



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۲ / شماره ۳ (پیاپی ۴۷) / پائیز ۱۴۰۲
صفحه ۶۰۵ تا ۶۴۰

تأثیر شناخت سوگیری‌های رفتاری مدیران بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران از طریق فرایند تحلیل سلسله مراتبی خاکستری

آرش حسین پور

دانشجوی دکتری، دانشکده علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی واحد قشم
arash.hosseinpour3@gmail.com

محمدحسین رنجبر

استادیار گروه مدیریت، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندرعباس
Mhranjbar54@gmail.com

جهانبخش اسدنی

دکتری حسابداری، مدرس دانشگاه
Jahan_asadnia@yahoo.com

فائق احمدی

استاد یار گروه حسابداری و مالی، دانشگاه آزاد اسلامی قشم
faeghahmadi@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۹/۰۷/۱۰ تاریخ پذیرش: ۹۹/۰۸/۱۲

چکیده

هدف این پژوهش شناسایی گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران براساس شناخت سوگیری‌های رفتاری مدیران می‌باشد. روش‌شناسی این پژوهش ترکیبی بوده است که در گام اول به منظور شناسایی مولفه‌های سوگیری‌های رفتاری مدیران از تحلیل فراترکیب با مشارکت ۱۸ نفر از متخصصان دانشگاهی صورت پذیرفت. سپس از طریق تحلیل دلفی شاخص‌های شناسایی شده مورد بررسی قرار گرفتند. در تحلیل دلفی مولفه‌های شناسایی شده در مورد سوگیری‌های رفتاری مدیرعامل بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران مورد بررسی قرار گرفت و مشخص شد، شناخت سوگیری‌های رفتاری منفعت‌طلبانه مدیرعامل می‌تواند به افزایش گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران منجر شود. سپس در بخش کمی تعداد ۱۰۱ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ مورد بررسی قرار گرفتند که نتایج نشان داد، سوگیری‌های رفتار منفعت‌طلبانه مدیرعامل بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران مورد بررسی قرار گرفت. و نشان داد که مدیریت سود واقعی و تعهدی برگرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر منفی و معنی‌داری دارد.

واژه‌های کلیدی: سوگیری‌های رفتاری مدیران، گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، سلسله مراتب خاکستری.

۱- مقدمه

تئوری مالی سنتی بیان می‌کند که قیمت سهام، ارزش بنیادی سهام را نشان می‌دهد و منعکس‌کننده ارزش جریان‌های نقدی آتی می‌باشد. بر پایه فرضیه بازار کارا، سرمایه‌گذاران رفتار عقلایی دارند به این معنی که همه اطلاعات موجود و در دسترس را پردازش کرده و به دنبال حداکثر ساختن مطلوبیت مورد انتظار هستند (خیرخواه و همکاران، ۱۳۹۸). بر این اساس، تغییرات قیمت سهام به تغییرات سیستماتیک در ارزش‌های بنیادی شرکت مربوط است و رفتار بی‌خردانه سرمایه‌گذار تأثیری بر بازده ندارد. حتی اگر بعضی از سرمایه‌گذاران با معاملات بی‌خردانه در عرضه و تقاضا شوک ایجاد کنند، دیگر آربیتراژگران منطقی، اثر این شوک‌ها را خنثی می‌کنند. بنابراین، قیمت سهام در سطح بنیادی باقی خواهد ماند. اما شواهد حکایت از آن دارد که سرمایه‌گذاران برای تعیین ارزش سهام از روش‌های کمی استفاده نمی‌کنند. قضاوت‌ها مبتنی بر تصورات ذهنی و اطلاعات غیرعلمی و شرایط روانی و احساسی در بورس است (کرنل و همکاران، ۲۰۱۴). متغیرهای احساسی که بر اساس محدودیت‌های شناختی شکل می‌گیرند، شرایط روانی فعالان بازار سرمایه را مورد بررسی قرار می‌دهند؛ چرا که تئوری مالی رفتاری، بیانگر دو فرض اساسی است؛ اولین فرض این است که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر گرایش‌های احساسی خود تصمیم می‌گیرند. در اینجا گرایش احساسی به صورت اعتقاد به جریان‌های نقدی آتی و ریسک‌های سرمایه‌گذاری تعریف شده که این اعتقاد توسط حقایق در دسترس ایجاد نشده است. دومین فرض این است که آربیتراژ در برابر سرمایه‌گذاران احساسی پر ریسک و پرهزینه است (دیفوند و ژانگ، ۲۰۱۴).

افزون بر این، سرمایه‌گذاران کاملاً عقلانی و منطقی نیستند و با لحاظ احساسات در فرآیند تصمیم‌گیری، تصمیمات نادرستی اتخاذ می‌کنند. تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران باعث انحراف قیمت سهام از قیمت‌های واقعی شده و منجر به قیمت‌گذاری نادرست سهام می‌شود. قیمت‌گذاری نادرست سهام شرکت‌ها، تصمیمات تأمین مالی و به تبع آن تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت را تحت تأثیر خود قرار داده است و موجب انحراف تصمیمات ارکان راهبری شرکت از تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه می‌شود (چن، ۲۰۱۳). چنین انحرافی، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را در پی نخواهد داشت. همچنین، مسئله‌ای که در بازار سرمایه ایران وجود دارد و این پژوهش نیز بر اساس آن شکل گرفته است، رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران بورسی است. برخی از سهامداران به ویژه سهامدارانی با حضور مداوم و نگرشی انحصاری، در بازار هیجانانی به وجود می‌آورند و با تحریک احساسات سایرین، آنها را به سوی رفتار توده‌وار سوق می‌دهند. همواره کارشناسان بازار سرمایه در خصوص حضور احساسی سرمایه‌گذاران، توصیه‌هایی داشته‌اند و از سرمایه‌گذاران خواسته‌اند؛ بدون اطلاعات کافی وارد بازار نشوند، از خرید و فروش هیجانی در بازار اجتناب کنند، به شایعات و اخبار غیررسمی در مورد شرکت‌ها توجه نکنند، از سفته‌بازی در بازار سهام اجتناب کرده و استراتژی خود را بر پایه دیدگاه میان‌مدت و بلندمدت قرار دهند. چنین مواردی نشانه‌هایی از تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه است (هارویتز، ۲۰۱۸). البته از سوی دیگر، بروز رفتارهای احساسی از سوی سرمایه‌گذاران بورسی متأثر از عوامل دیگری از قبیل مسائل سیاسی و اقتصادی تشدید اعمال تحریم‌ها، بازارهای موازی، رفتارهای متفاوت مدیریت و سیگنال‌هایی است که مدیریت شرکت به بازار ارائه می‌دهد. با توجه به موارد مطرح شده و بحث اساسی ویژگی‌های اخلاقی و رفتاری مدیران که می‌تواند اثر بااهمیتی

بر مساله شفافیت و رفتارهای بازار سرمایه داشته باشد مساله اساسی این پژوهش بررسی تأثیر شناخت سوگیری‌های رفتاری مدیران بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران از طریق فرایند تحلیل سلسله مراتبی خاکستری می‌باشد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

مالی رفتاری به معرفی گرایش احساسی سرمایه‌گذاران در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌پردازد. دیدگاه مالی رفتاری نشان می‌دهد که برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار هیچ دلیل بنیادی نداشته و گرایش احساسی سرمایه‌گذار نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها بازی می‌کند (کوموس و سون، ۲۰۱۴). تحقیقات زیادی به بررسی نقش گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سهام پرداختند در حالی که تئوری‌های سنتی به گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران به عنوان عامل تأثیرگذار بر بازده سهام توجه نمی‌کنند. آنان معتقدند که گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران یکی از عوامل تأثیرگذار بر قیمت سهام است. علاوه بر این، چانگ (۲۰۱۵) در تحقیقات خود نشان داد که گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران از رفتارهای مدیریت تأثیر پذیر است.

از سوی دیگر، مدیران در اجرای برنامه‌های تجاری، از توان انتخاب راهبردهای مختلف مدیریتی برخوردارند که هر یک از این روش‌ها منجر به ایجاد جریان‌های نقدی متفاوتی خواهد شد و در نهایت، کارایی مدیریت، مستلزم انتخاب راهبردهای بهینه‌ای است که به بالاترین ارزش مورد انتظار برای شرکت بیانجامد، اما در عمل، گاهی اوقات مدیران به دلایل مختلف (برای مثال در پاسخ به معیارهای کوتاه‌مدت نگر ارزیابی عملکرد)، در انتخاب راهبردهای ارزش آفرین شرکت، به جای تمرکز بر اهداف بلندمدت و خلق بیشترین ارزش مورد انتظار از طریق انتخاب بهترین راهکار، به راهکارهایی روی می‌آورند که عملکرد کوتاه‌مدت آنها را بهبود بخشد و این مهم، زمانی به موضوعی بغرنج و مسئله‌ساز مبدل می‌شود که چنین انتخابی از سوی مدیران، به هزینه کاهش ارزش مورد انتظار شرکت در بلندمدت منجر شود و تأثیر نامطلوبی بر عملکرد آینده شرکت بگذارد. به بیان دیگر، انتظار می‌رود، مدیرانی که بر اهداف کوتاه‌مدت متمرکز هستند، در یک فاصله زمانی کوتاه به نتایج و بازده سریع و البته موقت دست یابند، اما در بلندمدت عملکرد آنان مطلوب و رضایت بخش نخواهد بود و به گفته‌ای، درگیر مدیریت بسیار کوتاه‌بینانه یا بسیار خوش‌بینانه می‌شوند (میزیک، ۲۰۱۰). از جمله این ویژگی‌های مدیران سطح رفتارهای خوش‌بینانه، کوتاه‌بینانه، بحث مدیریت سود، رفتار اقتدارگرا مدیریت و رفتار نمایندگی مدیران است که می‌تواند بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در بازار که وابسته به دیدگاه‌های متفاوت مدیران است، اثر گذار باشد. به صورت کلی در ارتباط با اثر ویژگی‌های رفتاری و اخلاقی مدیران بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران این استدلال وجود دارد که شرکت‌های دارای مدیران با رعایت استانداردهای رفتاری و اخلاقی بالاتر (اخلاق مدار) که در جهت منافع سهامداران و جامعه تلاش می‌کنند دارای شفافیت، سطح نظارت و برنامه ریزی دقیقتری هستند و این شرکت‌ها سعی می‌کنند یک روند با ثباتی را از خود به بازار عرضه کرده و از ایجاد تنش در بازار خودداری کنند لذا این انتظار وجود دارد که با شفافیت بالاتر شاهد گرایش‌های احساسی کمتری در سرمایه‌گذاران برای این نوع از شرکت‌ها باشیم (ما و همکاران، ۲۰۱۸). افزون بر این، این استدلال وجود دارد که برای شرکت‌هایی که دارای مدیران با رفتارهای فرصت طلبانه و

استانداردهای پایین‌تری از رعایت اخلاق هستند سطح پایین‌تری از شفافیت و سطح نظارت ضعیف‌تری وجود دارد و در این شرکت‌ها به مسائل اخلاقی توجه زیادی نمی‌شود و دارای شرایط با ثباتی نیستند. همچنین، این مدیران اهمیتی برای منافع سهامداران قائل نیستند لذا این انتظار وجود دارد با گرایش‌های احساسی بیشتری در سرمایه‌گذاران روبرو باشند.

