ضریب آلفای کرونباخ مورد بررسی قرار گرفت نتایج به دست آمده بیان‌گر این است پرسشنامه پژوهش از اعتماد لازم برخوردار می‌باشد و در ادامه داده‌های جمع‌آوری شده در دو بخش آمار

۱- گروه اقتصاد ، واحد زنجان ، دانشگاه آزاد اسلامی ، زنجان ، ایران ، Leila.asiyabi@ yahoo.com.

۲- گروه اقتصاد ، واحد زنجان ، دانشگاه آزاد اسلامی ، زنجان ، ایران نویسنده مسئول ، ashkan_rahimzadeh@yahoo.com.

۳- گروه اقتصاد ، واحد تهران مرکزی ، دانشگاه آزاد اسلامی ، تهران ، ایران ، nfalihi@gmail.com.

۴- گروه اقتصاد ، واحد زنجان ، دانشگاه آزاد اسلامی ، زنجان ، ایران ، dr.yadollah.rajaei@gmail.com.

توصیفی و استنباطی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. نتایج آزمون t تک نمونه‌ای نشان داد؛ انتخاب سبد دارایی سهام مبتنی بر روش اقتصاد رفتاری (عوامل روان‌شناختی) زیان‌گریزی افراد، رفتار توده‌وار افراد، محافظه‌کاری (تعصب)، دسترس‌پذیری اطلاعات و اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد) بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است. رتبه‌بندی فریدمن نشان داد در رتبه اول زیان‌گریزی، رتبه دوم رفتار توده‌وار افراد، رتبه سوم محافظه‌کاری (تعصب) قرار دارد.

واژه‌های کلیدی: عوامل روان‌شناختی، تصمیم‌گیری، سرمایه‌گذاران، بازار سهام، بورس اوراق بهادار، تهران.

طبقه بندی JEL: G41, G4, D9, D91

۱- مقدمه

اگرچه مباحث رفتاری در دنیای سرمایه‌گذاری و موضوعات مالی قدمت دارد، اما از حدود ۳۰ سال گذشته تاکنون شاهد رشد و تبدیل این مباحث به یک رشته مستقل بوده‌ایم. ترکیدن حباب قیمتی سهام در اواخر دهه ۱۹۹۰ در آمریکا بر اهمیت درک رفتار غیر عقلایی سرمایه‌گذاران افزود و موجب رواج واژه‌هایی نظیر انسان "نرمال" در برابر انسان "عقلایی" گردید. انسان "نرمال" در دانش مالی رفتاری، بیانگر توصیف رفتار واقعی انسان در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی است. انسانی که دارای تمایلات و سوگیری‌های رفتاری است و افراد با درجات متفاوتی در معرض این سوگیری‌ها قرار دارند، به نحوی که برخی از آن‌ها را به‌سادگی می‌توان در رفتارهای روزمره انسان مشاهده کرد (پمپین^۱، ۲۰۰۶).

برای سال‌ها، به‌طور پیوسته سرمایه معمولی استاندارد فرض می‌شود که سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری خود در بازار سهام معمولی حساس هستند و به همین دلیل آن‌ها در مورد بازده ریسک بازده و بهره‌برداری از ارزش آن بی‌تفاوت هستند. آن‌ها باید تمام اطلاعات لازم را مطابق با فرضیه بازار کارآمد در دسترس داشته باشند و در تحلیل اوراق بهادار و انتخاب سهام برنده بی‌طرف باشند. با این حال روانشناسان دریافته‌اند که انسان‌ها به‌صورت منطقی مانند اقتصاددانان فکر نمی‌کنند. وقوع ناهنجاری‌های در بازار سهام و تحقیقات تجربی انجام شده توسط باباجید و ادتیلوی^۲ (۲۰۱۲) و بشیرو همکاران^۳ (۲۰۱۳) نشان داند که سرمایه‌گذاران همیشه به اندازه اقتصاددانان منطقی نیستند. این ناهنجاری‌ها را می‌توان با یک ناحیه نوظهور از دارایی به نام فاینانس رفتاری توضیح داد. سرمایه رفتاری این مسئله را در نظر می‌گیرد که چگونه ویژگی‌های روان‌شناختی مختلف بر نحوه عمل افراد یا گروه‌ها به‌عنوان سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و مدیران پورتفولیو تأثیر می‌گذارد. این تحقیق تلاش می‌کند تا درک کند که چگونه احساسات و خطاهای شناختی رفتار سرمایه‌گذاران فردی را تحت تأثیر قرار می‌دهند (کنگتهران^۴، ۲۰۱۴). همچنین به دنبال توضیح این مسئله است که چرا و چگونه سرمایه‌گذاران می‌توانند فراتر از مرز عقلانیت به روش‌هایی عمل کنند که با آنچه تصور می‌شود مخالفت می‌کنند.

طرفداران امور مالی رفتاری قادر به توضیح تعدادی از عوامل روان‌شناختی که بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام تأثیر می‌گذارد. گرایش به اعتماد به نفس کاذب که مربوط به تعصب نسبت دادن به خود است گرایش یک فرد است تا موفقیت خود را به استعداد و توانایی خود نسبت دهد در حالی که "اقبال بد" را به خاطر شکست خود سرزنش می‌کند و خودش را به استعداد خودش تبدیل می‌کند. قدری و شبیر^۵ (۲۰۱۳)، لیم^۶ (۲۰۱۲) و بشیرو همکاران^۷ (۲۰۱۳) اعتماد به نفس کاذب مثبت تأثیر مثبت بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارند.

عاطف^۸ (۲۰۱۴) و کنگتهران (۲۰۱۴) نشان دادند که اعتماد کاذب بر روی تصمیم‌گیری تأثیر منفی دارند. تعصب محافظه‌کارانه به این معنی است که سرمایه‌گذاران به واکنش نشان می‌دهند و اعتقادات خود را در پاسخ به شواهد و توسعه اخیر به‌روز می‌کنند. به گفته مارسیا و همکاران^۹ (۲۰۱۴)، این بدان معنی است که در ابتدا می‌توانند به اطلاعات جدید یا شایعات منتشر شده در یک شرکت دست کم بگیرند. در نتیجه، قیمت‌ها به‌طور کامل اطلاعات جدید را به تدریج منعکس خواهند کرد. لیم (۲۰۱۲) و کنگتهران (۲۰۱۴) دریافتند که محافظه‌کاری اثر مثبت مثبتی بر تصمیم‌گیری دارد.

رفتار توده‌وار به "پیروی از رهبر" اشاره دارد. یک فرد از جمعیت پیروی می‌کند. زیرا تصمیماتی که اکثریت اتخاذ می‌کنند همیشه درست هستند. طبق گفته لی‌یونگ و تیوها^{۱۰} (۲۰۱۱)، با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، افراد توده‌واری تصمیم سرمایه‌گذاری خود را بر مبنای خرید و فروش دسته‌جمعی انجام می‌دهند که باعث ایجاد حباب حدسی و در نتیجه باعث ناکارآمد بودن بازار سهام می‌شوند. با این حال؛ تمام گروه تقریباً همیشه اشتباه می‌کند و باعث ایجاد بی‌نظمی در بازار می‌شوند. بنا به گفته هیرتو بلوک (۲۰۱۲)، رفتار سرمایه‌گذار گروهی نسبت به سرمایه‌گذاران فردی رایج است. وومند^{۱۱} (۲۰۱۳) نشان داد رفتار گروهی تأثیر مثبت بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری دارد. کنگتهران (۲۰۱۴) نشان داد که، رفتار گروهی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر مثبت دارد. در حالی که لیم (۲۰۱۲) دریافت که رفتار گروهی تأثیر قابل توجهی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ندارد.

اختلال در دسترس بودن زمانی اتفاق می‌افتد که فرد بر اطلاعات گذشته که به‌آسانی به دست آمده است عمل می‌کند. آن‌ها تمایل شدیدی به متمرکز کردن توجه خود به یک واقعیت خاص به جای وضعیت کلی دارند، تنها به این دلیل که این واقعیت خاص در ذهن آن‌ها به راحتی خوانده می‌شود و یا به راحتی به یاد می‌آورد (نوفسینگرا و وارماب^{۱۲}، ۲۰۱۳).

از طرف دیگر بسیاری از پژوهش‌های صورت گرفته در زمینه نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران نشان می‌دهد که دانش کافی در مورد اینکه چرا افراد سرمایه‌گذاری می‌کنند و چگونه تصمیم‌گیری می‌کنند وجود ندارد (مختاریان و آقای، ۱۳۹۳). بنابراین سیاست‌گذاران مالی و اقتصادی و تصمیم‌گیرندگان بازار سرمایه برای جذب سرمایه‌های این قشر از افراد جامعه و کمک به آنان برای اتخاذ تصمیمات درست در بازار سرمایه، به‌گونه‌ای که به اهداف سرمایه‌گذاری خود دست یابند، بایستی شناخت کافی از رفتار آن‌ها داشته باشند. در این میان تجزیه و تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی و جذب پس‌اندازهای آن‌ها به دلیل اثرگذاری بر متغیرهای اقتصادی همچون نرخ سرمایه‌گذاری و نرخ تورم از اهمیت زیادی برخوردار است. تحلیل رفتار سرمایه‌گذار یک حوزه علمی جدید

در فضای رفتار مالی است که ابزار خوبی برای کسب این دانش به حساب می‌آید. در الگوی اقتصاد مالی سنتی فرض می‌شود که تصمیم‌گیرندگان کاملاً عقلایی عمل کرده و همیشه به دنبال بیشینه کردن مطلوبیت مورد انتظار هستند. به عبارت دیگر، دویایه اصلی در پارادایم سنتی مالی، عقلانیت کامل عوامل و تصمیم‌گیری‌های مبتنی بر بیشینه‌سازی مطلوبیت مورد انتظار است. در حالیکه در مالی رفتاری عنوان می‌شود که برخی پدیده‌های مالی را می‌توان با به‌کارگیری مدل‌هایی که در آن‌ها برخی عوامل موجود در اقتصاد کاملاً عقلایی نیستند، درک کرد.

مطالعات اخیر در بورس‌های مختلف دنیا، به این نتیجه رسیدند که بازده سهام علاوه بر عوامل خاص شرکت، تحت تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران نیز، قرار می‌گیرد. اخبار اوج و حسیض‌های هیجانی قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران به‌طور ضمنی شواهدی را فراهم می‌کند. در واقع صف‌های خرید و فروش در بورس تهران سبب می‌شوند معامله‌گران فارغ از ارزنده بودن یا نبودن قیمت یک سهم به تعبیت از رفتار سایر فعالان بازار اقدام به قرار گرفتن در این صف‌ها کنند که این موضوع خود عاملی برای تحریک و تشدید هیجان در زمان رونق و رکود بازار است. این گونه رفتارهای غیر عقلایی، باعث ناکارایی بازار و همچنین قیمت‌گذاری نادرست اوراق بهادار خواهد شد و در صورت تشدید و تداوم آن، موجبات بی‌اطمینانی و فرار سرمایه‌گذاران را از بازار فراهم خواهد نمود (کیا مهر و همکاران، ۱۳۹۹).

بسیاری از پژوهش‌گران اعتقاد دارند که همه سرمایه‌گذاران از اطلاعات دریافت شده برداشت یکسان نداشته و نسبت به روندها واکنش یکسانی نشان نمی‌دهند. در نتیجه تصمیمات آن‌ها همیشه مطابق با تئوری‌های اقتصادی نمی‌باشد. مطالعات رفتاری به بررسی این مسئله به شیوه‌ای واقعی‌تر می‌پردازد. شرایط مبهم آتی و اشتباهات شناختی که در روانشناسی انسان ریشه دارد، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران در شکل‌گیری انتظارات، تصمیم‌گیری و قضاوت اشتباهات سیستماتیک داشته و با سوگیری‌های شناختی مواجه شوند. سوگیری‌های شناختی عبارتند از نوعی آسیب‌پذیری شناختی در پردازش اطلاعات. واژه سوگیری به معنی جانبداری و به‌عنوان منحنی نقص در ادراک، قضاوت و یا سایر فعالیت‌های شناختی ناشی از ندیدن و غفلت از بعضی جوانب به سود بعضی جوانب دیگر تعریف شده است (بکر و چوی یی، ۲۰۱۶).

برای کسانی که نقش روانشناسی در دانش مالی را به‌عنوان یک عامل اثرگذار بر بازارهای اوراق بهادار و تصمیمات سرمایه‌گذاران بدیهی می‌دانند، قبول وجود تردید در مورد اعتبار مالی رفتاری دشوار است، درعین حال هنوز بسیاری از دانشگاهیان و حرفه‌ای‌های طرفدار مکتب مالی کلاسیک، بررسی جنبه‌های رفتاری انسان و تأثیر آن در تصمیمات مالی را به‌عنوان یک شاخه مستقل مطالعاتی باور ندارند بکر و چوی یی (۲۰۱۶) پژوهش خود بیان نموده‌اند که آگاهی از تمایلات

روان‌شناختی در عرصه سرمایه‌گذاری، کاملاً ضروری و نیازمند توسعه جدی دامنه مطالعاتی است. همان‌طور که تفاوت روانی افراد رفتار غیرمنطقی‌شان را توجیه می‌کند، حوزه جالب‌توجه دیگر، تعیین عوامل مؤثر بر میزان سرمایه‌گذاری افراد است. تئوری پردازان معتقدند که کل بازار بر پایه خصیصه‌های روانشناسی افراد شکل می‌گیرد و حرکت می‌کند. سوابق گذشته حاکی از این است اطلاعات شخصی، تحصیلات و محیط و عوامل متعدد دیگری بر رفتار سرمایه‌گذار مؤثرند. پس این رفتارهاست که حداقل بخشی از رفتار بازار را کنترل می‌کند و بی‌منطق عمل کردن سرمایه‌گذاران را بهتر توصیف می‌کند. البته شایان ذکر است که عوامل کلان مانند سیاست‌های دولت اعم از مالی و غیرمالی یا فرهنگ سرمایه‌گذاری هر کشور نیز در میزان سرمایه‌های بازار مؤثرند. بورس اوراق بهادار، یک بازار اقتصادی است که در آن، خریدوفروش اوراق بهادار تحت ضوابط و قوانین خاص صورت می‌گیرد. با عنایت به عرضه سهام بزرگ‌ترین و مهم‌ترین واحدهای اقتصادی کشور در تالارهای بورس، هرگونه تغییر در شرایط اقتصادی، سیاسی و ... می‌تواند به سرعت بر بورس اوراق بهادار تأثیر گذاشته، آن را دچار نوسان کند. رفتار سرمایه‌گذاران در بورس، نحوه تصمیم‌گیری، تخصیص منابع پولی، قیمت‌گذاری و ارزیابی بازده شرکت‌ها را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد. شرایط مبهم و اشتباهات شناختی که در روانشناسی انسان ریشه دارد، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران اشتباهاتی در شکل‌دهی انتظارات خود داشته باشند و در نتیجه رفتارهای ویژه در هنگام سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی از خود بروز دهند. لذا این پژوهش درصدد پاسخ‌گویی به این سؤالات است آیا عوامل روان‌شناختی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تأثیرگذار است؟ و آیا عوامل روان‌شناختی مثل اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد، محافظه‌کاری (تعصب)، رفتار توده‌وار، اختلال در دسترس بودن بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است؟ برای نیل به پاسخ‌گویی به سؤال در ادامه مقاله به صورت زیر سازمان‌دهی شده است: در بخش دوم مرور ادبیات، در بخش سوم روش‌شناسی و در بخش چهارم برآورد مدل و تحلیل یافته‌ها و بخش پنجم نتیجه‌گیری می‌باشد.

۲- ادبیات تحقیق

• تأثیر عوامل روان‌شناختی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار

در طول سال‌های اخیر، مطالعات و تحقیقات مالی وارد دوران فکری جدیدی شده است که در برخی از آن‌ها، مفروضات اقتصاد مالی مدرن موردانتقاد قرار گرفته است. یکی از این مفروضات منطقی بودن سرمایه‌گذاران است که به‌طورجدی به چالش کشیده شده و مطالعات متعددی به بررسی این موضوع اختصاص یافته‌اند. امروزه این موضوع قوت بیشتری گرفته است که قیمت‌ها

بیشتر توسط نگرش‌ها و فاکتورهای روانی تعیین می‌شوند تا متغیرهای بنیادی و بنابراین مطالعه روانشناسی بازار اهمیت بیشتری پیدا کرده است (نیکو مرام و همکاران، ۱۳۹۱). هدف عمده سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در بازار سهام، کسب بازده معقول است و بازده از دو بخش تغییرات قیمت سهام و سود سهام تقسیمی به دست می‌آید، سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی می‌توانند با استفاده از مدل‌های سرمایه‌گذاری، قیمت سهام و بازده را پیش‌بینی کنند. تئوری مالی سنتی بیان می‌کند که قیمت سهام، ارزش بنیادی سهام را نشان می‌دهد و منعکس‌کننده ارزش جریان‌های نقدی آنی است. از دیدگاه فرضیه بازار کارا، قیمت اوراق بهادار منعکس‌کننده تمام اطلاعات موجود در بازار است و انتظار می‌رود که تأثیر هرگونه اطلاعات جدید در بازار، سریعاً در قیمت سهام شرکت‌ها منعکس شود. بر پایه این تئوری، سرمایه‌گذاران دارای رفتار عقلایی بوده، به دنبال حداکثر ساختن مطلوبیست مورد انتظار خود هستند، بر این اساس، تغییرات قیمت سهام به تغییرات سیستماتیک در ارزش‌های بنیادی شرکت مربوط است و رفتار غیر عقلایی سرمایه‌گذار تأثیری بر بازده ندارد، اما بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهامی که از ارزیابی ذهنی بالاتری برخوردارند، رابطه مثبت وجود دارد (حیدر پور و همکاران، ۱۳۹۲)، در نتیجه باید بر اساس متغیرهای احساسی، شرایط رفتاری فعالان بازار سهام را بررسی کرد. به عبارت دیگر، به‌جز عوامل بنیادی، باید تأثیر عوامل رفتاری و احساسی سرمایه‌گذاران را نیز بر قیمت سهام در نظر گرفت. از آنجایی که علاوه بر تأثیر متغیرهای حسابداری نظیر بازده دارایی‌های بازده فروش، ارزش دفتری دارایی‌ها به ارزش بازار آن‌ها، سود هر سهم، اندازه شرکت بر قیمت و بازده سهام متغیرهای رفتاری خرد و کلان نیز بر قیمت سهام تأثیرگذار می‌باشد (ستایش و شمس‌الدینی، ۱۳۹۵).

پیشینه‌ی مالی‌ی رفتاری به‌طور تقریبی به اوایل دهه‌ی ۷۰ باز می‌گردد. این شاخه‌ی ترکیبی علوم مالی که در واقع علوم روانشناسی و گاهی جامعه‌شناسی را برای تحلیل بهتر مسائل بازارهای مالی مورد استفاده قرار می‌دهد، اغلب به بررسی فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و واکنش آنان در قبال شرایط مختلف بازارهای مالی می‌پردازد و تأکید آن بیشتر به تأثیر شخصیت، فرهنگ و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است. علوم رفتاری از جمله دانش‌های کاربردی است که در قالب رشته تخصصی بنام روانشناسی به حوزه علم ورود پیدا کرده است. زیربنای اساسی این دانش، انسان و پیچیدگی‌های ذاتی، رفتاری و شخصیتی است که مستلزم درک و شناخت آن در چارچوبی علمی تحت عنوان روانشناسی موردپژوهش و بررسی قرار گرفته است. بررسی تاریخی دانش روانشناسی این واقعیت را آشکار نموده است که در تعامل با سایر علوم، ضمن پاسخ کاربردی به مسائل فراروی انسان، موجب ارتقاء دانش روان‌شناسی از یک‌طرف و زمینه تعامل با سایر علوم انسانی را نیز از طرف دیگر فراهم نموده است. نظریه مالی رفتاری که مبتنی بر

روانشناسی است به دنبال درک این مسئله است که چگونه احساسات و خطاهای شناختی بر رفتارهای سرمایه‌گذاران فردی تأثیر می‌گذارد (کنگتهران، ۲۰۱۴). بسیاری از تحقیقات انجام شده در زمینه امور مالی رفتاری ناشی از کار در زمینه روانشناسی شناختی می‌باشد چگونه مردم از جمله سرمایه‌گذاران فکر و تصمیم‌گیری می‌کنند. به گفته گیتمن و جوئنگ^{۱۳} (۲۰۰۸)، محققان در امور مالی رفتاری بر این باورند که تصمیمات سرمایه‌گذاران تحت تأثیر تعدادی از باورها و ترجیحات قرار می‌گیرند. اعتقادات و تعصبات ناشی از آن باعث می‌شود سرمایه‌گذاران به نوع خاصی از اطلاعات مالی بیش از حد واکنش نشان دهند و به دیگران کمک کنند تا تصمیمات غیرمنطقی بگیرند و بر ریسک آن‌ها تأثیر بگذارند.

• بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران

بیش اطمینانی با اعتماد بیش از حد به خود را می‌توان اعتقادی بی‌اساس درباره توانایی‌های شناختی، قضاوت‌ها و استدلال شهودی فرد تعریف کرد. مفهوم بیش اطمینانی در مجموعه وسیعی از بررسی‌ها و آزمایش‌های روان‌شناسانه از نوع شناختی بررسی شده است که نشان می‌دهد افراد هم درباره توانایی‌هایشان در پیش‌بینی و هم درباره دقت اطلاعاتشان، برآوردی بیش از اندازه دارند. همچنین در تخمین احتمالات ضعیف عمل می‌کنند و اغلب رویدادهایی با احتمال وقوع بسیار کمتر از صد در صد را احتمالی می‌دانند (پمپین^{۱۴}، ۲۰۰۶). مدیران بیش اطمینان در نتیجه این باور که آن‌ها اطلاعات ویژه‌ای در اختیار دارند و دیگران از آن بی‌بهره‌اند، دقت اطلاعات و به تبع آن، سودها و جریان‌های نقدی آتی واحد تجاری خود را بیش از حد تخمین می‌زنند و چشم‌انداز مثبتی از ریسک و بازده آتی شرکت دارند. مدیران بیش اطمینان احتمال و تأثیر رویدادهای مطلوب را بر جریان‌های نقدی شرکت بیشتر از واقعیت تخمین می‌زنند و آن را برای رویدادهای منفی کمتر از واقعیت ارزیابی می‌کنند (مالمن‌دیر و تیت^{۱۵}، ۲۰۱۱). برخورداری از ویژگی بیش اطمینانی در مدیران بر نحوه شناسایی سود و زیان و مبلغ دفتری دارایی‌ها و بدهی‌ها تأثیر می‌گذارد. مدیران بیش اطمینان، بازده آتی پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت را بیشتر برآورد می‌کنند؛ بنابراین ممکن است شناسایی زیان را به تأخیر بیندازند و برآوردهای خوش‌بینانه‌ای در تعیین ارزش دارایی‌های جاری یا بلندمدت داشته باشند (رامشه و ملانظری، ۱۳۹۳).

دنیل و همکاران^{۱۶} (۱۹۹۸) بیان کردند که تأثیر اطمینان بیش از حد بر اطلاعات شخصی و خصوصی قوی‌تر است و بر اطلاعاتی که به‌طور گسترده نگهداری و پذیرفته می‌شوند، ضعیف‌تر است. باورهای مدیریت درباره برخی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ممکن است بر اساس اطلاعات شخصی باشد، درحالی‌که برای دیگران، باورهای مدیر ممکن است به اطلاعات عمومی‌ای که به‌طور گسترده‌ای در دسترس است، وابسته باشد. اطمینان بیش از حد مدیریت در مورد اول نسبت به

دومی تأثیر بیشتری دارد. برای ترکیب این ویژگی اطمینان بیش از حد، باید بین پروژه‌های ابتکاری پروژه‌هایی که بر اساس اطلاعات شخصی مدیریت ارزیابی می‌شوند و پروژه‌های رشدی که منعکس‌کننده فرصت‌های رشد شرکت است و به‌طور عمومی مشاهده می‌شوند و مدیریت درباره آن‌ها هیچ اطلاعات خصوصی ندارد، تفاوت قائل شد (دشماخ و همکاران^{۱۷}، ۲۰۱۳). مدیران بیش اطمینان در نتیجه این باور که آن‌ها اطلاعات ویژه‌ای در اختیاردارند که دیگران ندارند، دقت اطلاعات خود و به‌تبع آن سودها و جریان‌های نقدی آتی واحد تجاری خود را بیش از حد تخمین می‌زنند و چشم‌انداز مثبتی از ریسک و بازده آینده شرکت دارند (بومن^{۱۸}، ۲۰۱۴). مدیران دارای اعتمادبه‌نفس بیش از حد ممکن است به دلیل خوش‌بینی مفرط، اقدام به سرمایه‌گذاری در طرح‌هایی نمایند که در واقعیت فاقد بازدهی مورد انتظار باشند. از این‌رو عدم کسب جریان‌های نقدی مورد انتظار ممکن است شرکت را در پرداخت بدهی‌ها و ایفای تعهدات با مشکل مواجه کند و شرکت دچار آشفتگی مالی گردد (دستگیر و همکاران، ۱۳۹۳). روش‌های گوناگونی برای اندازه‌گیری اطمینان بیش از حد مدیریت وجود دارد. پژوهش‌های گذشته معیارهایی نظیر: مدت‌زمان نگهداری حق اختیارهای شرکت به‌وسیله مدیریت، پوشش رسانه‌ای، تفاوت بین سود پیش‌بینی‌شده و سود واقعی، فراوانی ادغام و ترکیب‌های صورت گرفته به‌وسیله مدیریت شرکت، حقوق نسبی مدیریت شرکت، عملکرد فعلی شرکت، امتیاز خاص شرکت، خرید سهام شرکت و فاصله بین دو حد پیش‌بینی‌شده برای سود را مورد استفاده قرار داده‌اند.