سوگیری ادراکی مدیر عامل

عرصه ظهور علوم رفتاری در مباحث مالی، یک رویکرد جدید نسبت به مطالعات بازارهای مالی است. این رویکرد به این موضوع می‌پردازد که بر خلاف مباحث و نظریه‌های مالی استاندارد، گرایش‌های رفتاری و شناختی می‌تواند بر قیمت‌های مالی تأثیرگذار باشد. با وجود مطالعات زیادی که در این زمینه انجام شده است، باز بسیاری از افراد فاقد درک صحیح از مفهوم نهفته در مدیریت مالی رفتاری هستند (اعتباریان خوراسگانی و قریشی شهرکی، ۱۳۹۴). در واقع اساس مالی رفتاری را انطباق بین احساس و نحوه تصمیم‌گیری مدیران را تشکیل می‌دهد. مالی رفتاری، خود به سؤالاتی از این دست می‌پردازد که آیا وجود خطاهای ادراکی مدیرعامل می‌تواند، باعث ایجاد شکاف بیشتر هزینه‌های نمایندگی گردد؟ مطالعات مختلفی در زمینه‌ی انواع خطاهای ادراکی و چگونگی تأثیر این خطاها بر تصمیم‌گیری مالی سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی انجام شده و به این نتیجه دست یافته‌اند که تصمیم‌های سرمایه‌گذاران تحت تأثیر چندین خطا یا سوگیری ادراکی مدیرعامل قرار می‌گیرد (کمالی اردکانی و رجبی قیری، ۱۳۹۴)

گروهمن^۱ (۲۰۲۰) پژوهشی تحت عنوان «سواد مالی و رفتارهای مالی: شواهدی بر بازارهای نوظهور در کشورهای آسیای میانه» انجام دادند. در این پژوهش از حضور مشاوران بازار بورس، حساب‌سازان، حسابداران و مدیران مالی شرکت‌های فعال در بازار سرمایه کشورهای آسیای میانه به عنوان جامعه‌ی هدف استفاده شده است. ابزار پژوهش پرسشنامه بود و نتایج نشان داد، گرچه در بازارهای این کشورها سطح سواد مالی بالاست، اما سطح استنباط و ادراک مفهومی مباحث مالی بسیار پایین است و این موضوع در رفتارهای مالی به خوبی خود را نشان می‌دهد، رفتارهایی که بیشتر تابع تصمیمات احساسی و جمعی است تا تصمیمات آینده‌نگرانه مبتنی بر بینش‌های مالی.

یلوپینار^۲ (۲۰۱۹) تأثیر ثبات مدیریتی بر سوگیری‌های رفتاری مدیرعامل را بررسی نمود. در این پژوهش که در بازه زمانی ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۶ انجام گرفت به منظور سنجش ثبات مدیریتی از سه معیار دوره‌ی تصدی مدیر عامل، مالکیت مدیریتی و دوگانگی پست مدیر عامل استفاده شد و سوگیری‌های ادراکی براساس بیش اطمینانی و خوش‌بینی سنجش شد. نتایج نشان داد هر سه معیار ثبات مدیریتی تأثیر مثبتی بر سوگیری‌های ادراکی مدیرعامل دارد و باعث می‌شود زمانیکه جایگاه مدیریت در راس شرکت‌ها ثبات یافت، رفتارهای سوگیرانه بیشتری از مدیرعامل را شاهد باشیم.

1 Grohmann
2 Ulupinar

کوگا و کاتو^۱ (۲۰۱۹) پژوهشی تحت عنوان سوگیری‌های ادراکی با انتظارات رشد شرکت‌ها انجام دادند. این پژوهش در دوره‌ی زمانی ۱۹۸۹ تا ۲۰۱۵ در مورد شرکت‌های بورس کشور ژاپن انجام شد و ۱۰۰۰ مشاهده براساس سال-شرکت بررسی شدند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که سوگیری خوشبینانه و بدبینانه، تحت تاثیر شرایط بازار مالی و ویژگی‌های خاص شرکت‌ها، از جمله تجربیات گذشته شرکت، می‌باشد. این تحقیق همچنین نشان داد که سوگیری و تعصبات بر تصمیمات واقعی تجاری شرکت‌ها تاثیر می‌گذارد. سرمایه‌گذاری ثابت و هزینه واحد تحقیق و توسعه شرکت‌ها، برحسب خوش‌بینی و بدبینی، افزایش و کاهش پیدا می‌کند. یافته‌های فوق نشان می‌دهد که سوگیری‌های ادراکی شرکت‌ها می‌توانند یک مکانیزم جایگزین در مورد نحوه تاثیرگذاری شرایط مالی و اقتصاد کلان بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در کنار مکانیزم‌های سنتی بهینه‌سازی، تلقی گردد.

هاروویتز (۲۰۱۸)، به بررسی تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران و خطای پیشبینی سود مدیران پرداخت. آنان با بررسی ۶۵۵۵ شرکت به این نتیجه رسیدند که خطای پیشبینی سود مدیران با گزایشات احساسات سرمایه‌گذاران در ارتباط می‌باشد. علاوه بر آن، آنان دریافتند پیشبینی سود سالانه مدیران در دوره‌ای که گزایشات احساسی سرمایه‌گذاران پایین است، بدبینانه خواهد بود. همچنین آنان دریافتند، رابطه میان گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با خطای پیش‌بینی سود مدیریت در شرکت‌های دارای عدم اطمینان بیشتر، نسبت به شرکت‌های با عدم اطمینان کمتر، تشدید می‌شود. در همین راستا، دیدگاهی که از جانب ژو (۲۰۱۷)، ارائه شد نیز نشان داد در زمانی‌هایی که تمایلات سرمایه‌گذاران بالاتر باشد، حسابرسان احتمال کمتری دارد که نظرات حسابرسی ناپایدارتر منشر کنند. همچنین آنها ادعا کردند تمایلات بالاتر سرمایه‌گذاران منجر به انجام تعدیلات کمتری در گزارش‌های حسابرسی توسط حسابرسان می‌شود.

وینهوو و فن (۲۰۱۷) در پژوهشی به رفتار توده وار سرمایه‌گذاران در بازار ویتنام با استفاده از یک نمونه ۲۹۹ شرکتی در بین سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۵ پرداختند و یک تحلیل جامع را با استفاده از فرکانس روزانه، هفتگی و ماهانه ارائه کردند. نتایج تحقیق آنها؛ رفتار توده وار را در طول تمام دوره مورد مطالعه نشان داد. علاوه بر این، هنگامی که داده‌ها را به سه دوره پیش از بحران، در طول بحران و پس از بحران تقسیم کردند، نتایج محکم تری به دست آمد.

ژو و نیو (۲۰۱۶) در پژوهش خود در کشور چین، به این نتیجه رسیدند که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، رشد عایدات مورد انتظار و نرخ بازده مورد توقع را تغییر می‌دهد؛ هر چند این تأثیر در دوره بدبینی و خوش‌بینی سرمایه‌گذاران متفاوت است. همچنین نتایج پژوهش آنها نشان داد که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران به همراه اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام تأثیر معناداری می‌گذارد

بیل گیهان^۲ (۲۰۱۴) پژوهشی در مورد سوگیری‌های روانشناختی و تصمیم‌های ساختار سرمایه انجام دادند. هدف تحقیق حاضر بررسی این موضوع است که، براساس یافته‌های تحقیقات در زمینه تامین مالی و ساختار سرمایه، آیا در فرآیند تصمیم‌گیری در زمینه تامین مالی، مدیران تحت تاثیر ویژگی‌های سوگیرانه‌ی روانشناختی‌شان قرار

1 Koga & Kato
2 Bilgehan

می‌گیرند یا خیر. در نتیجه، تحلیل‌های نظری و تجربی نشان داد که تعصبات و سوگیری‌های ادراکی مدیریت نقش بسیار مهمی را در توضیح انتخاب روش ساختار سرمایه ایفا می‌کند.

محمدعلی و آنیس^۱ (۲۰۱۲) پژوهشی در مورد سوگیری‌های عاطفی بر سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها براساس روش شبکه‌بیز انجام دادند. در این پژوهش سوگیری‌های عاطفی شاملی بیش‌اطمینانی مدیرعامل می‌باشد که با سیاست‌های تقسیم‌سود مورد بررسی قرار گرفت. تحقیق حاضر از روش شبکه‌بیزی برای بررسی این رابطه استفاده می‌کند. سوگیری عاطفی برحسب پرسشنامه‌ای اندازه‌گیری می‌شود که شامل چندین آیتم است. جامعه آماری تحقیق حاضر شامل ۱۰۰ مدیرعامل از کشور تونس می‌باشد. نتایج تحقیق حاضر نشان داد که مدیرعامل شرکت‌ها تحت تاثیر سوگیری‌های ادراکی (خوش‌بینی، ضررگریزی و بیش‌اطمینانی) هستند. همچنین مشخص گردید سوگیری‌های ادراکی مدیرعامل بر و نحوه تقسیم سود سهام و خلق ارزش برای سهامداران تاثیرگذار می‌باشد. صفرپور و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی تاثیر تغییرپذیری اقلام تعهدی بر باور نا همگن سرمایه گذار پرداختند. نتایج بررسی نشان می‌دهد که تغییرپذیری اقلام تعهدی بر باور نا همگن سرمایه گذار تاثیر مثبت دارد و تاثیر تغییرپذیری اقلام تعهدی بر باور نا همگن سرمایه گذار در شرکت‌های با رشد بالا نسبت به شرکت‌های با رشد پایین و در شرکت‌های کوچک نسبت به شرکت‌های بزرگ، بیشتر است. نوسان در تغییرات اقلام تعهدی باعث افزایش عدم اطمینان در باور سرمایه‌گذاران می‌شود و واکنش نادرستی در برابر اطلاعات دریافت شده، از خود نشان می‌دهند که سبب افزایش یا کاهش بیش از حد قیمت سهام می‌شود. عامل رشد و اندازه شرکت‌ها به عنوان یکی از متغیرهای با اهمیت در امر تحلیل و تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان، شناخته می‌شود.

بشیری منش و اورادی (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و مدیریت سود حسابداری پرداختند یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که بین متغیرهای اثر مومنتوم و صرف ارزش از دیدگاه نسبت قیمت به سود هر سهم با مدیریت سود حسابداری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. در نتیجه می‌توان گفت که نگرش‌های کوتاه مدت سرمایه‌گذاران بر میزان دستکاری اقلام تعهدی اختیاری تأثیرگذار می‌باشد. همچنین یافته‌ها نشان داد، بین رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و مدیریت سود واقعی رابطه معناداری وجود ندارد.

طاووسی و همکاران (۱۳۹۷) پژوهشی تحت عنوان ارزش‌گذاری نادرست و سوگیری‌های رفتاری در بورس اوراق بهادار تهران انجام داد. در این پژوهش فرضیه‌های کارایی بازار مورد بررسی قرار گرفته‌اند و تئوری‌های مرتبط مورد واکاوی قرار گرفتند. در این پژوهش فرض شد که قیمت‌های اوراق بهادار به سرعت به اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهند و به‌طور صحیحی ارزش‌های بنیادی را منعکس می‌نمایند. بیشتر تحقیقات اخیر نشان داد که اصطکاک‌های موجود در بازار و محدودیت‌های روانشناختی معامله‌گران در دوره مشخصی از زمان می‌تواند موجب انحراف قیمت دارائی از ارزش بنیادی آن شود برای بررسی مبانی نظری در مطالعه، مدل خطای ترکیبی و رویکرد مطالعه رویدادی مورد استفاده قرار گرفت، و در تصریح مدل نیز الگوریتم انبوه ذرات برای بهینه‌سازی مدل بکار رفت. نتایج حاصله از مدل احتمالات یک طرفه در دوره رویداد نشان می‌دهد که بازده‌های ایران خودرو دارای سوگیری ارزش‌گذاری کمتر از واقع هستند. این مطالعه همچنین یک‌روش تجربی جدید را برای آزمون و تخمین

درجه سوگیری‌های رفتاری تدوین نموده است که قادر است سوگیری‌های ارزش‌گذاری که منجر به فرصت‌های سودآور می‌شود را تشخیص داده و در نهایت سبب بهبود کارایی بازارهای مالی شود.

تاجمیر ریاحی و دژدار (۱۳۹۶) پژوهشی تحت عنوان رتبه‌بندی تورش‌های رفتاری مدیران در مواجهه با اخبار و شایعات مهم سیاسی با تأکید بر دوره مذاکرات هسته‌ای انجام دادند. تبیین تورش‌های رفتاری مدیران در مواجهه با رویدادهای مهم از جمله مسائل روز در ادبیات سرمایه‌گذاری می‌باشد. هرچند مدل‌های کلاسیک سرمایه‌گذاری کماکان از مقبولیت برخوردارند و لیکن توسعه ادبیات مالی رفتاری منجر به بسط تحقیقات در زمینه شناسایی رفتار سرمایه‌گذاران شده است. این شناسایی باعث تقویت راهبردهای سرمایه‌گذاری و نظارت‌های راهبردی در سطح کلان بازار خواهد شد. در طی سالیان اخیر روند مذاکرات هسته‌ای و مسائل آن از جمله عوامل موثر بر بازار سرمایه و سرمایه‌گذاران بوده است. در این پژوهش به بررسی تورش‌های رفتاری سرمایه‌مدیران در مواجهه با اخبار و شایعات مرتبط با مذاکرات هسته‌ای به عنوان یکی از عوامل مهم و تأثیرگذار بر بازار سرمایه پرداخته شده است. براساس نظر سنجی از سرمایه‌گذاران و با استفاده از رویکرد تاپسیس (TOPSIS) که از فنون تصمیم‌گیری چندمعیاره است به رتبه‌بندی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران پرداخته شد. براساس نتایج بدست آمده سه تورش بهینه بینی، تازه‌گرایی و پشیمان‌گریزی مهمترین تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در مواجهه با مسائل مذاکرات هسته‌ای بوده است.