• تأثیر محافظه‌کاری (تعصب) بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار

سهام یکی از اجزای سبد دارایی مالی سرمایه‌گذاران می‌باشد. از این‌رو، شناخت عوامل تأثیرگذار بر ارزش این دارایی، مورد توجه سرمایه‌گذاران است. تغییرات قیمت سهام در بورس، تنها ناشی از عوامل درونی شرکت‌ها مانند سود تقسیمی، سود خالص و جریان‌های نقدی شرکت منتشرکننده سهام و غیره نیست بلکه عوامل غیر درونی مانند متغیرهای کلان اقتصادی نیز تأثیر متقابل توجهی بر تغییرات قیمت سهام دارند. با مطرح شدن به‌کارگیری بخش خصوصی در فعالیت‌های اقتصادی و مشارکت هرچه بیشتر این بخش، بحث تجدید حیات بورس مطرح گردید (دهقان و کامیابی، ۱۳۹۸).

در چارچوب مفهومی مشترک، هیئت استانداردهای حسابداری مالی و استانداردهای بین‌المللی حسابداری مالی محافظه‌کاری، ویژگی کیفی مطلوب اطلاعات حسابداری در نظر گرفته نشده است (گارسایلا را و همکاران^{۱۹}، ۲۰۱۰). این جریان موجب شد جریان پژوهش‌ها درباره تأثیرات اقتصادی محافظه‌کاری بیشتر شود. مطالعات اخیر نشان می‌دهد مزایای اطلاعاتی محافظه‌کاری باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی کاهش مدیریت سود، کاهش هزینه سرمایه شده است. همچنین، تعهدات

شرکت به گزارشگری محافظه‌کاری، به افشای کامل تسهیل نظارتی بر مدیریت و نظارت دقیق‌تر به‌منظور بهبود بر کارایی سرمایه‌گذاری منجر شده است (کامیابی و نورعلی، ۱۳۹۵). با این حال، منتقدان ادعا کردند افشای کامل، به ناکارایی حاکمیتی شرکت‌ها منجر می‌شود. در این راستا هرمالین و ویزیچ^{۲۰} (۲۰۱۰) نشان دادند بر مبنای افشای کامل، مدیران انگیزه دارند تصمیمات بهینه به‌منظور سرمایه‌گذاری کارآمد داشته باشند (برای مثال خطرپذیری در ناکارایی سرمایه‌گذاری) مطالعه‌های قبلی برای مثال بیدل و همکاران^{۲۱} (۲۰۰۹) نشان دادند کیفیت اطلاعات حسابداری باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود و شرکت‌های محافظه‌کارانه‌تر مستعد کم سرمایه‌گذاری از طریق تأمین مالی از طریق بدهی هستند. این عامل باعث می‌شود تأثیرات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی بیشتری از طریق محافظه‌کاری در حضور تشدید عدم تقارن اطلاعاتی صورت گیرد. در پی این استدلال‌ها، ادبیات مالی نشان می‌دهد محافظه‌کاری باعث بهبود سرمایه‌گذاری و کاهش سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد مدیریت می‌شود؛ بنابراین، محافظه‌کاری نقش بسزایی در کارایی سرمایه‌گذاری دارد و این موضوع در شرکت‌هایی برجسته‌تر می‌شود که با مشکلات تأمین مالی (بدهی یا حقوق صاحبان سهام) روبه‌رو می‌شوند و محدودیت‌های مالی، توانایی مدیران را برای تأمین مالی محدود می‌سازد (زمانیان و همکاران، ۱۳۹۶). شرکت‌هایی که با محدودیت تأمین مالی روبه‌رو هستند، ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تأمین مالی از قبول و انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت صرف‌نظر کنند که این کار به کم سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. در شرکت‌هایی که کم سرمایه‌گذار هستند، شیوه فراهم کردن سرمایه‌بر موفقیت سرمایه اثر زیادی دارد. شرکت‌ها از طریق انتشار سهام یا ایجاد بدهی تأمین مالی خارجی می‌کنند. در این راستا محافظه‌کاری باعث کاهش مشکلات نمایندگی و کاهش محدودیت مالی می‌شود (گارسایالارا و همکاران، ۲۰۱۶).

بر اساس نظریه نمایندگی، زمانی که مدیران اطلاعات خوبی راجع به وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری پرمفعت داشته باشند، امکان دارد که آن را دنبال نکنند و این به دلیل مشکلات مخاطره اخلاقی است که ناشی از تملک وجوه نقد شرکت به دست مدیریت، نزدیک‌بینی و گزینش طرح نامناسب و نیز کمبود وجوه در دسترس ناشی از تأمین مالی خارجی پرهزینه است (گارسایالارا و همکاران، ۲۰۱۰). محافظه‌کاری، موجب کاهش مشکلات گزینش نادرست و بهبود سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت به‌وسیله سهولت دسترسی به وجود خارجی و کاهش هزینه این وجوه می‌شود. نقش نظارتی محافظه‌کاری به هیئت‌مدیره و سایر اجزای حاکمیت شرکتی کمک می‌کند تا از راهبردهای تخریب‌کننده ارزش‌ها مانند امپراتوری مدیران بر حذر باشند. محمودآبادی و مهتری (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی رابطه محافظه‌کاری و کارایی سرمایه‌گذاری در سال مالی ۱۳۹۰

پرداختند. آن‌ها دریافتند محافظه‌کاری، دارای منافع اطلاعاتی است که موجب کاهش سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و کمتر از حد و در نتیجه موجب کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. با توجه به نقش اطلاعاتی محافظه‌کاری، به نظر می‌رسد دلیل این امر آن است که محافظه‌کاری موجب بهبود نظارت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت از طریق کاهش سرمایه‌گذاری درجایی می‌شود که مدیران تمایل به سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد دارند و همچنین، موجب تسهیل دسترسی به تأمین مالی خارجی ارزان‌قیمت از طریق افزایش سرمایه‌گذاری درجایی می‌شود که مدیران مایل هستند سرمایه‌گذاری کمتر از حد داشته باشند. تقویم بازار به همراه عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی، به اجرای طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی (سرمایه‌گذاری اضافی و رد طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت (سرمایه‌گذاری ناکافی) منجر می‌شود. بر اساس نظریه نمایندگی سرمایه‌گذاری اضافی و ناکافی را می‌توان از طریق بیان عدم تقارن اطلاعاتی بین ذی‌نفعان تشریح کرد (مشایخی و محمدپور، ۱۳۹۳). عدم تقارن اطلاعاتی مشکلات پیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری را تشدید می‌کند. زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی بالاست. شرکت‌هایی که محدودیت مالی دارند، برای تأمین مالی از طریق بدهی یا حقوق صاحبان سهام، با مشکلاتی روبه‌رو می‌شوند. عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران سبب می‌شود هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی متفاوت باشد؛ به طوری که تأمین مالی خارجی هزینه بیشتری برای شرکت به همراه خواهد داشت؛ به عبارت دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی تأمین منابع مالی خارجی را مشکل‌تر می‌سازد؛ زیرا افراد خارج از شرکت می‌خواهند مطمئن باشند اوراق بیش‌ازاندازه قیمت‌گذاری نشده باشد. در مجموع می‌توان گفت عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه تأمین مالی تأثیر مهمی خواهد داشت. به عبارت دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران. محرکی مهم برای افزایش هزینه تأمین مالی شرکت‌هایی است که درصد تأمین مالی برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود هستند (مدرس و حصار زاده، ۱۳۹۰).

• تأثیر رفتار توده‌وار افراد بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار

رفتار توده‌ای حاکی از تمایل انسان به رفتار کردن شبیه دیگران است. وقتی توده جامعه کار خاصی انجام می‌دهند یا عکس‌العمل خاصی از خود بروز می‌دهند، از نظر ذهنی برای افراد خیلی سخت است که رفتاری متفاوت از بقیه داشته باشند. به بیان دیگر رفتار توده‌ای به رفتار مجموع‌های از افراد گفته می‌شود که بدون هماهنگی با یکدیگر، رفتاری شبیه به هم از خود نشان می‌دهند. تحقیقات نشان داده است بسیاری از سرمایه‌گذاران که به کار خرید و فروش سهام مبادرت می‌ورزند، از اطلاعات ردوبدل شده و ارتباطات موجود بین سرمایه‌گذاران استفاده می‌کنند. در این زمینه می‌توان به تأثیر گفتگوهای اینترنتی بر قیمت سهام اشاره کرد. تقلید سهام‌داران از یکدیگر، ریسک سرمایه‌-

گذاری در بازار را افزایش می‌دهد و سرانجام منجر به تحمیل زیان به اکثریت سرمایه‌گذاران در بازار می‌گردد (جانسون و همکاران^{۲۲}، ۲۰۱۰). سرمایه‌گذاران تحت تأثیر محیط سرمایه‌گذاری خود هستند و اغلب فشاری را در جهت هم‌رنگی با محیط در خود احساس می‌کنند. به‌عنوان مثال مد، شکل ملایمی از رفتار توده‌وار است. رفتار توده‌وار شناخته‌شده‌ترین پدیده عینی در بازارهای مالی است که گرایش افراطی به عملکرد برندگان را نشان می‌دهد. به نظر می‌رسد که تمیز دادن وجه داوطلبانه و یا تحت اجبار در رفتارهای توده‌وار کاری غیرعملی است. بسیاری از بازیگران صحنه بازارهای مالی فکر می‌کنند که قیمت سهام به‌درستی ارزش‌گذاری نگردیده است. باین‌حال از هرگونه اقدامی در جهت عکس روند جاری خودداری می‌ورزند. این افراد احساس می‌کنند ارزش ندارد که با مجموعه توده موردنظر دربیفتند (فرولته^{۲۳}، ۲۰۰۱).

این نوع از رفتار توده‌وار به‌عنوان یکی از آفت‌های بزرگ بازارهای مالی به شمار می‌رود و به‌عنوان رفتار توده‌وار غیرعقلایی تلقی می‌گردد. در طرف مقابل رفتار توده‌وار عقلایی مبین مشابه بودن تصمیم‌گیری‌های فعالان بازار می‌باشد ولی این مشابهت به دلیل واکنش به اطلاعات مشابه بوده و نشانه کارایی بازار می‌باشد (اسلامی بیدگلی و شهرپاری، ۱۳۸۶). صرف‌نظر از عقلایی بودن یا غیرعقلایی بودن رفتار توده‌وار بسیاری از پژوهشگران معتقدند رفتار توده‌وار محصول فرعی عدم تقارن اطلاعات در بازار می‌باشد. گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاران اطلاعات مختلفی را با کیفیت‌های متفاوت به دست می‌آورند و تفاوت میان خصوصیات هر گروه و میزان دسترسی آن‌ها به اطلاعات سبب می‌شود هر گروه رفتار سرمایه‌گذاری مخصوص به خود داشته باشد و یا به عبارت دیگر در درون هر گروه رفتار توده‌وار به وجود آید (ونیزا^{۲۴}، ۲۰۰۸). در این رابطه بیخ‌چاندانی و شارما^{۲۵} (۲۰۰۰) بیان می‌کنند که اگر سرمایه‌گذاران در یک گروه به بیان می‌کنند که اگر سرمایه‌گذاران در یک گروه به‌طور کافی همانند و هم‌فکر باشند بسیار محتمل است که رفتار توده‌وار از خود بروز دهند. به‌بیان‌دیگر هر عضو این گروه با مشکلات تصمیم‌گیری مشابهی روبه‌روست و هر عضو می‌تواند معاملات سایر اعضا را مشاهده کند. اما چنین گروهی نسبت به اندازه بازار کوچک است زیرا در یک گروه بزرگ مثلاً شامل ۸۰٪ بازار، خریداران و فروشندگان به‌اندازه کافی متنوع هستند و در نتیجه تصمیمات مختلفی اتخاذ می‌کنند پس اجماع کلی غیرممکن می‌شود.