شکرخواه و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی اثر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام با توجه به سطح شفافیت شرکتی پرداختند. یافته‌های این پژوهش حاکی از تأیید فرضیات اول، دوم، چهارم و پنجم تحقیق مبنی بر بیشتر بودن اثر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران یا به عبارتی تصمیم‌گیری‌های مبتنی بر قضاوت‌های ذهنی در شرکت‌هایی با مدیریت اقلام تعهدی بیشتر، گزارش حسابرسی غیرمقبول، شرکت‌های تحت کنترل دولتی و معاملات با اشخاص وابسته بیشتر به ترتیب نسبت به شرکت‌هایی با مدیریت اقلام تعهدی کمتر، گزارش حسابرسی مقبول، شرکت‌های تحت کنترل بخش خصوصی و معاملات با اشخاص وابسته کمتر میباشد. همچنین در خصوص فرضیه سوم تحقیق که مورد تأیید قرار نگرفت یافته‌های پژوهش نشان میدهد که تفاوت میان اثر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام در شرکت‌های حسابرسی شده به وسیله سازمان حسابرسی نسبت به شرکت‌های حسابرسی نشده توسط سایر موسسات، معنیدار نمیباشد. در مجموع یافته‌های این پژوهش اهمیت شفافیت شرکتی در کاهش تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام را مورد تأیید قرار می‌دهد.

روش‌شناسی تحقیق

از لحاظ هدف انجام، این تحقیق جزء تحقیقات توصیفی-کاربردی است و بر این مبنا استراتژی تحقیق کیفی ما از نوع میدانی است. روش‌شناسی این تحقیق از نوع ترکیبی (آمیخته) است. در واقع رویکرد پژوهشی این مطالعه به لحاظ منطق گردآوری داده‌ها از نوع استقراء-قیاسی است؛ زیرا به بررسی پدیده‌ای می‌پردازد که نظریه جامعی درباره آن در بازار سرمایه وجود ندارد و یا مورد اجماع نیست. به عبارت دیگر از طریق رویکرد استقرایی ابتدا مدلی طراحی و سپس این مدل از طریق رویکرد قیاسی مورد سنجش و بررسی قرار می‌گیرد. از آنجائیکه روش‌های ترکیبی دارای ابعاد مختلفی می‌باشند، در این تحقیق از مدل تبدیل داده‌ها برای تکثیرگرایی داده‌های کیفی و کمی

مبتنی بر استفاده شده است. در واقع در طرح‌های توصیفی مبتنی بر فراترکیب، معمولاً از طریق پژوهش کیفی به تدوین یک ابزار اندازه‌گیری پرداخته می‌شود و هدف آن است که نتایج روش نخست (کیفی)، به نتایج و تحلیل‌های روش دوم (کمی) کمک کند.

سنجش روایی محتوا

نسبت روایی محتوا (CVR)

براساس این روش از طریق ارسال پرسشنامه برای ۱۵ متخصص آیت‌های ابزار یا سنجه مورد استفاده، براساس سه طیف مشخص در جدول (۱) و براساس فرمول زیر محاسبه می‌گردند:

$$CVR = \frac{n_e - \frac{N}{2}}{\frac{N}{2}}$$

در این رابطه:

n_e تعداد متخصصانی است که به گزینه‌ی «ضروری» پاسخ داده‌اند، N تعداد کل متخصصان مشارکت‌کننده در این روایی می‌باشد. نکته‌ی قابل توجه اینست که اگر مقدار محاسبه شده از مقدار جدول بزرگتر باشد اعتبار محتوای آن آیت پذیرفته می‌شود. حداقل CVR در جدول زیر ارائه شده است:

جدول (۱) حداقل مقادیر CVR در تست‌های یک طرفه مورد نظر Lawshe جهت مناسب بود روایی محتوای

تعداد ارزیابان	حداقل مقدار نسبت روایی محتوای
۵	۰/۹۹
۶	۰/۹۹
۷	۰/۹۹
۸	۰/۷۵
۹	۰/۷۸
۱۰	۰/۶۲
۱۵	۰/۴۹
۲۰	۰/۴۲
۲۵	۰/۳۷
۳۰	۰/۳۳
۳۵	۰/۳۱
۴۰	۰/۲۹

حال باتوجه به توضیحات داده شده، از شاخص CVR (روایی محتوای مولفه‌های مدل با شاخص) استفاده می‌گردد.

جدول (۲) بررسی روایی محتوای مولفه‌های مدل با شاخص (CVR)

مولفه اصلی	مولفه‌های فرعی	شاخص‌ها	CVR	
			غیر ضروری	ضروری
رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر قضاوت مدیران		خطای بیش اطمینانی	-	۱
		خطای خوش بینی	-	۱
		خطای پیش بینی سود	-	۱
		خطای ناشی از کوتاه بینی	-	۱
		خطای پس بینی	-	۱
رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر رفتار اقتصادی		سرمایه‌گذاری بیش از حد	-	۱
		ناکارایی سرمایه‌گذاری	-	۱
		محدودیت‌های تامین مالی	-	۱
		ترجیحات با خطای محدودیت در زمان	-	۱
		ارزش‌گذاری بیش از حد پروژه‌های آتی	-	۱
رفتارهای سوگیرانه مبتنی بر انگیزه‌های منفعت‌طلبانه		رکود حساب‌های دریافتی ^۱	-	۱
		مدیریت سودواقعی	-	۱
		مدیریت سودتعهدی	-	۱
		انگیزه‌های فرصت طلبانه	۱	-
		اجتناب مالیاتی	-	۱
رفتارهای سوگیرانه مبتنی بر پدیده‌های غیرعادی		چسبندگی هزینه	-	۱
		سیاست‌های تقسیمی سود	-	۱
		محافظه کاری	-	۱
		بی توجهی به افق زمانی سرمایه‌گذاری	-	۱
		حسابداری ذهنی	-	۱

$$CVR = \frac{12 - \frac{15}{2}}{\frac{15}{2}} = 0/6 > 0/49$$

باتوجه به این که مقدار CVR مقیاس بزرگتر از ۰/۴۹ (مقدار روایی ذکر شده در جدول ضرایب) شده است، باید بیان نمود، اعتبار محتوایی این آیتم تایید می‌گردد. بدین ترتیب برای تک تک آیتم‌ها و سوالات پرسشنامه این مقدار محاسبه می‌گردد.

۱ دروه ی وصول حسابهای دریافتی محاسبه می شود اگر کمتر از استاندارد باشد دارای رکود و بیشتر خیر

پایایی بخش کمی

برای بررسی پایایی در بخش کمی ابتدا به بار عاملی توجه می‌کنیم. بار عاملی مقدار عددی است که میزان شدت رابطه میان یک متغیر پنهان و متغیر آشکار مربوطه را طی فرآیند تحلیل مسیر مشخص می‌کند. هرچه مقدار بار عاملی یک شاخص در رابطه با یک سازه مشخص بیشتر باشد، آن شاخص سهم بیشتری در تبیین آن سازه ایفا می‌کند. همچنین اگر بار عاملی یک شاخص منفی باشد، نشان‌دهنده تأثیر منفی آن در تبیین سازه مربوطه می‌باشد. به بیان دیگر سوال مربوط به آن شاخص به صورت معکوس طراحی شده است. رابطه بین عامل (متغیر پنهان) و متغیر قابل مشاهده بوسیله بار عاملی نشان داده می‌شود. بار عاملی مقداری بین صفر و یک است. اگر بار عاملی کمتر از ۰.۳ باشد رابطه ضعیف در نظر گرفته شده و از آن صرف‌نظر می‌شود. بارعاملی بین ۰.۳ تا ۰.۶ قابل قبول است و اگر بزرگتر از ۰.۶ باشد خیلی مطلوب است (کلاین، ۱۹۹۴). به منظور بررسی پایایی ابتدا از پایای سازه^۱ از سه شاخص پایایی مرکب^۲ و بار عاملی^۳ استفاده می‌گردد (فورنل و لارکر^۴، ۱۹۸۱).

جدول (۳) بررسی بارهای عاملی

نتیجه	شاخص‌ها	مولفه‌های فرعی	مولفه اصلی
ایید	خطای بیش اطمینانی	رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر قضاوت مدیران	سوگیری‌های مدیرعامل
ایید	خطای خوش بینی		
ایید	خطای پیش بینی سود		
ایید	خطای ناشی از کوتاه بینی		
ایید	خطای پس بینی		
ایید	سرمایه‌گذاری بیش از حد	رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر رفتار اقتصادی	
ایید	ناکارایی سرمایه‌گذاری		
ایید	محدودیت‌های تامین مالی		
ایید	ترجیحات با خطای محدودیت در زمان		
ایید	ارزش‌گذاری بیش از حد پروژه‌های آتی		
ایید	رکود حساب‌های دریافتی ۵	رفتارهای سوگیرانه مبتنی بر انگیزه‌های منفعت‌طلبانه	
ایید	مدیریت سودواقعی		
ایید	مدیریت سودتعهدی		
ایید	انگیزه‌های فرصت طلبانه		
ایید	اجتناب مالیاتی		

1 . Construct Reliability

2 . Composite Reliability

3 . Factor Loading

4 . Fornell & Larcker

5 دروه ی وصول حسابهای دریافتی محاسبه می‌شود اگر کمتر از استاندارد باشد دارای رکود و بیشتر خیر

نتیجه	شاخص‌ها	مولفه‌های فرعی	مولفه اصلی
			نتیجه
ایید	چسبندگی هزینه	رفتارهای سوگیرانه مبتنی بر پدیده‌های غیرعادی	
ایید	سیاست‌های تقسیمی سود		
ایید	محافظه کاری		
ایید	بی توجهی به افق زمانی سرمایه‌گذاری		
ایید	حسابداری ذهنی		

پایایی مرکب

شرط برقراری پایایی سازه این است که اندازه پایایی مرکب (CR) از $0/7$ بزرگتر و اندازه متوسط واریانس استخراج شده (AVE) از $0/5$ بزرگتر باشد (فورنل و لارکر، ۱۹۸۱). البته مکنز و همکاران (۱۹۹۶) مقدار $0/4$ به بالا را برای AVE کافی دانسته‌اند (به نقل از داوری و رضازاده، ۱۳۹۲).

تدوین چک‌های امتیازی

به منظور تعیین این مرحله از ابزار تحقیق می‌بایست، با مرور مقالات و تحقیقات تایید شده از مرحله ارزیابی حیاتی، اقدام به تعیین مولفه‌های فرعی و شاخص‌های پژوهش نماییم. بدین منظور تا حدی خلاصه‌ای از تحقیقات انجام شده، که دارای شاخص‌های مد نظر تحقیق بودند در قسمت زیر ارائه شده است تا در نهایت اقدام به تعیین چک لیست امتیازی گردد.

تعیین چک لیست سوگیری‌های رفتاری مدیران

مکتب یا دیدگاه مالی رفتاری که از تلفیق روانشناسی و مالی به وجود آمده است اظهار می‌دارد که روانشناسی در تصمیم‌گیری مالی نقش ایفا می‌نماید. از آنجا که خطاهای شناختی و انحرافات بر نظریات سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارند، بنابراین بر گزینه‌های مالی نیز اثر گذارند. مالی رفتاری، مطالعه‌ی نحوه‌ی تحلیل و تفسیر افراد از اطلاعات برای اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری آگاهانه می‌باشد.

تعریف تورش‌های رفتاری یا سوگیری‌های رفتاری مدیران

در مالیه‌ی رفتاری، ویژگی‌های رفتاری که بر فرآیند تصمیم‌گیری‌های افراد موثرند مورد مطالعه قرار می‌گیرند. این ویژگی‌ها «تورش‌های رفتاری» نامیده می‌شوند (روبایی و همکاران، ۱۳۹۵). باتوجه به توضیحات داده شده، اقدام بررسی فراوانی سوگیری‌های رفتاری از طریق روش امتیازی می‌نماییم تا مولفه‌هایی که بالاترین فراوانی را بدست آورده باشند، برای تهیه چک‌لیست مورد استفاده قرار گیرند:

جدول (۴) تعیین مولفه‌های اصلی سوگیری رفتاری مدیران

عاطفی	شناختی	منفعت طلبی	پدیده‌های غیر عادی	رفتار اقتصادی	رفتارهای مکاشفه‌ای	تورش‌های حاصل از نتایج	تورش‌های ترجیحی	تورش‌های قضاوتی	معیارهای اصلی سوگیری رفتاری مدیران
									محققان
-	-	-	*	*	-	-	*	*	استانباگ و یوان ^۱ (۲۰۱۷)
-	-	*	-	*	-	-	-	-	لی و همکاران ^۲ (۲۰۱۷)
-	*	-	-	-	-	-	-	*	برونو و ژنو ^۳ (۲۰۱۷)
-	-	-	-	-	-	-	-	-	مالمندیر و ژنگ ^۴ (۲۰۱۵)
-	-	*	-	*	-	-	-	-	هرسیو و اورینگان ^۵ (۲۰۱۴)
*	-	*	*	*	*	*	-	*	گیلز و هسو ^۶ (۲۰۱۱)
*	-	-	-	-	-	-	*	-	مالمندیر و همکاران ^۷ (۲۰۱۱)
-	-	-	-	*	-	-	-	-	فلین سیمئون ^۸ (۲۰۰۸)
-	-	-	*	-	-	-	-	*	کانمن و ریپ ^۹ (۱۹۹۸)
-	-	-	-	*	-	-	*	-	گیلز و هسو ^{۱۰} (۲۰۱۱)
-	-	*	*	-	-	*	*	*	دارابی و همکاران (۱۳۹۵)
*	-	*	*	*	-	-	-	*	فدایی نژاد و همکاران (۱۳۹۴)
-	-	*	-	*	-	-	-	*	سیف الهی و همکاران (۱۳۹۴)
-	*	-	*	-	-	*	-	*	طالب نیا و تختایی (۱۳۹۳)
-	-	-	-	-	*	-	-	*	فلاح پور و عبداللهی (۱۳۹۰)
۳	۲	۶	۶	۸	۲	۳	۳	۹	جمع

نکته: همانطور که مشاهده می‌کنید فقط تحقیقاتی که به صورت مقالات علمی بودند و این معیارها را به عنوان معیارهای سوگیری رفتاری مدیران مد نظر قرار داده‌اند، مورد بررسی قرار گرفتند.

- 1 Stambaugh and Yuan
- 2 Lee et al
- 3 Bruno and Zuo
- 4 Malmendier & Zheng
- 5 Herciu & Ogrea
- 6 Gilles & Hsu
- 7 Malmendier et al
- 8 Flynn Simone
- 9 Kahneman & Riepe
- 10 Gilles & Hsu

همانطور که مشاهده می‌فرمایید، تورش‌های قضاوتی، تورش‌های رفتار اقتصادی، تورش‌های پدیده‌های غیر عادی (قیمت و بازده سهام) و تورش منفعت‌طلبانه به عنوان ۴ مولفه‌ی اصلی سوگیری‌های رفتاری مدیران بدلیل داشتن بیشترین فراوانی در تحقیقات بررسی شده، شناسایی شدند. حال به منظور تعیین چک لیست این مولفه‌ها از طریق جدول زیر اقدام می‌کنیم:

تحلیل نتایج از طریق دلفی

انجام دور اول دلفی

به منظور مشخص نمودن شاخص‌های مرتبط با متغیرهای پژوهش از روش دلفی استفاده می‌گردد. در این بخش اعضای پانل شامل ۱۸ نفر از اساتید دانشگاه هستند. با توجه به مفهوم اصلی یعنی سوگیری رفتاری مدیران شناسایی می‌شود. و مجموعاً ۵۶ شاخص که ۱۵ شاخص مربوط به مولفه‌های سوگیری‌های رفتاری مدیران می‌باشند. برای سنجش آن‌ها از طیف ۷ گانه‌ی لیکرت استفاده گردید. برای انجام دور اول دلفی در انتهای شاخص‌های مربوط به هر مؤلفه، محلی، برای اضافه نمودن شاخص‌های اضافی از دیدگاه پاسخگویان در نظر گرفته شد. پس از طراحی پرسشنامه‌های دور اول، کار توزیع آن‌ها آغاز گردید. مهم‌ترین مسئله برای دسترسی به پاسخگویان، پراکندگی و جدایی آن‌ها از یکدیگر بود. از آنجاکه اغلب پاسخگویان، متخصصان حسابداری و مدیریت مالی از دانشگاه بودند، با تعیین وقت قبلی و مراجعه به محل کار آن‌ها، پرسشنامه‌ها به آن‌ها تحویل داده شد.

جدول (۵) نتایج دور اول دلفی

معیار سنجش شاخص‌ها	شاخص‌ها		مؤلفه‌های پژوهش
	میانگین	ضریب توافق	
تایید	۵/۲۶۱	۰/۷۶	رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر قضاوت مدیران
تایید	۵/۰۴۷	۰/۶۸	
تایید	۵/۱۱۲	۰/۷۱	
تایید	۵/۱۰۴	۰/۷	
حذف	۳/۷۸۴	۰/۳۴	
تایید	۵/۰۵۱	۰/۶۹	رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر رفتار اقتصادی مدیران
تایید	۵/۱۱۸	۰/۷۱	
تایید	۵/۱۷۲	۰/۷۴	
حذف	۴/۴۷۳	۰/۴۳	
تایید	۵/۰۹۲	۰/۷	
حذف	۴/۳۲۱	۰/۴۱	رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر انگیزه‌های منفعت‌طلبانه مدیران
تایید	۵/۳۸	۰/۸۳	
تایید	۵/۱۵	۰/۶۹	

معیار سنجش شاخص‌ها			شاخص‌ها	مولفه‌های پژوهش
تایید/حذف	ضریب توافق	میانگین		
حذف	۰/۳۹	۳/۷۸۳	انگیزه‌های فرصت طلبانه	رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر پدیده‌های غیر عادی
حذف	۰/۲۸	۴/۰۲	اجتناب مالیاتی	
حذف	۰/۲۹	۳/۰۸۹	چسبندگی هزینه	
تایید	۰/۶۹	۵/۰۲۱	سیاست‌های تقسیمی سود	
تایید	۰/۸۲	۵/۳۲۶	محافظه کاری	
حذف	۰/۳۳	۴/۰۷	بی توجهی به افق زمانی سرمایه‌گذاری	
تایید	۰/۷۸	۵/۱۳	حسابداری ذهنی	

همانطور که در جدول (۵) مشاهده می‌شود، به منظور تایید/حذف شاخص‌های مرتبط با متغیرهای پژوهش از دو معیار میانگین و ضریب توافق استفاده شده است. براساس این دو معیار با توجه به ۷ گزینه‌ای بودن مقیاس لیکرت برای چک لیست‌های پژوهش، شاخص‌هایی که زیر ۵ امتیاز کسب نموده باشند با توجه به میانگین و شاخص‌هایی که امتیاز زیر ۰/۵ را کسب نموده باشند براساس حد ضریب توافق، حذف می‌شوند و از ادامه بررسی منع می‌گردد. به عبارت دیگر، معیار تایید و حذف ریز شاخص‌های متغیرهای پژوهش، معیارهای میانگین و ضریب توافق بود. براساس تحقیق دیگر و واینچ (۲۰۱۰) برای ارزیابی انتقادی معیارهای دلفی معمول است که براساس مقیاس لیکرت ۷ گزینه‌ای، میانگین‌های زیر ۵ و ضریب توافق ۰/۵، معیار مناسبی برای حذف شاخص محسوب می‌شوند.

دور دوم دلفی

در این مرحله هیچ متغیری حذف نگردید و براساس نتایج مشخص گردید در این دور دلفی میانگین‌های کسب شده بالای ۵ و ضریب توافق بیان اعضای پانل بالای ۰/۵ بود و تمامی معیارها تایید شد. بنابراین می‌توان گفت تحقیق در دوره دوم دلفی با توجه به نتایج کسب شده به نقطه‌ی اشباع تئوریک رسیده است.

جدول (۶) دور دوم دلفی

معیار سنجش شاخص‌ها			شاخص‌ها	مولفه‌های پژوهش
تایید/حذف	ضریب توافق	میانگین		
تایید	۰/۷۹	۵/۲۴	خطای بیش اطمینانی	رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر قضاوت مدیران
تایید	۰/۸۰	۵/۳۳	خطای خوش بینی	
تایید	۰/۷۰	۵/۱۸	خطای پیش بینی سود	
تایید	۰/۷۲	۵/۱۷	خطای ناشی از کوتاه بینی	
تایید	۰/۶۹	۵/۳۲	سرمایه‌گذاری بیش از حد	

معیار سنجش شاخص‌ها			شاخص‌ها	مولفه‌های پژوهش
تایید/حذف	ضریب توافق	میانگین		
تایید	۰.۶۴	۵.۲۱	ناکارایی سرمایه‌گذاری	رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر رفتار اقتصادی مدیران
تایید	۰.۵	۵.۵	محدودیت‌های تامین مالی	
تایید	۰.۵۸	۵.۷	ارزش‌گذاری بیش از حد پروژه‌های آتی	
تایید	۰.۸۳	۵.۹۷	مدیریت سود واقعی	رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر انگیزه‌های منفعت‌طلبانه مدیران
تایید	۰.۹۴	۶	مدیریت سود تعهدی	
تایید	۰.۶۲	۵.۱	سیاست‌های تقسیمی سود	رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر پدیده‌های غیر عادی
تایید	۰.۷۸	۵.۳۸	محافظه کاری	
تایید	۰.۹۹	۵.۸۸	حسابداری ذهنی	
تایید	۰.۹۸	۶.۳	دقت پیش‌بینی سود	بینش مدیریتی
تایید	۰.۸۸	۵.۷۹	کاهش ریسک سقوط	
تایید	۰.۹۸	۶.۳	افشای به موقع اطلاعات	
تایید	۰.۸۸	۵.۷۹	کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی	

جمع‌بندی و تعیین فراوانی فاکتورهای تایید شده براساس روش دلفی

در جدول (۷) می‌توان نمای کلی تحقیق در رابطه با فاکتورهای اصلی و فاکتورهای فرعی تحقیق را مشاهده نماییم. همانطور که مشاهده می‌فرمایید، بیشترین درصد فراوانی مربوط به هم‌نوایی با جمع به عنوان یکی از فاکتورهای علل فردی ایجادکننده‌ی مولفه‌های پژوهش می‌باشد. این ترسیم می‌تواند نمایی مناسبی از دیدگاه محقق و اعضای پانل در مورد مولفه‌های پژوهش محسوب می‌شود.

جدول (۷) فراوانی فاکتورهای تحقیق

فراوانی	تعداد	مولفه‌های فرعی	مولفه اصلی
۱۳.۷۹٪	۴	رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر قضاوت مدیران	سوگیری‌های رفتاری مدیران
۱۳.۷۹٪	۴	رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر رفتار اقتصادی مدیران	
۱۰.۳۴٪	۲	رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر انگیزه‌های منفعت‌طلبانه مدیران	
۱۰.۳۴٪	۳	رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر پدیده‌های غیر عادی	

همانطور که مشاهده می‌شود بعد از راند دوم دلفی ۲۶ شاخص در قالب ۹ مولفه تایید شدند که براساس آن درصد فراوانی هر یک از شاخص‌ها در قالب مولفه‌های فرعی مشخص گردیدند.