۳- پیشینه تحقیق

زارعی و دارایی (۱۳۹۷) در مقاله‌ای به بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران پرداختند. پژوهش حاضر از نظر هدف، تحقیق کاربردی است و رویکردی قیاسی - استقرائی دارد در این پژوهش به‌منظور نمونه‌گیری از روش نمونه‌گیری هدفمند

(حذف سیستماتیک) استفاده شده است، ۷۲ شرکت فعال در شرکت‌های سهامی عام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه مورد مطالعه این تحقیق انتخاب شدند. نتایج به دست آمده بیانگر این است، که بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و افشای اختیاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ اما با دسته‌بندی گرایش‌های احساسی به گرایش‌های احساسی بالا و پایین، رابطه معناداری بین آن‌ها و افشای اختیاری یافت نشده است. همچنین از میان متغیرهای کنترلی، بین رشد اقتصادی، اندازه شرکت، بازده دارایی‌ها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با افشای اختیاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ همچنین بین زیانده بودن شرکت‌ها و افشای اختیاری رابطه منفی و معناداری یافت شده است.

سلامی و همکاران (۱۳۹۶) در مقاله‌ای به بررسی اطمینان بیش‌ازحد مدیریتی، دخالت دولت و تصمیم تأمین مالی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. هدف از این پژوهش تعیین تأثیر اطمینان بیش‌ازحد مدیریتی و دخالت دولت بر تصمیم تأمین مالی شرکت‌ها می‌باشد. این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت توصیفی-همبستگی است. به منظور آزمون فرضیات، از مدل رگرسیونی و الگوی پنل دیتا برای دوره زمانی ۱۳۹۵-۱۳۹۰ استفاده شد و نمونه‌ای ۱۳۶ شرکتی را از سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که با روش حذف سیستماتیک انتخاب شدند، نتایج نشان می‌دهند که اطمینان بیش‌ازحد مدیریتی بر تصمیم تأمین مالی شرکت تأثیر دارد. با استفاده از متغیرهای عکس نمایه مدیرعامل، تجربه مدیرعامل، ارتباط مدیرعامل، عملکرد مدیرعامل قبلی و مالکیت دولتی بر تصمیم تأمین مالی شرکت تأثیر دارد. همچنین نتایج نشان داد ساختار مالکیتی دولت، تعدیل گر رابطه بین اطمینان بیش‌ازحد مدیریتی و تصمیم تأمین مالی شرکت‌ها است.

نیک‌بخت و همکاران (۱۳۹۵) در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام در بازار اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش به تحلیل مکانیزم تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری بر روی قیمت سهام، بر مبنای مدل ارزیابی درآمد باقیمانده، پرداخته شده است. در پژوهش حاضر با استفاده از داده‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی یک دوره ۶ ساله (۱۳۹۳-۱۳۸۸) نمونه آماری پژوهش به روش حذف سیستماتیک از ۱۰۳ شرکت، شاخص رفتار احساسی سرمایه‌گذاران به دست آورده شد و تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر چشم‌انداز رشد عایدات مورد انتظار و نرخ بازده مورد توقع مورد بررسی قرار گرفته شده است. علاوه بر این، تأثیر مشترک رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری بر روی قیمت سهام، از طریق روش همبستگی بررسی شده است. نتایج تجربی پژوهش حاضر نشان می‌دهد که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، رشد عایدات

مورد انتظار را تغییر می‌دهد و سپس بر روی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر می‌گذارد. هرچند رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر نرخ بازده مورد توقع تأثیر معنی‌داری ندارد. همچنین، تقابل اطلاعات حسابداری و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، قیمت سهام را در نوسانات بالای عایدات توضیح می‌دهد. لازم به ذکر است، اطلاعات حسابداری هنگامی که عایدات باثبات‌تر باشد اثرگذاری بیشتری بر قیمت‌های سهام دارد؛ درحالی‌که رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران هنگامی که عدم اطمینان اطلاعاتی بیشتری وجود دارد بر روی قیمت سهام تأثیر بیشتری می‌گذارد.

بکر و چوی بی^{۲۶} (۲۰۱۶) در مقاله‌ای به بررسی تأثیر عوامل روان‌شناختی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام مالزی پرداختند. این تحقیق تلاش می‌کند تا شکاف تفاوت‌ها را از نظر موقعیت جغرافیایی و مشخصات جمعیت شناختی بین مالزی و دیگر کشورها با بررسی تأثیر عوامل روان‌شناختی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام مالزی، برطرف کند. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که اعتماد به نفس، محافظه‌کاری و اختلال در دسترس بودن تأثیر قابل‌توجهی بر تصمیم سرمایه‌گذاران دارد در حالیکه رفتار خویشاوندی تأثیر معنی‌داری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ندارد. همچنین مشخص شده است که عوامل روان‌شناختی وابسته به جنسیت فرد است.

چینگ و لین (۲۰۱۵) در مقاله به بررسی اثرات فرهنگ ملی و مشکلات رفتاری در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران: رفتار در بازارهای سهام بین‌المللی پرداختند. با استفاده داده‌های از سال ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۳ از روش حذف سیستماتیک از بین شرکت‌ها بین‌المللی ۱۲۰۰ شرکت انتخاب شده است. با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره به صورت سری مقطعی - زمانی با استفاده از نرم‌افزارهای Eviews10 داده‌های جمع‌آوری شده تجزیه و تحلیل شد. باهدف اثرات فرهنگ ملی و مشکلات رفتاری بر سرمایه‌گذاران، فرایند تصمیم‌گیری در بازارهای سهام بین‌المللی بود، که دارای چهار ویژگی منحصر به فرد است. نتایج این چهار ویژگی نشان داد که برای اولین بار در ۰/۵۰ سهام شرکت‌ها تنها در ۵۶۰ مورد رفتار توده‌وار قابل توجه نشان داده شده که در میان بازارهای سهام کنفوسیوسی با پیچیدگی پایین و کسانی که رفتار توده‌وار قابل توجهی داشتند بیشتر شایع بوده است. دوم عوامل فرهنگی ملی رفتار توده‌وار مانند فاصله قدرت به فردگرایی، مردانگی، و جنبه‌های دیگر را تحت تأثیر قرار دادند. در نهایت، دریافتند که مشکلات رفتاری، از جمله خوش بینی بیش از حد، اعتماد به نفس کاذب، و وضع اثر، به طور قابل توجهی تسلط گرایش

توده‌وار بر سرمایه‌گذاران بوده است. بر اساس نتایج تجربی تمایل به رفتار توده‌وار در میان سرمایه‌گذاران متفاوت بوده است.

کاستیا و رانتاپوسکا^{۲۷} (۲۰۱۵) پژوهشی در زمینه تأثیرات روحی تغییرات آب‌وهوا، تغییرات فصلی و تغییرات روزبه‌روز در جریان مبادلات سرمایه‌گذاران فنلاند انجام دادند. با استفاده معادله رگرسیون از طریق نرم‌افزار SPSS داده‌های جمع‌آوری‌شده مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. آن‌ها نتیجه گرفتند که آفتاب و گرما، تأثیری بر جریان مبادلات ندارد و بارش باران از لحاظ آماری تأثیر قوی می‌گذارد. شواهد کمی از اختلال توسط بار عاطفی فصل‌ها در تمایل به خرید در مقابل فروش وجود دارد، اما شواهد نشان داد که بر حجم معاملات اثر مثبت می‌گذارد. بر اساس یافته‌های دیگر، سرمایه‌گذاران در طول دوره تعطیلات معاملات کمتری انجام می‌دهند و قبل از آن تمایل به فروش دارند. تغییرات روزبه‌روز نیز مانند تغییرات آب‌وهوا و در احساسات شبیه اثر روز دوشنبه (روز اول کاری در هفته) است. به‌طور کلی از نظر اقتصادی، آثار روحی، تغییرات روزبه‌روز و آثار تقویم، نفوذ عمده‌ای در تصمیم‌گیری‌های تجاری سرمایه‌گذاران در سطح جامعه ندارند. با این حال ممکن است که در برخی از سرمایه‌گذاران فردی، حالات روحی این تغییرات، در برخی از تصمیم‌گیری‌های تجاری تأثیر مهمی داشته باشد.

بالچیل رو همکاران^{۲۸} (۲۰۱۴) در مقاله‌ای به بررسی رفتار توده‌واری تحت نوسانات (رژیم‌های) در بازارهای سهام حاشیه خلیج فارس پرداختند. در مقاله خود به بررسی رفتار توده‌واری با استفاده از مدل مارکوف در بازارهای سهام حاشیه خلیج فارس طی دوره زمانی ۲۰۱۲-۲۰۰۰ پرداختند. با استفاده داده‌های از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۲ از روش حذف سیستماتیک از بین شرکت‌های حاشیه خلیج فارس ۱۸۰ شرکت انتخاب شده است. آن‌ها معتقدند در این رویکرد، توده‌واری تحت نوسانات (رژیم‌های مختلف بازار وجود دارد. آن‌ها به این نتیجه دست یافتند که بازارهای سهام حوزه خلیج فارس (کویت، عربستان سعودی، دبی، ابوظبی، قطر) دارای سه وضعیت (با نوسان پذیری کم، بالا و شدید) می‌باشند. همچنین به این نتیجه دست یافتند که رفتار توده‌واری تحت نوسان (رژیم) شدید برای تمامی بازارها به جز قطر وجود دارد.

۴- روش تحقیق

با توجه به قابلیت به کارگیری نتایج حاصل از انتخاب سبد دارایی سهام مبتنی بر روش اقتصاد رفتاری، از نظر روش پژوهش گردآوری اطلاعات به صورت پیمایشی می‌باشد و برای جمع‌آوری اطلاعات از فن دلفی استفاده شده است دلفی روشی است که بر پایه نظرات متخصصان قرار دارد و در آن یک گروه از متخصصان، پس از ابراز نظرات خود درباره یک مسئله مشخص، به یک اجماع دست

می‌یابند. در ادامه و برای آزمون فرضیه‌های پژوهشی از آزمون t تک نمونه‌ای و فریدمن برای فرضیات استفاده می‌گردد که با استفاده از داده‌های ثانویه مستخرج از پرسشنامه به بررسی عوامل روان‌شناختی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران به تحلیل رابطه می‌پردازد. انجام این پژوهش در چهارچوب استدلال قیاسی - استقرایی صورت خواهد گرفت علت استفاده از روش کشف اثر بین متغیرها است. با توجه به قابلیت به‌کارگیری نتایج حاصل تحقیق در راستایی دست‌یابی به تأثیر عوامل روان‌شناختی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران و بر اساس مقاله (بیس) این تحقیق بر اساس اهداف اصلی و فرعی کاربردی می‌باشد. از نقطه نظر چگونگی انجام، پژوهش حاضر از نوع تحقیقات توصیفی است که به دنبال جمع‌آوری اطلاعات واقعی و مفصل از پدیده موردنظر است. این تحقیق به شیوه پیمایشی صورت خواهد گرفت؛ و از لحاظ زمانی جزو پژوهش‌های مقطعی است. جامعه آماری این تحقیق از دو بخش تشکیل شده است؛ بخش اول جامعه آماری جهت شناسایی متغیرهای اقتصاد رفتاری مربوط به خبرگان (از اساتید و مسولان بلندپایه بورس و اوراق بهادار تهران) می‌باشند. بخش دوم جامعه آمار کارگزاران و سرمایه‌گذاران فعال در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در بخش اول جامعه آماری این پژوهش خبرگان (اساتید و مسولان بلندپایه بورس و اوراق بهادار تهران) می‌باشند. لذا روش تعیین حجم نمونه به صورت غیر تصادفی می‌باشد. در این پژوهش ۲۰ نفر از خبرگان شامل از اساتید و مسولان بلندپایه بورس اوراق بهادار تهران به صورت غیر تصادفی انتخاب شدند. بخش دوم؛ با توجه اینکه تعداد جامعه آماری نامشخص می‌باشد. لذا برای تعیین حجم نمونه برای تعیین حجم نمونه از روش جامعه آماری نامحدود استفاده شده است. برای تعیین حجم نمونه با در نظر گرفتن اینکه این موضوع؛ اطلاعات کاملی از کارگزاران و سرمایه‌گذاران فعال در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران در دسترس نیست، لذا در این مطالعه تعداد جامعه آماری موردنظر نامحدود در نظر گرفته شد؛ و با استفاده از فرمول کوکران تعداد حجم نمونه موردنظر انتخاب ۳۸۴ نفر محاسبه گردید. روش نمونه‌گیری این بخش پژوهش به صورت تصادفی است. روش‌های گردآوری اطلاعات در این پژوهش را به‌طور کلی می‌توان به دودسته، روش‌های کتابخانه‌ای و روش‌های میدانی تقسیم نمود. در این پژوهش در خصوص جمع‌آوری اطلاعات مربوط به تأیید یا رد فرضیه‌های پژوهش از لحاظ مبانی نظری (جمع‌آوری اطلاعات مربوط به ادبیات پژوهش) از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است؛ و برای جمع‌آوری داده‌های پرسشنامه از روش میدانی استفاده گردید. در این پژوهش از روایی محتوایی و صوری جهت بررسی اجزای تشکیل‌دهنده ابزار اندازه‌گیری استفاده می‌شود. برای اطمینان از اعتبار محتوا، باید در موقع ساختن ابزار چنان عمل کرد که سؤال‌های تشکیل‌دهنده ابزار معرف قسمت‌های محتوای انتخاب‌شده باشد، بنابراین جهت تعیین اعتبار پرسشنامه و آزمون

از متخصصین نظرخواهی شد و پرسشنامه از لحاظ اعتبار (روایی) با کسب نظر از استاد راهنما محترم مورد تأیید قرار گرفت. از طرفی برخی سؤالات فاقد مشخصه‌های لازم حذف و برخی از سؤالات دارای ابهام اصلاح شدند که بیانگر روایی صوری آن سؤالات پرسشنامه می‌باشد. در ادامه، در این پژوهش برای بررسی روایی سؤالات از نسبت روایی محتوایی استفاده شده است. نتایج شاخص نسبت روایی محتوایی نشان می‌دهد روایی سؤالات پرسشنامه‌ها مورد تأیید هستند. در ادامه قابلیت اعتماد پرسشنامه‌ها، با استفاده از نرم‌افزار ۲۴ اس. پی. اس. مقدار ضریب آلفای کرونباخ دوباره برآورد گردید بر اساس داده‌های جمع‌آوری شده ضریب آلفای کرونباخ برابر با عدد ۰,۹۵ گزارش شد که این عدد نیز بیانگر این مطلب مهم است که پرسشنامه مورداستفاده از قابلیت اعتماد (پایایی) لازم برخوردار است.

جدول ۱- آلفای کرونباخ پرسشنامه

حجم نمونه	تعداد سؤالات	آلفای کرونباخ
۲۰	۳۳	۰,۹۵

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۴-۱- مدل ریاضی و معرفی متغیرهای تحقیق:

در این مقاله برای آزمون فرضیه‌های زیر:

- ۱) اعتماد به نفس بیش از حد بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.
- ۲) محافظه‌کاری (تعصب) بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.
- ۳) رفتار توده‌وار افراد بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.
- ۴) زیان‌گریزی افراد بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.
- ۵) دسترس‌پذیری اطلاعات بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

از مدل ریاضی تحقیق و بر اساس مقاله بکر و چوی بی (۲۰۱۶) به صورت زیر تعریف شده است:

$$DM = f(Overconf_{it}, Consr_{it}, Herding_{it}, Evasion_{it}, overconfident_{it})$$

DM: تصمیم‌گیری، $Overco_{it}$: اعتماد به نفس بیش از حد، $Consr_{it}$: محافظه‌کاری، $Herding_{it}$: رفتار توده‌وار، $Availability$: دسترس‌پذیری، $Evasion$: زیان‌گریزی (متغیرهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران: فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران عبارتند از تجزیه و تحلیل اوراق بهادار، خطرپذیری و بازده مورد انتظار، تخمین قیمت و... می‌باشد (پمپین، ۲۰۰۶).
اعتماد به نفس بیش از حد: بیش اطمینانی با اعتماد بیش از حد به خود را می‌توان اعتقادی بی‌اساس درباره توانایی‌های شناختی، قضاوت‌ها و استدلال شهودی فرد تعریف کرد (لیم، ۲۰۱۲).
محافظه‌کاری: یک واژه کلی برای جهان‌بینی‌های سیاسی، اجتماعی و مذهبی است که هدف اصلی آن نگهداری جامعه و ارزش‌های موجود است. برابر مفهوم محافظه‌کاری در زبان‌های اروپایی از واژه لاتین *conservare* گرفته شده و معنای آن حفظ و نگهداری است (بشیر و همکاران، ۲۰۱۳).
رفتار توده‌وار: رفتار توده‌ای به رفتار مجموع‌های از افراد گفته می‌شود که بدون هماهنگی با یکدیگر، رفتاری شبیه به هم از خود نشان می‌دهند (پمپین، ۲۰۰۶).
دسترس‌پذیری: یک عبارت کلی است به معنی بیشینه‌میزی که یک سامانه یا یک ابزار، برای بیشترین شمار استفاده‌کنندگان، دسترس‌پذیر باشد. به عبارتی دیگر، دسترس‌پذیری، میزان و درجه آسان بودن دسترس است، چیزی که با آن بتوان به یک جایگاه مشخص، از هر مسیر و جایگاهی رسید و «دسترس» داشت (لیم، ۲۰۱۲).
زیان‌گریزی: پرهیز از زیان از طریق پرداختن به موضوعی که زیان‌های نپرداختن به آن بیش از توجه به آن باشد (پمپین، ۲۰۰۶).

۵- تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این بخش، نخست پرسشنامه‌هایی که توسط پاسخ‌گویان تکمیل گردیده‌اند را جمع‌آوری کرده و داده‌های خام مورد نیاز جهت توصیف و آزمون فرضیه‌ها به کمک رایانه و نرم افزار استخراج می‌گردند و سپس این داده‌ها از طریق نرم افزار SPSS ۲۴ تجزیه و تحلیل شده و در دو مرحله به اطلاعات مورد استفاده در این تحقیق، تبدیل می‌گردند. در مرحله اول که تجزیه و تحلیل توصیفی می‌باشد، داده‌های جمع‌آوری شده به صورت جدول آمار توصیفی می‌شود و در مرحله دوم که تجزیه و تحلیل استنباطی می‌باشد.

۵-۱- آمار توصیفی

بخش اول توصیف ویژگی‌های فردی و جمعیت شناختی می‌باشد. که با استفاده از ۴ سؤال ابتدائی پرسشنامه (در بخش اطلاعات تکمیل‌کننده پرسشنامه) اطلاعات فردی و جمعیت شناختی گروه

نمونه گردآوری شده است. شاخص‌های فراوانی و درصد فراوانی ویژگی‌های فرد و جمعیت شناختی گروه نمونه به شرح ذیل است

• جنسیت

- بخش اول: توزیع جنسیت خبرگان پاسخ‌دهنده به پرسشنامه‌ها را نشان می‌دهد جامعه آماری مورد مطالعه را ۹۰ درصد را آقایان و ۱۰ درصد را خانم‌ها تشکیل داده‌اند.
- بخش دوم: توزیع جنسیت پاسخ‌دهندگان به پرسشنامه‌ها (کارگزاران و سرمایه‌گذاران فعال در بازار سهام) را نشان می‌دهد جامعه آماری مورد مطالعه را ۵۶ درصد را آقایان و ۴۴ درصد خانم‌ها تشکیل داده‌اند. بیشترین درصد پاسخ‌دهندگان به پرسشنامه‌ها را آقایان تشکیل می‌دهد.

• سطح تحصیلات پاسخ‌دهندگان

- بخش اول: خصوصیات و فراوانی سطح تحصیلات خبرگان این پژوهش به پرسشنامه‌ها را نشان می‌دهد. سطح تحصیلات پاسخ‌دهندگان به پرسشنامه‌ها عبارتند از: کارشناسی ۳۰ درصد و کارشناسی ارشد ۳۵ درصد و دکترا ۳۵ درصد می‌باشد. کمترین فراوانی سطح تحصیلات از بین پاسخ‌دهندگان به پرسشنامه‌ها به ترتیب مربوط سطح تحصیلات کارشناسی می‌باشد.
- بخش دوم: خصوصیات و فراوانی سطح تحصیلات پاسخ‌دهندگان به پرسشنامه‌ها (کارگزاران و سرمایه‌گذاران فعال در بازار سهام) را نشان می‌دهد. سطح تحصیلات پاسخ‌دهندگان به پرسشنامه‌ها عبارتند از: دیپلم ۲۶ درصد، کاردانی ۳۳٫۶ درصد، کارشناسی ۲۴٫۲ درصد و کارشناسی ارشد و بالاتر ۱۶٫۱ درصد می‌باشند. بیشترین سطح تحصیلات پاسخ‌دهندگان به پرسشنامه‌ها به ترتیب مربوط سطح تحصیلات کاشناسی می‌باشد.

• سابقه فعالیت

فراوانی و درصد فراوانی سابقه فعالیت خبرگان این پژوهش به پرسشنامه‌ها نشان می‌دهد، بین ۱-۵ سال ۱۰ درصد، بین ۶-۱۰ سال ۳۰ درصد، بین ۱۱-۱۵ سال ۱۰ درصد، بین ۱۶-۲۰ سال ۲۵ درصد و بالاتر از ۲۰ سال ۲۵ درصد می‌باشد. بیشترین و کمترین فراوانی سابقه فعالیت از بین پاسخ‌دهندگان به پرسشنامه‌ها به ترتیب ۱۱-۱۵ سال و ۱-۵ سال، ۶-۱۰ سال می‌باشد.

۲-۵- استنباط آماری

۱-۵- دور نخست روش دلفی

در دور نخست روش دلفی، در راستای تعیین شناسایی عوامل مؤثر بر انتخاب سبد دارایی سهام مبتنی بر روش اقتصاد رفتاری، پرسشنامه ای با یک سوال باز طراحی شد. سوالات به صورت باز طراحی گشت تا هیچگونه محدودیت ذهنی برای بیان عامل‌های تعیین عامل‌های مؤلفه‌های مؤثر بر انتخاب سبد دارایی سهام مبتنی بر روش اقتصاد رفتاری توسط جامعه آماری لحاظ نگردد. عوامل مؤثر بر انتخاب سبد دارایی سهام مبتنی بر روش اقتصاد رفتاری از (۲۰) عدد پرسشنامه عودت داده شده در دور اول، استخراج شده است. این فاکتورها در ۵ مؤلفه دسته بندی شده اند عبارتند از اعتماد به نفس بیش از حد، محافظه کاری (تعصب)، رفتار توده‌وار افراد، و دسترس پذیری اطلاعات می-باشد.

مؤلفه اعتماد به نفس بیش از حد با ۷ شاخص، مؤلفه محافظه کاری (تعصب) با ۸ شاخص، مؤلفه رفتار توده‌وار افراد با ۷ شاخص، زیان‌گریزی افراد با ۶ شاخص، مؤلفه دسترس پذیری اطلاعات با ۵ شاخص، در جدول شماره (۴-۱) به تفکیک معرفی شده اند. مؤلفه‌های مؤثر بر انتخاب سبد دارایی سهام مبتنی بر روش اقتصاد رفتاری، بوسیله روش دلفی، مشخص شد.