فرایند تحلیل سلسله مراتبی خاکستری

فرایند تحلیل سلسله مراتبی یکی از شناخته شده ترین و پرکاربردترین روش‌های تصمیم‌گیری چند شاخصه است که توانایی اندازه‌گیری میزان سازگاری ترجیحات و در نظر گرفتن معیارهای ملموس و غیرملموس را دارد. تحلیل رابطه خاکستری یا GRA صرفاً یک تکنیک تصمیم‌گیری چند معیاره است که اصول و قواعد خودش را دارد و لزوماً با استفاده از اعداد خاکستری حل نمی‌شود. در این پژوهش به علت ذهنی و مبهم بودن قضاوت‌های خبرگان از فرایند تحلیل سلسله مراتبی خاکستری استفاده شده است. در ادامه، مراحل فرایند تحلیل سلسله مراتبی خاکستری ارائه شده است.

تحلیل فرآیندی خاکستری

به منظور محاسبه وزن معیارهای پژوهش با استفاده از فرایند تحلیل سلسله مراتبی خاکستری بدین ترتیب عمل می‌کنیم. بدین منظور، پس از شکل‌گیری ماتریس مقایسه زوجی مسئله، نظر خبرگان جمع‌آوری شد. در گام بعد، میزان ناسازگاری هر یک از ماتریس‌های مقایسه زوجی مشخص گردید. چنانچه مقدار ناسازگاری پرسشنامه‌های مقایسه زوجی در حد استاندارد (کمتر از ۰/۱) باشد، می‌توان گام بعد را آغاز کرد، در غیر این صورت پرسشنامه‌های مقایسه زوجی به خبرگان بازگردانده می‌شوند تا بازنگری شوند. در جدول (۸) نتایج به دست آمده از محاسبات فرایند تحلیل سلسله مراتبی خاکستری مشاهده می‌شود.

جدول (۸) نتایج فرایند تحلیل سلسله مراتبی خاکستری

وزن نهایی شاخص‌ها	وزن شاخص‌ها		شاخص‌ها	وزن معیارها		مولفه‌های پژوهش
	حد بالا	حد پایین		حد بالا	حد پایین	
(U)	(L)	(U)	(L)	(U)	(L)	
۰/۳۸۲	۰/۲۷۷	۰/۳۸۲	۰/۳۳۱	۰/۸۶	۰/۷۳	رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر قضاوت مدیران
۰/۳۰۲	۰/۱۹۲	۰/۳۰۲	۰/۲۰۹			
۰/۴۱۸	۰/۲۹۸	۰/۴۱۸	۰/۳۴۰			
۰/۲۸۰	۰/۱۴۴	۰/۲۸۰	۰/۱۶۱			
۰/۲۹۰	۰/۱۱۰	۰/۲۸۹	۰/۱۳۹	۰/۷۰	۰/۶۱	رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر رفتار اقتصادی مدیران
۰/۶۱۹	۰/۴۱۴	۰/۶۱۹	۰/۴۷۹			

وزن شاخص‌ها		وزن شاخص‌ها		شاخص‌ها	وزن معیارها		مولفه‌های پژوهش
حد بالا (U)	حد پایین (L)	حد بالا (U)	حد پایین (L)		حد بالا (U)	حد پایین (L)	
۰/۶۲۲	۰/۳۰۵	۰/۶۲۲	۰/۳۴۹	محدودیت‌های تامین مالی			
۰/۹۳۵	۰/۶۷۹	۰/۹۳۵	۰/۷۱۸	ارزش‌گذاری بیش از حد			
۰/۴۹۰	۰/۲۴۰	۰/۴۸۹	۰/۲۸۸	مدیریت سود واقعی	۰/۹۲	۰/۷۶	رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر انگیزه‌های منفعت‌طلبانه مدیران
۰/۵۷۶	۰/۲۹۶	۰/۵۳۶	۰/۳۲۱	مدیریت سود تعهدی			
۰/۸۸۴	۰/۵۲۲	۰/۸۸۴	۰/۵۵۱	سیاست‌های تقسیمی سود	۰/۶۸	۰/۵۱	رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر پدیده‌های غیر عادی
۰/۶۶۸	۰/۴۰۴	۰/۶۶۸	۰/۴۵۳	محافظه کاری			
۰/۲۲۴	۰/۱۱۹	۰/۲۲۹	۰/۱۵۶	حسابداری ذهنی			

همانطور که مشاهده می‌شود تمامی مولفه‌ها و شاخص‌ها مقدار ناسازگاری زیر ۰/۱ دارند.

جدول (۹) تحلیل شاخص‌های روش ویکور خاکستری

کد	S_i^U	S_i^L	R_i^U	R_i^L	Q_i^U	Q_i^L	شناخت سوگیری مدیرعامل
V1	۱/۲۳۸۲۹۲	۱/۹۳۸۷۲۶	۰/۳۰۲۹۲۹	۰/۶۹۳۸۷۲	۰/۴۰۳۰۰۲	۰/۵۶۳۵۷۲	رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر قضاوت مدیران
V2	۱/۶۴۸۷۳	۲/۵۴۸۳۷	۰/۳۹۰۲۹۰	۰/۷۵۴۸۳۲	۰/۵۸۴۷۲۶	۰/۸۱۷۲۶۲	رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر رفتار اقتصادی مدیران
V3	۰/۶۳۷۷۶۲	۱/۰۰۹۱۸۷	۰/۱۳۹۸۹۲	۰/۳۲۰۹۰۱	۰/۱۹۲۰۰۱	۰/۲۸۳۷۶۱	رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر انگیزه‌های منفعت‌طلبانه مدیران
V4	۱/۹۳۸۲۶۲	۲/۸۹۳۸۲۶	۰/۴۷۳۶۲۶	۰/۹۷۲۶۶۲	۰/۵۳۵۲۷۱	۰/۹۲۸۸۸۱	رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر پدیده‌های غیر عادی
					R^-	R^*	شاخص‌ها
					۱	۰/۴۴۸۳۷	مقدار شاخص‌ها

از آنجایی که شاخص Q نشان‌دهنده مهمترین قانون در تحلیل راف، یعنی مهمترین ویژگی برای تعدیل یا بهبود قلمداد می‌شود، در این پژوهش براساس جدول (۹) مشخص شد، Q مربوط به رفتارهای سوگیرانه مبتنی بر پدیده‌های غیرعادی (V4) است. اما از آنجایی که براساس دستورالعمل راف معکوس بالاترین معیار شاخص مرکز است، پس پایین‌ترین مولفه یعنی رفتارهای سوگیرانه مبتنی بر انگیزه‌های منفعت‌طلبی مدیران (V3) به

عنوان مهمترین شناخت از رفتارهای سوگیرانه محسوب می‌شود که باعث افزایش سطح اثربخشی کارایی سرمایه‌گذاری از طریق ارتقای سطح قابلیت‌های رقابتی سرمایه‌گذاری و باعث کاهش محدودیت‌های مالی از طریق ارتقای سطح قابلیت‌های اطمینان‌پذیری خواهد شد. همچنین در رتبه دوم اهمیت شناخت سوگیری‌های مدیرعامل، مولفه رفتارهای سوگیرانه مبتنی بر قضاوت مدیران (V1) قرار گرفته است.

جامعه و نمونه‌ی آماری

جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های بورسی در طول دوره زمانی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ بوده است. چگونگی انتخاب نمونه، به صورتی بوده است که در هر مرحله از میان تمامی شرکت‌های بورسی در ابتدای سال ۱۳۹۱، شرکت‌هایی که حائز ویژگی‌های زیر نبوده‌اند، حذف شده و شرکت‌های موجود برای انجام آزمون انتخاب شدند:

(۱) شرکت‌ها باید در طول دوره زمانی مورد رسیدگی تداوم فعالیت داشته و به صورت مداوم در بورس فعال باشند.

(۲) نمونه آماری تنها دربرگیرنده شرکت‌های تولیدی و صنعتی است.

(۳) سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.

با توجه به اعمال شرایط فوق، در نهایت، پس از طی مراحل مزبور، تعداد ۱۰۱ شرکت در برگیرنده ۱۰۵۰ سال-شرکت برای بررسی این موضوع انتخاب شد. که مطابق با جدول زیر است:

جدول (۱۰) تعیین حجم نمونه آماری

تعداد شرکت	تعداد شرکت	شرح
۷۴۰		تعداد کل شرکت‌هایی که تا پایان سال ۱۳۹۷ عضو شده‌اند
	۹۷	شرکت‌های لغو پذیرش شده در بین سال ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۷
	۱۲۷	شرکت‌هایی که بین سال‌های ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۶ وارد بورس شده‌اند
	۱۱۲	شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها غیر از پایان اسفند ماه است
	۱۰۲	شرکت‌های بیمه‌ای، واسطه‌گری مالی و شرکت‌های هلدینگ
	۸۵	شرکت‌هایی که سهام آنها بیش از سه ماه معامله نشده است
	۱۱۶	شرکت‌هایی با داده‌های مفقوده طی سال‌های ۱۳۹۱-۱۳۹۷
(۶۳۹)		جمع
۱۰۱		حجم نمونه آماری انتخاب شده

سنجش متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته پژوهش

گرایش احساسی سرمایه‌گذاران: (i,t) - [EMSI]) در این پژوهش برای اندازه‌گیری گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران از شاخص گرایش احساسی بازار سرمایه استفاده شد. این شاخص توسط جونز (۲۰۰۵) و با تعدیل مدل ارائه شده توسط پرساود (۱۹۹۶) بسط داده شده است (ما و همکاران، ۲۰۱۸).

بنابراین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با استفاده از مدل زیر اندازه‌گیری خواهد شد: که در مدل فوق؛ بازده سالانه شرکت i در سال t ؛ رتبه نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت i که از میانگین انحراف معیار بازده سهام ۳ سال قبل از t استفاده می‌شود؛ میانگین رتبه بازده سالانه سهام شرکت‌های پرتفوی (در این پژوهش شرکت‌های نمونه بر اساس اندازه (لگاریتم ارزش بازار شرکت) مرتب و بر اساس ۵ پرتفوی از کوچک به بزرگ طبقه‌بندی می‌شوند؛ به طوری که پرتفوی شماره یک شرکت‌های با کمترین مقدار معیار مورد نظر و پرتفوی شماره ۵ شامل شرکت‌های با بیشترین مقدار معیار در آن سال باشد) و؛ میانگین رتبه نوسان‌پذیری تاریخی سهام شرکت‌های پرتفوی.

متغیرهای مستقل

رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر انگیزه‌های منفعت‌طلبانه مدیران

در این پژوهش با توجه به تحلیل دلفی از دومتغیر مدیریت سود واقعی و مدیریت سود تعهدی به طور جداگانه استفاده می‌شود.

مدیریت سود تعهدی

استفاده‌ی فرصت‌طلبانه از ارقام تعهدی در واقع به منظور افزایش درآمدهای جاری از طریق حجیم کردن ارقام تعهدی در طول زمان اندازه‌گیری می‌شود. (دی م‌ا و همکاران^۱، ۲۰۱۷). گیولی و هاین^۲ (۲۰۰۰) استدلال نمودند که محافظه‌کاری به ایجاد حجم زیادی از ارقام تعهدی منفی منجر خواهد شد. بر این اساس به پیروی از تحقیق گارسیا لارا و همکاران^۳ (۲۰۰۹) می‌توان استنباط نمود، شرکت‌های تهاجمی‌تری که مداومت زیادی در استفاده از ارقام تعهدی برای افزایش درآمدهای جاری خود دارند، کمتر ارقام تعهدی منفی را ارائه می‌کنند. بر این اساس به منظور سنجش این متغیر از متغیر مجازی برای استفاده فرصت‌طلبانه از ارقام تعهدی برای افزایش درآمدهای جاری براساس میانگین درآمد کل ارقام تعهدی طی سه سال گذشته محاسبه می‌شود. در واقع ارقام تعهدی از تفاوت بین سود عملیاتی با جریان وجه نقد عملیاتی محاسبه می‌شود و بر میانگین کل دارایی‌ها تقسیم می‌شود. ضریب باقیمانده‌ی رگرسیون بالای ارقام تعهدی نشان‌دهنده‌ی استفاده‌ی فرصت‌طلبانه ارقام تعهدی جهت افزایش

1 Di Meoa et al
2 Givoly and Hayn
3 Garcia Lara et al

درآمدهای جاری محسوب می‌شود. در این پژوهش به منظور سنجش این متغیر ابتدا می‌بایست از طریق مدل دیچو و دیچاو^۱ (۲۰۰۲) ارقام تعهدی را محاسبه نماییم که شامل:

$$\Delta WC_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it-1} + \beta_2 CFO_{it} + \beta_3 CFO_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

ΔWC_{it} : تغییر سرمایه در گردش شرکت i در زمان t
 CFO_{it-1} : جریان نقد عملیاتی شرکت i در زمان $t-1$
 CFO_{it} : جریان نقد عملیاتی شرکت i در زمان t
 CFO_{it+1} : جریان نقد عملیاتی شرکت i در زمان $t+1$
 ε_{it} : باقیمانده‌ی رگرسیون یا نماد کیفیت ارقام تعهدی

براساس توضیحات داده شده، باقیمانده‌ی رگرسیون بالاتر نشان‌دهنده‌ی انگیزه‌های فرصت طلبانه‌ی مدیران به منظور افزایش درآمدهای جاری از محل ارقام تعهدی می‌باشد.

مدیریت سود واقعی

در این تحقیق، مطابق با پژوهش رویچودری^۲ (۲۰۰۶)، کوهن و همکاران^۳ (۲۰۰۸) و کوهن و زاروین^۴ (۲۰۱۰) برای اندازه‌گیری مدیریت واقعی سود از سه معیار جریان نقد عملیاتی غیرعادی، هزینه‌های تولیدی غیرعادی و هزینه‌های اختیاری غیرعادی که به ترتیب از طریق مقادیر باقیمانده حاصل از برآورد مدل‌های زیر محاسبه می‌گردد، استفاده شده است:

$$\frac{CFO_{it}}{A_{it-1}} = a_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + a_2 \left(\frac{Sales_{it}}{A_{it-1}} \right) + a_3 \left(\frac{\Delta Sales_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

$$\frac{PROD_{it}}{A_{it-1}} = a_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + a_2 \left(\frac{Sales_{it}}{A_{it-1}} \right) + a_3 \left(\frac{\Delta Sales_{it}}{A_{it-1}} \right) + a_4 \left(\frac{\Delta Sales_{it-1}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

$$\frac{DISCE_{it}}{A_{it-1}} = a_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + a_2 \left(\frac{Sales_{it-1}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

که در مدل‌های فوق:

CFO_{it} : جریان نقد عملیاتی شرکت i در زمان t

$Sales_{it}$: فروش شرکت i در زمان t

A_{it-1} : جمع دارایی‌های ابتدای دوره شرکت i در زمان t

$PROD_{it}$: هزینه‌های تولیدی (مجموع بهای تمام‌شده کالای فروش‌رفته و تغییرات موجودی مواد و کالا) شرکت i در زمان t

$DISCE_{it}$: هزینه‌های اختیاری (هزینه‌های تبلیغات، عمومی، اداری و فروش) شرکت i در زمان t

ε_{it} : جزء باقیمانده مدل و نشان‌دهنده سطح غیرعادی متغیر برآوردشده در هرمدل می‌باشد.

1 Dechow & Dichev

2 Roychowdhury

3 Cohen et al

4 Cohen & Zarowin

از آنجاکه بکارگیری هریک از معیارهای فوق به تنهایی، ممکن است باعث بروز خطا در اندازه‌گیری متغیر مدیریت سود واقعی شود، لذا مشابه با تحقیقات قبلی معیارهای سه‌گانه فوق (جریان نقد عملیاتی غیرعادی، هزینه‌های تولیدی غیرعادی و هزینه‌های اختیاری غیرعادی) در یک شاخص ترکیبی با یکدیگر ترکیب می‌شوند. بدین منظور پس از محاسبه این معیارها، مقادیر استاندارد شده هریک از معیارهای مذکور با یکدیگر جمع شده تا بدین ترتیب، معیار ترکیبی مدیریت سود واقعی (REM) برای هر شرکت بدست آید. استفاده از این معیار ترکیبی، چولگی ناشی از بکارگیری مجزای هریک از معیارهای مدیریت سود واقعی را کاهش داده و معیار دقیق‌تری را برای آزمون فراهم می‌آورد (ساهن^۱، ۲۰۱۶).

متغیرهای کنترلی

- دوره‌ی تصدی مدیر عامل^۲ (CEO Tenure): دوره‌ی تصدی مدیر عامل بر اساس طول زمان افزایش می‌یابد. (شن^۳، ۲۰۰۳). مدیران عامل در ابتدای دوره‌ی تصدی شان نیاز به توسعه‌ی مهارت‌های مدیریتی خود جهت برآورده ساختن نیازهای شغلی جدیدشان بر می‌آیند. پس از آن احتمال دارد در صد رفع انگیزه‌های فرصت طلبانه شان بر بیایند. همینطور فردریکسون و همکاران^۴ (۱۹۹۸) بیان نمودند که مدیران اگر دوره‌ی تصدی شان کمتر از سال باشد، آنها در صدد برآورده ساختن نیازهای حیطه‌ی‌های حرفه‌ای خود هستند، و بعد از آن ممکن است شروع به قدرت طلبی و کسب جایگاه برای خود باشند. بر این اساس به پیروی از تحقیق دی م^۴ و همکاران (۲۰۱۷) و بیچاک و همکاران (۲۰۰۹) از ۰ و ۱ برای سنجش این متغیر استفاده می‌شود، به این صورت که اگر مدیرعامل شرکت ۳ سال یا بیشتر از آن تصدی مدیر عاملی یک شرکت را بر عهده داشته باشند عدد ۱ در غیر اینصورت عدد ۰ به آنها داده می‌شود.
- اندازه‌ی هیئت مدیره (BSIZE): این متغیر، تعداد افراد موجود در هیئت مدیره شرکت‌ها تعریف شده است (گامپیرس و همکاران، ۲۰۰۳؛ دیانتی و ملک محمودی، ۱۳۹۲؛ دی م^۴ و همکاران (۲۰۱۷).
- استقلال هیئت مدیره (BIND): در این پژوهش همانند پژوهش خدادادی و همکاران (۱۳۹۵) و بیچاک و همکاران (۲۰۰۹) برای سنجش این متغیر از نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره استفاده می‌شود.
- اندازه شرکت (Size): برای سنجش اندازه شرکت، همانند پژوهش رگو و ویلسون (۲۰۱۲) و هیگینز و همکاران (۲۰۱۵) از لگاریتم خالص فروش سالیانه شرکت استفاده شده است.
- مالکیت نهادی (INST): عبارتست از مجموع سهام تحت تملک بانک‌ها و بیمه‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های تامین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سازمان‌ها و نهادهای دولتی، تقسیم بر کل تعداد سهام منتشره شرکت (ساهن، ۲۰۱۶).

1 Sohn

2 CEO tenure

3 Shen

4 Fredrickson et al

- اهرم مالی (LEV): عبارتست از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها.
- نسبت وجه نقد عملیاتی (Cash Flow): عبارتست از نسبت وجه نقد عملیاتی به کل دارایی‌های شرکت.
- سهم بازار (Market Share): به منظور سنجش این متغیر بر اساس پژوهش لونتیس و همکاران^۱ (۲۰۱۱) از نسبت فروش هر شرکت به میانگین فروش صنعتی که شرکت مزبور در آن فعالیت دارد، استفاده می‌شود. بنابراین بالا بودن این نسبت نشان‌دهنده‌ی سهم بیشتر شرکت در بازار است.

تدوین فرضیه‌های پژوهش

باتوجه به نتایج بدست آمده فرضیه‌های زیر ارائه می‌شود:

فرضیه اصلی: رفتاری‌های سوگیرانه مبتنی بر انگیزه‌های منفعت‌طلبانه مدیران بر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران تاثیر معناداری دارد.

فرضیه فرعی اول: مدیریت سودتعه‌دی بر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران تاثیر معناداری دارد.

فرضیه فرعی دوم: مدیریت سودواقعی بر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران تاثیر معناداری دارد.

تدوین مدل‌های پژوهش

مدل آزمون فرضیه اصلی

$$SENT_{it} = \delta_0 + \delta_1 AEM_{it} + \delta_2 REM_{it} + \delta_3 CEO\ tenure_{it} + \delta_4 BSIZE_{it} + \delta_5 BIND_{it} + \delta_6 Size_{it} + \delta_7 INST_{it} + \delta_8 Lev_{it} + \delta_9 Cash\ Flow_{it} + \delta_{10} Market\ Share_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

$SENT_{it}$ گرایش احساسی سرمایه‌گذاران

AEM_{it} مدیریت سود تعهدی به عنوان مولفه اول سوگیری منفعت طلبی شرکت i در زمان t

REM_{it} مدیریت سود نقدی به عنوان مولفه دوم سوگیری منفعت طلبی شرکت i در زمان t

$CEO\ tenure_{it}$ دوره تصدی مدیرعامل شرکت i در زمان t

$BSIZE_{it}$ اندازه هیئت مدیره شرکت i در زمان t

$Size_{it}$ اندازه شرکت i در زمان t

$INST_{it}$ مالکیت نهادی شرکت i در زمان t

Lev_{it} اهرم مالی شرکت i در زمان t

$Cash\ Flow_{it}$ نسبت جریان نقدعملیاتی به کل دارایی‌های شرکت i در زمان t

$Market\ Share_{it}$ سهم بازار شرکت i در زمان t

¹ Leventis et al

آمار توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی می‌باشد را برای نمونه‌ای متشکل از ۸۰۸ شرکت-سال مشاهده در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۷ نشان می‌دهد. آمار توصیفی در قالب جدول (۱۰) ارائه می‌شود که نشان‌دهنده‌ی معیارهای میانگین، میانه، انحراف معیار، کمینه و بیشینه می‌باشد.

جدول (۱۰) آمار توصیفی پژوهش

کشدگی	چولگی	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	میانه	میانگین	
۰/۰۹۲۸	۱/۱۲۷	۰/۶۹۸	-۰/۷۰۷	۰/۱۳۲	-۰/۰۵۱	-۰/۰۵۹	مدیریت سودتعه‌دی
۰/۰۳۱۹	۰/۸۳۶۲	۴/۶۵۵	-۴/۰۰۸	۰/۸۹۱	-۰/۰۳۱	۰/۰۰۸	مدیریت سودواقعی
۰/۰۳۸۹	۰/۹۱۹۸	۱۴/۳۲۰	-۱/۷۶۲	۱/۷۷۲	۱/۸۲۸	۲/۰۱۷	گرایش احساسی سرمایه‌گذاران
۴/۳۰۲	۲/۳۳۷	۵	۱	۱/۱۰۴	۲/۲۷۶	۳/۱۰۸	دوره‌ی تصدی مدیر عامل
۰/۲۷۸	۰/۶۱۱	۱۹/۱۴۹	۱۰/۰۳۱	۱/۶۹۳	۱۳/۸۸۶	۱۴/۱۶۰	اندازه شرکت
۳/۳۸۲	۰/۹۳۸	۰/۸	۰/۲	۰/۱۴۱	۰/۶	۰/۶۲۷	استقلال هیات مدیره
۱/۲۰۹	۰/۲۸۸	۷	۵	۰/۳۴۸	۵	۵/۱۶	اندازه‌ی هیات مدیره
۱/۱۰۰۲	۲/۲۷۳	۰/۹۱۵	۰/۰۰۰	۰/۳۴۷	۰/۵۸۲	۰/۶۳۶	مالکیت نهادی
۳/۷۱۵	۰/۷۸۶	۲/۲۲۴	۰/۰۹۰	۰/۲۲۴	۰/۶۱۷	۰/۶۱۸	اهرم مالی
۱/۱۲۹	۰/۵۲۳	۰/۶۴۲	-۰/۳۳۶	۰/۱۲۹	۰/۱۰۶	۰/۱۲۱	وجه نقد عملیاتی
۳۷۱/۷۳۰	۱۶/۳۹۲	۱۴/۵۰	۰/۱۱۳	۰/۵۷۹	۰/۸۸۵	۰/۹۴۲	سهم بازار

(منبع: یافته‌های پژوهشگر)

همان‌گونه که در این جدول ملاحظه می‌شود به‌طور میانگین، ارقام تعهدی اختیاری در مدیریت سود واقعی حدود ۶ درصد دارایی‌های شرکت‌های نمونه است. میانگین ارزش بازار سهام برابر با ۲/۰۱۷ می‌باشد که نشان می‌دهد، بازده سالانه شرکت تقریباً دو برابر رتبه نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌های مورد بررسی می‌باشد. میانگین دوره تصدی مدیرعامل نشان داد به‌طور متوسط هر سه سال یکبار احتمال تغییر مدیرعامل در راس شرکت‌های مورد بررسی وجود دارد. همچنین، ملاحظه مقدار میانگین استقلال هیات مدیره نشان می‌دهد ۶۲ درصد کل اعضای هیات مدیره، اعضای غیر موظف در هیئت مدیره هستند. علاوه بر این، به‌طور میانگین حدود ۴۱ درصد از سهام شرکت‌های مورد بررسی تحت مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی قرار داشته، این در حالی است که برخی از شرکت‌ها نیز تقریباً در اختیار مالکین نهادی قرار دارد و برخی دیگر نیز مورد توجه این دسته از سرمایه‌گذاران قرار نگرفته‌اند. همچنین میانگین اهرم مالی شرکت‌های مورد بررسی نشان می‌دهد ۶۱/۸ درصد کل دارایی‌های شرکت‌های مورد

بررسی از محل استقرار تشکیل شده است. میانگین وجه نقد عملیاتی نیز نشان می‌دهد ۱۲/۱ درصد کل دارایی‌های شرکت‌ها در ایجاد وجه نقد عملیاتی ناشی از فرآیندهای شرکت‌ها در بازار نقش ایفا می‌نمایند.