جدول (۴-۱): دور نخست روش دلفی شناسایی عوامل مؤثر بر انتخاب سبد دارایی سهام مبتنی بر روش اقتصاد رفتاری

اعتماد به نفس بیش از حد	محافظه کاری (تعصب)	رفتار توده‌وار افراد	زیان‌گریزی افراد	دسترس پذیری اطلاعات
مهارت خود را بیش از حد توان خود	دید واقع بینانه	تصمیم‌گیری از روی احساسات	زیان‌گریز بودن	انتظار انعکاس اخبار در قیمت‌های بازار
موفقیت خود را را بیش از حد توان خود	تمایل به شناسایی عوامل زیان	تأثیر رفتار سایر سرمایه‌گذاران در خرید و رفتار توده‌وار افراد فروش سهام،	تمایل به شناسایی سودهای	اطلاعات رد و بدل شده میان سرمایه‌گذاران
امکانات خود را بیش از حد را بیش از حد توان	توجه خصوصیات کیفی سهام	عدم تغییر رفتار متفاوت	فروش سرمایه‌گذاری‌های زیان ده.	بررسی اخبار جدید در مورد خروج از سرمایه‌گذاری قبلی منصفانه

اعتماد به نفس بیش از حد	محافظه کاری (تعصب)	رفتار توده‌وار افراد	زیان‌گریزی افراد	دسترس‌پذیری اطلاعات
چشم‌انداز مثبت سرمایه‌گذار بر روی ریسک و بازده آتی سهام	تکیه بر روی اطلاعات دقیق	تصمیمات سرمایه‌گذاریشان با اساس عرف	خرید سهامی دارای بازدهی خوبی و فروش دارایی بازدهی بد.	شفافیت اطلاعات
اطلاعات شخصی خود را محکم تر از اطلاعات	دید منفی سرمایه‌گذار بر روی ریسک و بازده آتی	عدم ثبات در تصمیم ثبات‌گیری	سرمایه‌گذاران به دلیل هراس از کاهش قیمت ، سهم را می‌فروشند	زمان و تاریخ گزارش مالی ارائه شده
ارزیابی وضعیت بازار بر اساس اطلاعات شخص	دقت سرمایه‌گذار بر روی گزارش مالی دقت	پدیده هم‌رنگ جماعت شدن در موقع زیان	ترجیح می‌دهند دارایی‌هایشان را نگه دارد	انتظار انعکاس اخبار در قیمت های بازار
خرید سهام مثل خرید برگه های شانس	انتخاب فقط درآمد	پیش‌بینی یک سرمایه‌گذار در رابطه با قیمت سهام بیشتر بر پایه رفتار جمعی	زیان‌گریز بودن	
	ارزشیابی سهام به شیوه نسبی، از متوسط صنعت	تصمیم‌گیری از روی احساسات		

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج دوم و سوم دیدگاه خبرگان نشان می‌دهد میانگین عوامل مؤثر بر انتخاب سبد دارایی سهام مبتنی بر روش اقتصاد رفتاری در دور دوم و سوم برای تمام عامل‌ها مرتبط بالاتر از امتیاز متوسط طیف لیکرت (۳) می‌باشد. نشان می‌دهد از دیدگاه خبرگان اعتماد به نفس بیش از حد، محافظه‌کاری (تعصب)، رفتار توده‌وار افراد، زیان‌گریزی افراد، دسترس‌پذیری اطلاعات دارای میانگین بالاتر از امتیاز متوسط طیف لیکرت (۳) هستند. نشان دهنده تأیید مؤلفه‌ها تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد، محافظه‌کاری (تعصب)، رفتار توده‌وار افراد، زیان‌گریزی افراد، دسترس‌پذیری اطلاعات از دیدگاه خبرگان است.

۵-۲- ضریب هماهنگی کندوال

جدول (۴-۲) نشان می‌دهد مقدار به دست آمده برای آماره کندال برابر با $0/670$ سطح خطای برابر با $0,000$ است، چنین استنباط می‌شود که بین پاسخگویان در ارتباط با سوالات توافق معنی‌دار وجود

دارد مقدار به دست آمده برای آماره کندال ۰/۶۵۲ حاکی از اتفاق نظر بالای پاسخ‌گویان می‌باشد. در این بخش با استفاده از روش‌ها و آزمون‌های توزیع نرمال و به بررسی فرضیه‌های پژوهش و تجزیه و تحلیل استنباطی پرداخته شده است.

جدول (۴-۲): ضریب هماهنگی کندوال

تعداد	سطح معنی داری	Chi-Square	Kendall's W ^a
۲۰	۰/۰۰۳	۷۶/۶۲۶	۰/۶۷۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

پیش‌فرض‌های آزمون‌های آماری

جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها و انتخاب نوع آزمون‌های مربوطه، ابتدا باید به بررسی وضعیت نرمال بودن متغیرها پردازیم. چراکه اگر متغیرها طبیعی باشند، مجاز خواهد بود هم از آزمون‌های پارامتریک و هم از آزمون‌های نا پارامتریک استفاده نمایید؛ اما چنانچه متغیرها نرمال نباشند، تنها مجاز خواهد بود از آزمون‌های نا پارامتریک استفاده نمایید. این آزمون فرضیه‌های H_0 و H_1 و به شرح ذیل است:

$$\begin{cases} H_1: \text{توزیع متغیر نرمال است} \\ H_0: \text{توزیع متغیر نرمال نیست} \end{cases}$$

نتایج این آزمون در جدول (۴-۳) نشان داده شده است.

همان‌طور که در جدول (۴-۳) گزارش شده است، سطح معنی داری آزمون کولموگروف-اسمیرنوف برای متغیرهای پژوهش بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد. در نتیجه توزیع مشاهده شده با توزیع نظری یکسان می‌باشد؛ بنابراین می‌توان گفت داده‌های متغیرهای تحقیق (اعتماد به نفس بیش از حد، محافظه کاری (تعصب) بر تصمیم‌گیری، رفتار توده‌وار افراد، زیان‌گریزی افراد و دسترس‌پذیری اطلاعات) از توزیع نرمال برخوردار هستند. در تمامی متغیرها فرضیه H_0 رد در مقابل فرضیه H_1 پذیرفته می‌شود. توزیع تمام متغیرهای تحقیق نرمال هستند. پس می‌توان از آزمون‌های پارامتریک استفاده کرد. در این قسمت با استفاده از آزمون t تک نمونه‌ای به بررسی و آزمون سؤال‌ها و اهداف پژوهش جهت تأیید یا عدم تأیید آن‌ها پرداخته می‌شود.

جدول (۳-۴): نتایج آزمون K-S یک نمونه

عنوان	پارامترهای نرمال نمونه			تفاوت داده‌ای			سطح معنی داری دو طرفه (متقارن)	نتیجه
	حجم نمونه	میانگین	انحراف استاندارد	داده مطلق	مثبت	منفی		
اعتماد به نفس بیش از حد	۳۸۴	۲۴,۴۴۲	۷,۷۳۴	۰,۱۰۰	۰,۰۸۶	-۰,۱۰۰	۰,۴۶۹	نرمال
محافظه کاری (تعصب) بر تصمیم‌گیری	۳۸۴	۲۶,۸۶۷	۸,۳۷۱	۰,۰۶۴	۰,۰۵۸	-۰,۰۶۴	۰,۸۷۸	نرمال
رفتار توده‌وار افراد	۳۸۴	۲۳,۵۰۲	۶,۳۹۵	۰,۰۶۳	۰,۰۳۸	-۰,۰۶۳	۰,۲۴۳	نرمال
زیان‌گریزی افراد	۳۸۴	۲۰,۲۸۳۹	۶,۱۵۳	۰,۰۸۶	۰,۰۵۷	-۰,۰۸۶	۰,۶۲۳	نرمال
دسترس‌پذیری اطلاعات	۳۸۴	۱۶,۸۸۸۰	۴,۹۹۰	۰,۰۹۳	۰,۰۶۸	-۰,۰۹۳	۰,۶۳۳	نرمال

منبع: یافته‌های پژوهشگر

◀ فرضیه فرعی یک تحقیق

اعتماد به نفس بیش از حد بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است

جدول (۴-۴): آزمون t یک نمونه ای

عنوان	تعداد	میانگین	انحراف استاندارد	میانگین خطای استاندارد	
اعتماد به نفس بیش از حد	۳۸۴	۲۴,۴۴	۷,۷۳	۰,۳۹۴	
	Test Value=3				
	آماره T	درجه آزادی	سطح معنی‌داری دو طرفه	تفاوت با فاصله اطمینان ۹۵	
				پایین	بالا
	۵۴,۳۲	۳۸۳	۰,۰۰۰	۲۱,۴۴	۲۲,۲۱۸

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول شماره (۴-۴) نشان می‌دهد که میانگین این متغیر برابر با ۲۴,۴۴ درصد می‌باشد و بیش از میانگین فرضی ۳ است و به لحاظ توصیفی نشان‌دهنده تأثیر می‌باشد. t به دست آمده برابر با ۵۴,۳۲ درصد و بزرگ‌تر از ۱/۹۶ آماره آزمون محاسبه t جدول است و سطح معنی‌داری ۰,۰۰۰ درصد و کمتر از ۰,۰۵ درصد هست. لذا با اطمینان ۹۹٪ می‌توان گفت اعتماد به نفس بیش از حد بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

فرصیه فرعی دو تحقیق

محافظه کاری (تعصب) بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیر گذار است.

جدول (۴-۵): آزمون t یک نمونه ای

عنوان		تعداد	میانگین	انحراف استاندارد	میانگین خطای استاندارد	
محافظه کاری (تعصب)		۳۸۴	۲۶,۸۶۷	۸,۳۷۱	۰,۴۲۷	
		Test Value=3				
		آماره T	درجه آزادی	سطح معنی‌داری دو طرفه	تفاوت میانگین	تفاوت با فاصله اطمینان ۹۵
۵۵,۸۶	۳۸۳	۰,۰۰۰	۲۳,۸۶۷	پایین		
۲۴,۷۰۷				بالا		

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول شماره (۴-۵) نشان می‌دهد که میانگین این متغیر برابر با ۲۶,۸۶۷ درصد می‌باشد و بیش از میانگین فرضی ۳ است و به لحاظ توصیفی نشان‌دهنده تأثیر می‌باشد. t به دست آمده برابر با ۵۵,۸۶۶ درصد و بزرگ‌تر از ۱/۹۶ درصد آماره آزمون محاسبه t جدول است و سطح معنی‌داری ۰,۰۰۰ درصد و کمتر از ۰,۰۵ درصد هست. لذا با اطمینان ۹۹٪ می‌توان گفت محافظه کاری (تعصب) بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیر گذار است.

فرصیه فرعی سه تحقیق

رفتار توده‌وار افراد بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیر گذار است.

جدول شماره (۴-۷) نشان می‌دهد که میانگین این متغیر برابر با ۲۳,۵۰۲ درصد می‌باشد و بیش از میانگین فرضی ۳ است و به لحاظ توصیفی نشان‌دهنده تأثیر می‌باشد. t به دست آمده برابر با ۶۲,۸۲۰ درصد و بزرگ‌تر از ۱/۹۶ آماره آزمون محاسبه t جدول است و سطح معنی‌داری ۰,۰۰۰ درصد و کمتر از ۰,۰۵ درصد هست. لذا با اطمینان ۹۹٪ می‌توان گفت رفتار توده‌وار افراد بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیر گذار است.

جدول (۴-۶): آزمون t یک نمونه ای

عنوان	تعداد	میانگین	انحراف استاندارد	میانگین خطای استاندارد	
رفتار توده‌وار افراد	۳۸۴	۲۳,۵۰۲	۶,۳۹۵	۰,۳۲۶	
	Test Value=3				
	آماره T	درجه آزادی	سطح معنی‌داری دو طرفه	تفاوت با فاصله اطمینان ۹۵	
				پایین	بالا
۶۲,۸۲۰	۳۸۳	۰,۰۰۰	۲۰,۵۰۲	۱۹,۸۶۰۹	
۲۱,۱۴۴					

منبع: یافته‌های پژوهشگر

◀ فرضیه فرعی چهارم تحقیق

زیان‌گریزی افراد بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

جدول (۴-۸): آزمون t یک نمونه ای

عنوان	تعداد	میانگین	انحراف استاندارد	میانگین خطای استاندارد	
زیان‌گریزی افراد	۳۸۴	۲۰,۲۸۳	۶,۱۵۳	۰,۳۱۴۰	
	Test Value=3				
	آماره T	درجه آزادی	سطح معنی‌داری دو طرفه	تفاوت با فاصله اطمینان ۹۵	
				پایین	بالا
۵۵,۰۳۸	۳۸۳	۰,۰۰۰	۱۷,۲۸۳	۱۶,۶۶۶	
۱۷,۹۰۱					

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول شماره (۴-۸) نشان می‌دهد که میانگین این متغیر برابر با ۲۰,۲۸۳ درصد می‌باشد و بیش از میانگین فرضی ۳ است و به لحاظ توصیفی نشان‌دهنده تأثیر می‌باشد. t به دست آمده برابر با ۵۵,۰۳۸ درصد و بزرگ‌تر از ۱/۹۶ آماره آزمون محاسبه t جدول است و سطح معنی‌داری ۰,۰۰۰ درصد و کمتر از ۰,۰۵ درصد هست. لذا با اطمینان ۹۹٪ می‌توان گفت زیان‌گریزی افراد بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