تحلیل و آزمون فرضیه اصلی

آزمون ایستایی (مانایی)

گام نخست در تحلیل الگوهای پویا، بررسی ایستایی متغیرها می‌باشد، زیرا غیر ایستا بودن سری‌های زمانی (داشتن ریشه واحد) منجر به رگرسیون کاذب می‌شود.

جدول (۱۱) نتایج آزمون ریشه واحد

متغیر	آماره	سطح معنی‌داری	تعداد شرکت	تعداد سال-شرکت
مدیریت سودتعهدی	-۵/۳۸۸	۰/۰۰۰	۱۰۱	۸۰۸
مدیریت سودواقعی	-۷/۱۵۴	۰/۰۰۰	۱۰۱	۸۰۸
گرایش احساسی سرمایه‌گذاران	-۱۲/۳۲۹	۰/۰۰۰	۱۰۱	۸۰۸
دوره‌ی تصدی مدیر عامل	-۱۸/۳۶۶	۰/۰۰۰	۱۰۱	۸۰۸
اندازه شرکت	-۹/۴۶۳	۰/۰۰۰	۱۰۱	۸۰۸
استقلال هیات مدیره	-۱۷/۲۶۵	۰/۰۰۰	۱۰۱	۸۰۸
اندازه‌ی هیات مدیره	-۱۱/۱۷۲	۰/۰۰۰	۱۰۱	۸۰۸
مالکیت نهادی	-۱۱/۷۲۶	۰/۰۰۰	۱۰۱	۸۰۸
اهرم مالی	-۱۷/۲۰۳	۰/۰۰۰	۱۰۱	۸۰۸
وجه نقد عملیاتی	-۱۵/۱۱۰	۰/۰۰۰	۱۰۱	۸۰۸
سهم بازار	-۹/۳۶۷	۰/۰۰۰	۱۰۱	۸۰۸

نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد نشان داد که آماره احتمال آزمون کوچکتر از آماره احتمال در سطح اطمینان ۹۰، ۹۵ و ۹۹ درصد بوده از اینرو فرض صفر رد و فرض مقابل مبنی بر معنی‌دار بودن ایستایی متغیرها پذیرفته می‌شود. بنابراین کلیه متغیرها ایستا از مرتبه $I(0)$ هستند و مشکل رگرسیون کاذب وجود ندارد.

آزمون ثابت بودن واریانس پسماندها

یکی دیگر از پیش‌فرض‌ها در برازش مدل رگرسیونی فرض ثابت بودن واریانس جمله خطا می‌باشد. اگر واریانس خطا دارای جمله ثابت نباشد آن را واریانس ناهمسانی می‌گویند.

جدول (۱۲) نتایج آزمون واریانس ناهمسانی

مدل	آزمون وایت	مقدار	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون	وضعیت
فرضیه فرعی اول	آماره F	۰/۶۱۷	۰/۸۴۲	پذیرش H0	عدم وجود ناهمسانی واریانس
	مشاهده*ضریب تعیین	۰/۸۶۲	۰/۹۱۷	پذیرش H0	عدم وجود ناهمسانی واریانس
فرضیه فرعی دوم	آماره F	۰/۵۲۵	۰/۸۰۹	پذیرش H0	عدم وجود ناهمسانی واریانس
	مشاهده*ضریب تعیین	۰/۸۷۳	۰/۷۹۹	پذیرش H0	عدم وجود ناهمسانی واریانس

بررسی نتایج حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس نشان می‌دهد سطح معنی‌داری مقدار آماره F در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار نیست و یا به عبارت دیگر مقادیر آماره F به دست آمده از مدل از مقادیر مربوط به آماره جدول کوچک‌تر می‌باشد بنابراین فرضیه H0 مبنی بر همسانی واریانس جملات خطا مورد تأیید قرار می‌گیرد. از این رو می‌توان استدلال کرد که داده‌ها از واریانس همسانی برخوردار هستند.

آزمون خودهمبستگی سریالی جملات پسماند

در مطالعات اقتصادسنجی که بر مبنای سری‌های زمانی قرار دارند، فرض عدم خود همبستگی سریالی بین اجزاء اخلاص که از فروض مهم مدل کلاسیک است، اغلب نقض می‌شوند، بنابراین لازم می‌باشد که قبل از تفسیر نتایج حاصل، به بررسی پدیده خود همبستگی سریالی بین جملات اخلاص پرداخته شود.

جدول (۱۳) نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی

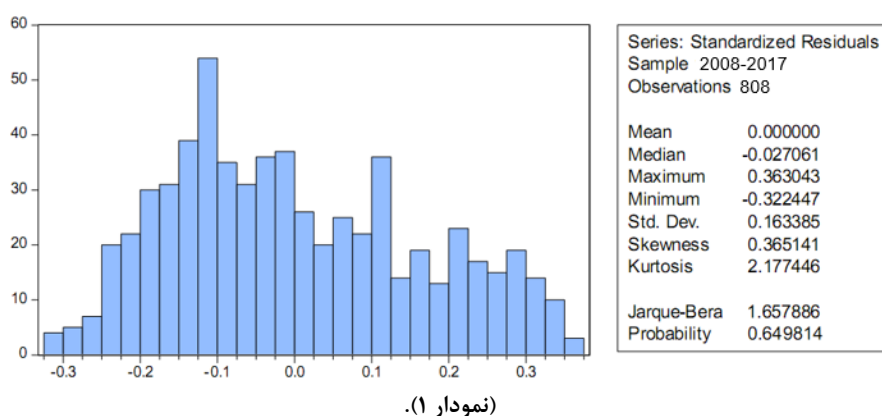
مدل	آزمون بروش گادفری	مقدار	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون	وضعیت
فرضیه فرعی اول	آماره F	۳/۵۰۴	۰/۰۷۱	پذیرش H0	عدم خودهمبستگی سریالی
	مشاهده*ضریب تعیین	۵/۲۱۷	۰/۰۶۴	پذیرش H0	عدم خودهمبستگی سریالی
فرضیه فرعی دوم	آماره F	۳/۸۷۸	۰/۰۷۷	پذیرش H0	عدم خودهمبستگی سریالی
	مشاهده*ضریب تعیین	۴/۹۹۸	۰/۰۷۴	پذیرش H0	عدم خودهمبستگی سریالی

نتایج مربوط به آزمون خودهمبستگی سریالی جملات خطا نشانگر آن است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد مقادیر احتمال مربوط به آماره F بزرگتر از ۵ درصد بوده و یا به عبارت دیگر مقادیر آماره F به دست آمده مدل از مقادیر مربوط به آماره جدول کوچکتر بوده، بنابراین فرضیه مبنی بر عدم وجود خودهمبستگی مرتبه اول سریالی، پذیرش شده و جملات اخلاص مدل دارای خودهمبستگی سریالی نمی‌باشد.

آزمون نرمال بودن باقیمانده‌ها

یکی از آزمون‌های نرمال بودن داده‌ها آزمون جاک-برا است. در هنگام استفاده از روش رگرسیون نرمال بودن اجزا خطا در مدل برآزش شده از اهمیت به سزایی برخوردار می‌باشد. اگر مقادیر محاسباتی آماره جاک-برا از مقدار

بحرانی جدول کای دو بزرگتر نباشد، نرمال بودن توزیع جملات اخلال رد نمی‌شود. همانطور که ملاحظه می‌گردد چون سطح معناداری آماره چارک-برا بزرگتر از ۵ درصد می‌باشد بنابراین فرض صفر پذیرش شده و در نتیجه داده‌ها در مدل‌های مورد بررسی از توزیع نرمال پیروی می‌کنند.



بررسی مدل به روش داده‌های ترکیبی

اکثر محققان اتفاق نظر دارند که با افزایش اندازه نمونه‌های مورد مطالعه، قدرت آزمون‌ها افزایش می‌یابد و می‌توان به نتایج آن‌ها اعتماد کرد. مشکل اساسی در زمینه جمع‌آوری داده‌های سری زمانی طولانی مدت این است که اغلب این کار برای محقق بالخصوص در کشورهای کمتر توسعه یافته مقدور نمی‌شود.

آزمون اثرات ثابت (F لیمر)

در پژوهش حاضر برای تحلیل مدل از مجموعه داده‌های ترکیبی استفاده شده است. بدین ترتیب که چند شرکت در طول زمان مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرند. در بخش داده‌های ترکیبی مطرح شده ابتدا باید مشخص شود که تفاوت فردی یا به اصطلاح ناهمگنی در مقاطع وجود دارد یا اینکه مقطع‌ها با هم همگن هستند؟ و برای این تخمین می‌بایست داده‌های آماری روی هم انباشته کرد و به روش داده‌های تلفیقی ۱ یا روش داده‌های تابلویی ۲ برآورد را انجام داد تا روش مناسب انتخاب شود.

نتایج آزمون F لیمر در جدول (۱۴) مشاهده می‌شود. بررسی نتایج جدول بیانگر رد فرضیه صفر و ناهمگن بودن مقاطع در سطح ۵ درصد می‌باشد. بنابراین با توجه به نتایج بدست آمده می‌توان بیان کرد برای آزمون فرضیه‌ها روش داده‌های تابلویی مناسب می‌باشد.

1 Pool data
2 Panel data

جدول (۱۴) نتایج آزمون اثرات مثبت

مدل انتخابی	نتیجه آزمون	سطح معنی داری	درجه آزادی	آماره F	مدل	فرضیه صفر
تابلویی	H0 رد	۰/۰۰۱۲	۱۳۱/۴۳۶	۱/۴۰۴	فرضیه اول	عرض از مبدا
تابلویی	H0 رد	۰/۰۰۳۴	(۱۲۷/۵۷۱)	۱/۲۶۱	فرضیه دوم	تمامی مقاطع با هم یکسان هستند

آزمون هاسمن

همانطور که در جدول (۱۶) مشاهده می‌گردد نتایج آزمون هاسمن نشان می‌دهد سطح معنی‌داری آماره کای‌دو برای هرمدل‌های مورد بررسی بزرگتر از ۵ درصد بدست آمده است بنابراین می‌توان بیان کرد فرضیه صفر در مدل‌های مورد بررسی پذیرش و اثرات تصادفی برای برآورد مدل مناسب است.