◀ فرضیه فرعی پنجم تحقیق

دسترس‌پذیری اطلاعات بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

جدول (۹-۴): آزمون t یک نمونه ای

عنوان		تعداد	میانگین	انحراف استاندارد	میانگین خطای استاندارد		
دسترس پذیری اطلاعات		۳۸۴	۱۶,۸۸۸	۴,۹۹۰	۰,۲۵۴		
		Test Value=3					
		آماره T	درجه آزادی	سطح معنی داری دو طرفه	تفاوت میانگین	تفاوت با فاصله اطمینان ۹۵	
						پایین	بالا
۵۴,۵۲۹	۳۸۳	۰,۰۰۰	۱۳,۸۸۸	۱۳,۳۸۷	۱۴,۳۸۸		

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول شماره (۹-۴) نشان می‌دهد که میانگین این متغیر برابر با ۱۶,۸۸۸ درصد می‌باشد و بیش از میانگین فرضی ۳ است و به لحاظ توصیفی نشان‌دهنده تأثیر می‌باشد. t به دست آمده برابر با ۵۴,۵۲۹ درصد و بزرگ‌تر از ۱/۹۶ آماره آزمون محاسبه t جدول است و سطح معنی داری ۰,۰۰۰ درصد و کمتر از ۰,۰۵ درصد است. لذا با اطمینان ۹۹٪ می‌توان گفت دسترس پذیری اطلاعات بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

◀ فرضیه اصلی تحقیق

انتخاب سید دارایی سهام مبتنی بر روش اقتصاد رفتاری (عوامل روان‌شناختی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران) در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

جدول (۱۰-۴): آزمون t یک نمونه ای

عنوان		تعداد	میانگین	انحراف استاندارد	میانگین خطای استاندارد		
عوامل روان‌شناختی		۳۸۴	۱۱۱,۹۸۴۴	۲۷,۱۱۲۱	۱,۳۸۳۵		
		Test Value=3					
		آماره T	درجه آزادی	سطح معنی داری دو طرفه	تفاوت میانگین	فاوت با فاصله اطمینان ۹۵	
						پایین	بالا
۷۸,۷۷۱	۳۸۳	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۱۰۶,۲۴	۱۱۱,۷۰		

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول (۱۰-۴) نشان می‌دهد که میانگین این متغیر برابر با ۱۱۱,۹۸۴ درصد می‌باشد و بیش از میانگین فرضی ۳ است و به لحاظ توصیفی نشان‌دهنده تأثیر می‌باشد؛ t به دست آمده برابر

با ۷۸,۷۷۱ درصد و بزرگ‌تر از ۱/۹۶ درصد آماره آزمون محاسبه t جدول است و سطح معنی‌داری ۰,۰۰۰ درصد و کمتر از ۰,۰۵ درصد هست. لذا با اطمینان ۹۹٪ می‌توان گفت انتخاب سبد دارایی سهام مبتنی بر روش اقتصاد رفتاری (عوامل روان‌شناختی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران) در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

رتبه‌بندی عوامل روان‌شناختی

برای بررسی ترتیب اهمیت ابزارهای سنجیده شده از نظر پاسخ‌دهندگان به رتبه‌بندی میانگین‌ها آن‌ها با استفاده از آزمون فریدمن پرداخته شده است. همان‌طور که جدول رتبه‌بندی شماره (۴-۱۱) نشان می‌دهد، مجذور χ^2 محاسبه شده برای جدول با توجه به درجه آزادی و در سطح تشخیص ۰,۰۰۰ معنادار است. بدین ترتیب فرض صفر آماری مبنی بر عدم تفاوت رتبه‌ها متغیرهای مورد بررسی با احتمال ۰,۹۹ درصد رد می‌گردد، جدول (۴-۱۲) رتبه‌بندی انتخاب سبد دارایی سهام مبتنی بر روش اقتصاد رفتاری (عوامل روان‌شناختی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران) در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران را نشان می‌دهد.

جدول ۴-۱۱- نتایج رتبه‌بندی فریدمن

سطح معنی‌داری	درجه آزادی	Chi-Square	تعداد
۰,۰۰۰	۴	۶۸۱,۴۴	۳۸۴

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول (۴-۱۱) نشان می‌دهد سطح معنی‌دار ۰/۰۰۰ کوچک‌تر از ۰/۰۵ درصد است. پس فرضیه H_1 رد و فرضیه H_0 در سطح ۰/۹۹ مورد تأیید است پس نتیجه گرفته می‌شود تفاوت معناداری بین رتبه‌بندی انتخاب سبد دارایی سهام مبتنی بر روش اقتصاد رفتاری (عوامل روان‌شناختی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران) در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. نتایج رتبه‌بندی عوامل فریدمن (۴-۱۲) نشان می‌دهد، انتخاب سبد دارایی سهام مبتنی بر روش اقتصاد رفتاری (عوامل روان‌شناختی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران) در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران اوراق در رتبه اول زیان‌گریزی، رتبه دوم رفتار توده‌وار افراد، رتبه سوم محافظه‌کاری (تعصب)، رتبه چهارم دسترس‌پذیری اطلاعات و رتبه پنجم اعتماد به نفس بیش‌از حد قرار دارد. پس می‌توان نتیجه گرفت عوامل مؤثر بر روان‌شناختی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق به ترتیب زیان‌گریزی افراد، رفتار توده‌وار افراد، محافظه‌کاری (تعصب)، دسترس‌پذیری اطلاعات و اعتماد به نفس بیش‌از حد تأثیر بیشتری دارند.

جدول (۴-۱۲): رتبه‌بندی انتخاب سید دارایی سهام مبتنی بر روش اقتصاد رفتاری (عوامل روان‌شناختی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران) در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران

ردیف	عنوان	رتبه میانگین	اولویت
۱	زیان‌گریزی افراد	۴,۰۷	رتبه اول
۲	رفتار توده‌وار افراد	۳,۶۴	رتبه دوم
۳	محافظه‌کاری (تعصب)	۳,۳۳	رتبه سوم
۴	دسترس‌پذیری اطلاعات	۲,۵۲	رتبه چهارم
۵	اعتماد به نفس بیش‌ازحد	۱,۴۴	رتبه پنجم

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۶- نتایج و پیشنهادات تحقیق

فلسفه مکتب اقتصاد نئوکلاسیک بر اصل عقلایی رفتار کردن افراد و همچنین بنگاهها در اقتصاد مبتنی است. در این میان اگر پدیده‌ای با این اصل ناسازگار باشد از آن به عنوان سوگیری یا تورش یاد می‌شود. نظریه مالی رفتاری که عموماً از آن به عنوان کاربرد روانشناسی در دانش مالی تعبیر می‌شود، اصل بنیادین اقتصاد نئوکلاسیک را به چالش کشیده و سعی دارد پدیده‌های روانشناختی انسان در کل بازار و در سطح فردی را شناسایی نماید. بورس اوراق بهادار عمده‌ترین راه تجهیز و تخصیص بهینه سرمایه در کشور است. شناخت این بازار و عناصر و ارتباطات موجود در آن یکی از عوامل مهم توسعه بازار سرمایه محسوب می‌گردد. یکی از عناصر مهم این بازار سرمایه‌گذاران هستند. از آنجا که جذب سرمایه‌ها و پساندازهای کوچک و هدایت آنها به سمت توسعه شرکت‌ها از اهمیت بالایی برخوردار است، شناخت رفتار تأمین‌کنندگان منابع مالی و عوامل مؤثر بر تصمیم‌های اقتصادی آنها همواره موضوعی چالش‌برانگیز برای دربار بوده است. دیوید و شیجیا (۲۰۱۹)، کاستیا و رانتاپوسکا (۲۰۱۵)، زارعی و دارابی (۱۳۹۷) و سلامی و همکاران (۱۳۹۶)، جلیلود و همکاران (۱۳۹۵) در مطالعات خود نشان دادند؛ دارای اعتماد به نفس نفس بیش از حد باعث می‌شود افراد به دلیل خوش‌بینی مفرط اقدام به سرمایه‌گذاری در طرح‌هایی نمایند که در واقعیت فاقد بازدهی مورد انتظار باشند. خطای اعتماد بیش از حد موجب میشود سرمایه‌گذاران اطمینان پیدا کنند که پیش‌بینی درستی داشته‌اند. اطمینان بیش از حد موجب پذیرش ریسک زیاد در تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌شود. اعتماد به نفس در تصمیم‌گیری عامل نتایجی که در این پژوهش به دست آمد همسو و هم راستا با مطالعات انجام شده می‌باشد. پس نتیجه گرفته می‌شود اعتماد به نفس بیش‌ازحد بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است. دیوید و شیجیا (۲۰۱۹)، کاستیا و رانتاپوسکا

(۲۰۱۵)، زارعی و دارابی (۱۳۹۷) و سلامی و همکاران (۱۳۹۶)، جلیلونند و همکاران (۱۳۹۵) در مطالعات خود نشان دادند؛ محافظه کاری انگیزه و توانایی مدیران را در دستکاری اعداد حسابداری کاهش می‌دهد و از این رو باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و زیان های ناشی از آن می‌شود. هرچه عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد داخل و سرمایه‌گذاران خارج از شرکت بیشتر باشد، تقاضا برای محافظه کاری بیشتر خواهد بود. از آنجا که شرکت های بزرگ در مقایسه با شرکت های کوچک، اغلب به طور داوطلبانه یا اجباری مبادرت به تولید و ارائه اطلاعات عمومی بیشتری می‌نمایند و اخبار مربوط به فعالیت آنها به شکل گسترده‌تری در اختیار عموم قرار می‌گیرد، عدم تقارن اطلاعاتی در آنها کمتر و افشای اطلاعات بیشتری خواهد داشت؛ و این باعث کاهش تقاضا برای حسابداری محافظه کارانه در آنها می‌شود. در نتیجه محافظه کاری در شرکت های بزرگ، کمتر از شرکت های کوچک است. نتایجی که در این پژوهش به دست آمد همسو و هم راستا با مطالعات انجام شده می‌باشد. پس نتیجه گرفته می‌شود محافظه کاری (تعصب) بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است. رفتار توده‌های حاکی از تمایل انسان به رفتار کردن شبیه دیگران است. وقتی توده جامعه کار خاصی انجام می‌دهند یا عکس‌العمل خاصی از خود بروز می‌دهند، از نظر ذهنی برای افراد خیلی سخت است که رفتاری متفاوت از بقیه داشته باشند. نتایجی که در این پژوهش به دست آمد همسو و هم راستا با مطالعات انجام شده می‌باشد. پس نتیجه گرفته می‌شود؛ رفتار توده‌وار افراد بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

در بازارها ناهنجاری های رفتاری وجود دارد که تصمیمات سرمایه‌گذاران را غیرعادی جلوه می‌دهد یعنی بازار را از قاعده مندی خارج می‌کند که بخش عمده ی از این موارد در حوزه مالی رفتاری تعریف می‌گردد. یکی از این بی‌نظمی های بازار، ناشی از تورش-های رفتاری سرمایه‌گذاران، نشأت گرفته از عوامل روانی و روانشناختی سرمایه‌گذاران است که در بین این تورشها یکی از معروفترین آنها میل به وجود این پدیده مانند دیگر زیان‌گریزی است. نتایجی که در این پژوهش به دست آمد همسو و هم راستا با مطالعات انجام شده می‌باشد. پس نتیجه گرفته می‌شود زیان‌گریزی افراد بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است. از آنجا که سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان دو گروه اصلی استفاده کننده ی برون سازمانی از اطلاعات حسابداری به شمار می‌آیند، یکی از رسالت های اصلی گزارشگری مدیریت و سیستم‌های حسابداری، تهیه و ارائه ی اطلاعات مربوط، جهت فراهم کردن مبنایی برای تصمیم‌گیری منطقی سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان می‌باشد. بنابراین توجه ویژه به نیازهای

اطلاعاتی این افراد، برای ارائه دهندگان اطلاعات حایز اهمیت است. نتایجی که در این پژوهش به دست آمد همسو و هم راستا با مطالعات انجام شده می باشد. پس نتیجه گرفته می شود دسترس پذیری اطلاعات بر تصمیم گیری سرمایه گذاران در بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است. در راستای نتایج به دست آمده پیشنهاد می شود

✓ سرمایه گذاران در هنگام اخذ تصمیمات خرید و فروش، ترکیب سهامداران، تمرکز مالکیت و میزان مالکیت دولتی را هم به عنوان یکی از متغیرهای تصمیم در نظر داشته باشند.

✓ سرمایه گذاران و اعتباردهندگان، ساختار مالکیت را در زمان تصمیم گیری نسبت به سرمایه گذاری و با اعطای اعتبار مد نظر قرار دهند.

✓ به منظور حفظ سلامت مالی و سرمایه گذاری سرمایه گذاران و به ویژه سهامداران عمده، پیشنهاد می شود در تعیین مدیریت شرکت به عنوان رفتاری همچون اطمینان بیش از حد توجه نموده و دست کم بر فعالیت های مدیریت شرکت نظارت بیشتری نمایند.

✓ وجود اهرم مالی را می توان مکانیزمی برای بدهی بانکی شرکت تلقی نمود و می توان به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد کرد به منظور افزایش بدهی بانکی و افزایش نظارت بر عملکرد مدیران شرکت ها شرایط استفاده شرکت ها از اهرم مالی در ساختار سرمایه را فراهم نماید.

✓ وجود میزانی از اهرم (نه به مقدار زیاد) به حفظ منافع سرمایه گذاران و کاهش رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت کمک می کند، بنابراین می توان به سرمایه گذاران پیشنهاد نمود که در تجزیه و تحلیل شرکت ها به میزان اهرم مالی آنها نیز توجه داشته باشند.

فهرست منابع

- ۱) اسلامی بیدگلی، غ. و شهریاری، ح. (۱۳۸۶). مالی رفتاری، مرحله‌ای گذر از مالی استاندارد تا نوروفاینانس، فصلنامه‌ی علمی - پژوهشی مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، سال اول، شماره‌ی اول: ۱۹-۳۶.
- ۲) آقایی، م. و مختاریان، ا. (۱۳۹۳). "بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۱، شماره ۳۶: ۳-۲۵.
- ۳) حیدر پور، ف.، تاری وردی، ی. و محرابی، م. (۱۳۹۲). تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام، پژوهش‌های دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، شماره ۱۷، دوره ۶: ۱-۱۳.
- ۴) ستایش، م. و شمس‌الدینی، ک. (۱۳۹۵)، "بررسی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام شرکتهای پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، شماره ۸: ۱۰۳-۱۲۵.
- ۵) سلامی، ا. اصلی‌زاده، ا. و عسگری، م. (۱۳۹۶). اطمینان بیش‌ازحد مدیریتی، دخالت دولت و تصمیم تأمین مالی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات اقتصاد، مدیریت مالی و حسابداری، دوره ۳، شماره ۲: ۷۲-۸۸.
- ۶) رامشه، م؛ ملانظری، م. (۱۳۹۳). بیش اطمینانی مدیریت و محافظه‌کاری حسابداری، دانش حسابداری، دوره ۵، شماره ۱۶: ۵۵ - ۷۹.
- ۷) زارعی، ع. دارابی، ر. (۱۳۹۷). تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال دهم، شماره ۳۳: ۱۵۷-۱۳۱.
- ۸) زمانیان، غ؛ جلالی، ا؛ کردی تمندانی، ع. (۱۳۹۶). رهیافت مدل احتمال مبادله آگاهانه در بررسی اثر عدم تقارن اطلاعات بر بازده سهام و حجم معاملات در شرکتهای منتخب بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه اقتصاد مالی، دوره ۱۱، شماره ۴۱: ۴۳-۶۶.
- ۹) دستگیر، م. میرکی، ف؛ کاظمی نوری، س. (۱۳۹۳). تأثیر اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد مدیران ارشد بر آشفتگی و مالی، بررسی‌های حسابداری، سال اول - شماره ۲: ۳۷ - ۵۶.
- ۱۰) دهقان، ع. و کامیابی، م. (۱۳۹۸). چگونگی اثرگذاری متغیرهای اقتصادی بر بازدهی شرکتهای بورسی در شرایط رونق و رکود بازار سرمایه ایران، فصلنامه اقتصاد مالی. سال سیزدهم، شماره ۴۸: ۱۴۷-۱۶۶.
- ۱۱) علی‌آبادی، ا. و کیلی فرد، ح. (۱۳۹۳). تبیین و ارائه الگویی برای سنجش عوامل روانشناختی و رفتاری در بازار سرمایه ایران،

- ۱۲) فصلنامه مطالعات روانشناسی بالینی شماره پانزدهم، سال ۴: ۲۱-۱.
- ۱۳) کیا مهر، ع. جنانی، م. همت‌فر، م. (۱۳۹۹). تبیین نقش ناهنجاریهای بازار سهام در قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، فصلنامه اقتصاد مالی، سال چهاردهم، شماره ۵۳: ۱۹۳-۲۱۲.
- ۱۴) ۱۵) کامیابی، ی. نورعلی، م. (۱۳۹۵). بررسی اثر میانجی محافظه‌کاری حسابداری بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعات و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال هشتم، شماره ۲۹: ۲۶-۱.
- ۱۶) کمالی اردکانی، م. رجبی قیری، ع. (۱۳۹۴). بررسی آثار روان‌شناختی و عوامل مؤثر بر درک سرمایه‌گذاران از ریسک در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه سیاستهای مالی و اقتصادی، سال سوم، شماره ۱۰: ۱۴۲-۱۲۵.
- ۱۷) محمودآبادی، ح. و مهتری، ز. (۱۳۹۰). محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره سوم، شماره ۲: ۱۱۳-۱۶۰.
- ۱۸) مدرس، ا. و حصار زاده، ر. (۱۳۹۰). کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۸۵-۱۱۸.
- ۱۹) مشایخی، ب. و محمدپور، ف. (۱۳۹۳). کیفیت گزارشگری مالی، سررسید بدهی و کارایی سرمایه‌گذاری، راهبرد مدیریت مالی، سال دوم، شماره ۷: ۱-۱۴.
- ۲۰) نیک بخت، م.؛ حسین پور، م.؛ اسلامی مفیدآبادی، ح. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام، فصلنامه علمی پژوهشی تجربی حسابداری، دوره ۶، شماره ۲، ۲۲: ۲۱۹-۲۵۵.
- ۲۱) نیکو مرام، ه. فریدون رهنمای رود پستی، ف. هبیتی، ف. و یزدانی، ش. (۱۳۹۱). "تأثیر سوگیری شناختی سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران بر ارزشیابی سهام"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ۱۳: ۸۱-۶۱.

- 22) Atif Kafayat., (2014). Interrelationship of Biases: Effect Investment Decisions Ultimately. Theoretical and Applied Economics XXI 6(595), 85-110.
- 23) Babajide, A. A., Adetiloye, K. A., (2012). Investors' Behavioral Biases and the Security Market: An Empirical Study of the Nigerian Security Market. Accounting and Finance Research 1(1), 219-229.
- 24) Bashir, T., Javed, A., Ali, U., Meer, U. I., Naseem, M. M., 2013. Empirical Testing of Heuristics Interrupting the Investor's Rational Decision Making. European Scientific Journal 9(28), 432-444.
- 25) Balcilar, M., Demier, R., and Hammoudeh, S. (2012). Investor Herds and Regime Switching: Evidence from Gulf Arab Stock Markets. WORKING PAPER SERIES, 1-39.

- 26) Bakar, S. and Chui Yi, A. (2016). The Impact of Psychological Factors on Investors' Decision Making in Malaysian Stock Market: A Case of Klang Valley and Pahang, *Procedia Economics and Finance*, 35: 319-328.
- 27) Biddle, G.C, G. Hilary and R.S. Verdi. (2009). How Does Financial Reporting Quality Improve Investment Efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, forthcoming.
- 28) Bikhchandani, S. and Sharma, S. (2000). Herd Behaviour in Financial Markets: A Review. IMF Working Paper WP/00/48.
- 29) - Bouwman, C. (2014). Managerial Optimism and Earnings Smoothing. *Journal of Banking & Finance*, 41: 283-303.
- 30) Chih-Hsiang Chang & Shih-Jia Lin (2015). The effects of national culture and behavioral pitfalls on investors' decision-making: Herding behavior in international stock markets herding behavior in international stock markets, *International Review of Economics and Finance* 37:380–392.
- 31) Deshmukh, S., Goel, A. and Howe, K. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Finance Intermediation*, 22(3), 440-463.
- 32) Fromlet, T.(2001). The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40: 3-73.
- 33) Gitman, L.J., Joehnk, M. D., (2008). *Fundamentals of Investing*. 10th edn. Boston: Pearson Education Inc.
- 34) Garsia Lara, J. M., Garsia Osmá, B. and Penalva, F. (2010). Accounting conservatism and firm investment efficiency. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1383642&http://www.google.com/search?hl=fa&q=Accounting+Conservatism+and+Firm+Investme.
- 35) Garcia Lara, J. M., Garcia Osmá, B. and penalva, F. (2016). Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 61, Pp. 221-238.
- 36) Hermalin, B.E., and M.S. Weisbach. (2010). Information Disclosure and Corporate Governance. Working paper, University of California.
- 37) Hirt, Geoffrey. A., Block S. B., (2012). *Fundamentals of Investment Management*. 10th edn. New York: McGraw-Hill.
- 38) Kaustia, M., Rantapuska, E. (2015). Does mood affect trading behavior? *Journal of Financial Markets*, 15, 41-81.
- 39) Kengatharan, L., Kengatharan, N., (2014). The Influence of Behavioral Factors in Making Investment Decisions and Performance: Study on Investors of Colombo Stock Exchange, Sri Lanka. *Asian Journal of Finance & Accounting* 6(1), 1-23.
- 40) Johnsson, M. and Lindblom, H. and Platan, P. (2010). "Behavioural Finance and Change of Investor Behaviour During and After the Speculative at the End of the 1990s" Master's Thesis in Finance, School of Economic and Management, Lund University.
- 41) Lim, L.C., (2012). The Relationship between Psychological Biases and the Decision Making of Investor in Malaysian Share Market. Unpublished Paper International Conference on Management, Economics & Finance (ICMEF 2012) Proceeding.

- 42) Luong, L. P., Thu Ha D. T., (2011). Behavioral Factors Influencing Individual Investors' Decision-Making and Performance a Survey at the Ho Chi Minh Stock Exchange. Unpublished M.Sc. Thesis, Umea School of Business.
- 43) Malmendier, U., Tate, G. and J. Yan (2011). "Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies". The Journal of Finance, Volume 66, Issue 5, October, pp. 1687-1733.
- 44) Márcia, T. Shafi, K. Hua, L. Idrees, Z. (2014). Exchange Rate volatility and Oil Prices Shocks and its Impact on Economic Sustainability. Management science letters. 5. 60-65.
- 45) Nicholas, B. and Thaler, R. (2004) A survey of behavioral finance." in Constantinides, Journal of Psychology and Financial Markets , Vol. 2, No. 4, 182–189
- 46) Nofsingera, J. R., Varmab, A., (2013). Availability, Recency and Sophistication in the Repurchasing Behavior of Retail Investors. Journal of Banking & Finance 37(7), 2572–2585.
- 47) Pompian, M.M. (2006). Behavioral Finance and Wealth Management, translated by: Ahmad Badri, Kayhan Publishers.
- 48) Qadri, S. U., Shabbir, M., 2014. An Empirical Study of Overconfidence and Illusion of Control Biases, Impact on Investor's Decision Making: An Evidence from ISE. European Journal of Business and Management 6(14), 38-44.
- 49) Venezia, R. (2008). Does Earnings Management Affect Firms' Investment Decisions? The Accounting Review, 83(6): 1571-1603.
- 50) Yao. Juan, Ma. Chuanchan, Peng He. William. (2014). Investor herding behaviour of Chinese stock market. International Review of Economics and Finance.
- 51) Wamae, J. N., (2013). Behavioural factors influencing investment decision in stock market: A survey of investment banks in Kenya. International Journal of Social Sciences and Entrepreneurship 1(6), 68-83.

یادداشت‌ها

- 1 . Pompian
- 2 . Babajide and Adetiloye
- 3 . Bashir et al
- 4 . Kengatharan
- 5 . Qadri and Shabbir
- 6 . Lim
- 7 . Bashir et al
- 8 . Atif
- 9 . Márcia et al.
- 10 . Luong and Thu Ha
- 11 . Wamae
- 12 . Nofsingera & Varmab
- 13 . Gitman and Joehnk
- 14 . Pompian
- 15 . Malmendier and Tate

- 16 . Daniel
- 17 . Deshmukh et al.
- 18 . Bouwman
- 19 . Garsia Lara and et al
- 20 . Hermalin and Weisbach
- 21 . Biddle and et al
- 22 . Johnson et al
- 23 . Fromlet
- 24 . Venezia
- 25 . Bikhchandani and Sharma,
- 26 . Bakar and Chui Yi,
- 27 . Kaustiavand Rantapuska
- 28 . Balcilar et al