جدول (۱۵) نتایج آزمون اثرات تصادفی

مدل انتخابی	نتیجه آزمون	سطح معنی داری	درجه آزادی	آماره کای دو	مدل	فرضیه صفر
تصادفی	H0 پذیرش	۰/۶۲۶	۳	۰/۷۱۸	فرضیه اول	تفاوت در ضرایب
تصادفی	H0 پذیرش	۰/۶۸۱	۳	۰/۸۲۷	فرضیه دوم	سیستماتیک وجود ندارد

آزمون فرضیات تحقیق

آزمون فرضیه فرعی اول و دوم پژوهش

جدول (۱۶) نتیجه آزمون فرضیه فرعی اول و دوم پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول (۱۶) آزمون فرضیه فرعی اول و دوم پژوهش

متغیر وابسته: گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران				
دوره زمانی: ۱۳۹۰-۱۳۹۷				
تعداد شرکت‌های مورد بررسی: ۱۰۱ شرکت			دفعات مشاهدات: ۸۰۸ (سال-شرکت)	
متغیر	ضریب رگرسیونی	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی‌داری
عدد ثابت	-۰/۱۸۵	۰/۰۴۲	-۵/۴۱۱	۰/۰۱۸۴
مدیریت سودتعهدی	-۰/۰۸۷	۰/۰۳۰	-۲/۸۷۴	۰/۰۴۹
مدیریت سودواقعی	-۰/۰۴۵	۰/۰۲۳	-۳/۹۷۰	۰/۰۰۳

۰/۴۲۶	-۰/۷۹۵	۰/۰۰۳۸	-۰/۰۰۳	دوره‌ی تصدی مدیر عامل
۰/۰۰۰۲	۴/۳۹۴	۰/۰۰۲۸	۰/۰۰۱۱	اندازه شرکت
۰/۰۰۲	۳/۰۴۳	۰/۰۰۱۲	۰/۰۰۳۹	استقلال هیات مدیره
۰/۰۰۹	۴/۳۳۶	۰/۰۱۰۹	۰/۰۰۳۶	اندازه‌ی هیات مدیره
۰/۴۳۳	۰/۷۸۴۲	۰/۰۴۷۸	۰/۰۳۷۵	مالکیت نهادی
۰/۰۱۴۳	-۲/۹۶۲۱	۰/۰۷۵۸	-۰/۱۴۸۷	اهرم مالی
۶/۲۳۶ (۰/۰۰۰)		آماره F	۰/۵۷۸	ضریب تعیین
۱/۹۶۹		دوربین واتسون	۰/۵۶۹	ضریب تعیین تعدیل شده

فرضیه فرعی اول: مدیریت سود تعهدی بر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران تاثیر معناداری دارد. براساس تحلیل‌های آماری باید بیان نمود، بررسی ضریب تعیین مدل فرضیه اول می‌دهد ۵۷ درصد از کل تغییرات میزان گرایش احساسی سرمایه‌گذاران در شرکت‌ها توسط متغیرهای مستقل پژوهش تبیین شده است. همچنین بررسی معنی‌داری مدل رگرسیونی برازش شده نیز نشان می‌دهد مقدار آماره F (۶/۲۳۶) در سطح معنی‌داری ۱ درصد، کوچکتر از ۱ درصد و معنی‌دار است ($\text{sig} < ۰/۰۱$)، بنابراین می‌توان با اطمینان بالاتر از ۹۹ درصد فرض H_0 را رد و فرض H_1 تحقیق را مورد تایید قرار داد. بررسی سطح معنی‌داری آماره t متغیرهای وارد شده به مدل نشان می‌دهد معیار مدیریت سود تعهدی برابر با (-۲/۸۷۴) می‌باشد که نشان دهنده ی تاثیر منفی و معنادار مدیریت سود تعهدی بر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران می‌باشد. همچنین بررسی متغیرهای کنترلی نیز نشان می‌دهد، اندازه شرکت با آماره t (۴/۳۹۴)؛ استقلال هیات مدیره با آماره t (۳/۰۴۳) و اندازه هیات مدیره با آماره t (۴/۳۳۶) بر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران تاثیر مثبت و معناداری دارد، در حالیکه اهرم مالی با آماره t (-۲/۹۶۲) بر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران تاثیر منفی و معناداری دارد.

فرضیه فرعی دوم: مدیریت سود واقعی بر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران تاثیر معناداری دارد. براساس تحلیل‌های آماری باید بیان نمود، بررسی ضریب تعیین مدل فرضیه فرعی دوم نیز نشان می‌دهد ۵۷/۸ درصد از کل تغییرات میزان گرایش احساسی سرمایه‌گذاران در شرکت‌ها توسط متغیرهای مستقل پژوهش تبیین شده است. همچنین بررسی معنی‌داری مدل رگرسیونی برازش شده نیز نشان می‌دهد مقدار آماره F (۹/۳۶۲) در سطح معنی‌داری ۱ درصد، کوچکتر از ۱ درصد و معنی‌دار است ($\text{sig} < ۰/۰۱$)، بنابراین می‌توان با اطمینان بالاتر از ۹۹ درصد فرض H_0 را رد و فرض H_1 تحقیق را مورد تایید قرار داد. بررسی سطح معنی‌داری آماره t متغیرهای وارد شده به مدل نشان می‌دهد معیار مدیریت سود واقعی برابر با (-۳/۹۷۰) می‌باشد که نشان دهنده ی تاثیر منفی و معنادار مدیریت سود واقعی بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران می‌باشد.

بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش به تبیین تأثیر شناخت سوگیری‌های رفتاری مدیران بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. بدین منظور فرضیه‌هایی برای بررسی این موضوع تدوین و با استفاده از اطلاعات در دسترس به تجزیه و تحلیل آن پرداخته شد. به صورت کلی در ارتباط با اثر ویژگی‌های رفتاری و اخلاقی مدیران بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران این استدلال وجود دارد که شرکت‌های دارای مدیران با رعایت استانداردهای رفتاری و اخلاقی بالاتر (اخلاق مدار) که در جهت منافع سهامداران و جامعه تلاش می‌کنند دارای شفافیت، سطح نظارت و برنامه ریزی دقیقتری هستند و این شرکت‌ها سعی می‌کنند یک روند با ثباتی را از خود به بازار عرضه کرده و از ایجاد تنش در بازار خودداری کنند لذا این انتظار وجود دارد که با شفافیت بالاتر شاهد گرایش‌های احساسی کمتری در سرمایه‌گذاران برای این نوع از شرکت‌ها باشیم. افزون بر این، این استدلال وجود دارد که برای شرکت‌هایی که دارای مدیران با رفتارهای فرصت طلبانه و استانداردهای پایین‌تری از رعایت اخلاق هستند سطح پایین‌تری از شفافیت و سطح نظارت ضعیف‌تری وجود دارد و در این شرکت‌ها به مسائل اخلاقی توجه زیادی نمی‌شود و دارای شرایط با ثباتی نیستند. همچنین، این مدیران اهمیتی برای منافع سهامداران قائل نیستند لذا این انتظار وجود دارد با گرایش‌های احساسی بیشتری در سرمایه‌گذاران روبرو باشند. مدیران صرفاً به منظور گمراه ساختن سهامداران نسبت به عملکرد اقتصادی واقعی شرکت، سود را مدیریت نمی‌کنند و با توجه به افزایش فرایندهای نظارتی بازار سرمایه سعی می‌کنند روشهای مدیریت سود واقعی را جایگزین دستکاری ارقام تعهدی کنند. لذا رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر مدیریت سود واقعی تأثیرگذار نمی‌باشد.

یکی از عوامل موثر بر سود، تصمیم‌گیری صحیح و مناسب مدیریت در رابطه با مخارج سرمایه‌ای می‌باشد. تصمیمات مربوط به مخارج سرمایه‌ای تحت تأثیر منافع مورد انتظار از سرمایه‌گذاری قرار دارد که متوجه رشد آتی شرکت و تقاضای محصول می‌باشد. انتظارات شرکت درباره وضعیت رشد آتی مبتنی بر اطلاعات درآمد و سود حسابداری است. عملکرد واقعی شرکت با دستکاری اطلاعات حسابداری و مدیریت سود نشان داده نمی‌شود و در نتیجه انتظارات رشد آتی با وجود درآمد و سود حسابداری بیش از واقع مخدوش می‌گردد. مدیران از وجود اطلاعات نادرست در گزارشگری برون سازمانی آگاه هستند ولی ممکن است به خاطر میل مدیران به اداره شرکت‌های بزرگ، اقدام به سرمایه‌گذاری افراطی کنند. همچنین مدیرانی که نگران شهرت خود در بازار کارا هستند، ممکن است انگیزه‌هایی برای اتخاذ اقداماتی داشته باشند که به بهبود عملکرد کوتاه مدت آنان ولی به ایجاد هزینه بلندمدت منجر گردد. علاوه بر این، افرادی که در تصمیم‌گیری‌های انجام مخارج سرمایه‌ای دخیل هستند ممکن است از دستکاری اطلاعات حسابداری آگاهی نداشته و مشاوره غلطی در این زمینه به مدیران و اعضای هیئت مدیره ارائه دهند.

مدیرانی که قصد افزایش قیمت سهام را دارند، با افزایش سود در این دوره‌ها از رفتار احساسی سرمایه‌گذاران برای بیش ارزش گذاری سهام استفاده می‌کنند. از سوی دیگر، مدیران با افزایش جذابیت شرکت برای سرمایه‌گذاران، به انتظارات ناشی از رفتارهای آنها پاسخ می‌دهند. پاسخ مدیران می‌تواند به سرمایه‌گذاری‌های ثابت

و تصمیم‌های گزارشگری شرکت باشد. به ازای هر واحد اقلام تعهدی در دوره‌های افزایش رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، قیمت سهام بالا می‌رود. این موضوع باعث تشدید انگیزه مدیرانی می‌شود که به دنبال افزایش کوتاه مدت قیمت سهام برای افزایش اقلام تعهدی در طول دوره‌های افزایش رفتار احساسی سرمایه‌گذاران در مقایسه با دوره‌های کاهش آن هستند.

علم روانشناسی در حیطه‌های رفتاری امروزه در محدوده‌ی شناخت رفتارهای بین فردی و ترمیم روابط افراد محبوس نیست و بسیار فراتر از یک حوزه بلکه در سایر حوزه‌های اقتصادی، سیاسی، اجتماعی و فرهنگی بسیار تاثیر گذار می‌باشد. در واقع شناخت تفاوت‌های شخصیتی مدیران در شرکت‌های فعال در بازارهای سرمایه می‌تواند به تحلیل بهتر عملکردهای رفتاری آن‌ها به سرمایه‌گذاران و سهامداران کمک نماید تا استنباط بهتری از شرایط برایشان ایجاد شود (دیو و ژیانو^۱، ۲۰۱۱). علیرغم اینکه مدیران از افراد آگاه و دارای تجربه در زمینه اداره شرکت انتخاب می‌شود و انتظار می‌رود که تصمیمات عقلایی داشته باشند، اما مطالعات نشان می‌دهد که رفتارهای مدیران نیز بر روی تصمیم‌گیری‌های آن‌ها تاثیرگذار است (فرناندز و همکاران^۲، ۲۰۱۴). در الگوی اقتصاد مالی سنتی، فرض می‌شود تصمیم‌گیرندگان رفتار عقلایی دارند و همواره به دنبال حداکثر شدن مطلوبیت خود هستند (گاتریگود^۳، ۲۰۱۲)؛ اما محققان تجربی بر این باورند گاهی اوقات برای یافتن پاسخ معماهای مالی، باید این احتمال پذیرفته شود که ممکن است تصمیم‌گیرندگان به طور کامل عقلایی رفتار نکنند. به بیانی، ویژگی‌های شخصیتی مدیران نیز جزء عوامل مهم در تصمیم‌گیری‌هایشان می‌تواند دخیل باشد (یانیک^۴، ۲۰۱۸). مالیه رفتاری به نظریه‌پردازان مالی و اقتصادی گوش زد می‌کند که در کنار سایر متغیرها، رفتار انسان را نیز در نظر بگیرند. در واقع، مالیه رفتاری، پارادایمی است که باتوجه به آن، بازارهای مالی با استفاده از مدل‌هایی مورد مطالعه قرار می‌گیرند که دو فرض اصلی و محدود کننده پارادایم سنتی بیشینه‌سازی مطلوبیت مورد انتظار و عقلانیت کامل را کنار می‌گذارند (بالینگر و همکاران^۵، ۲۰۱۱). در واقع مدیرعامل به عنوان یک تصمیم‌گیرنده براساس تئوری‌های مطرح شده به هنگام تصمیم‌گیری دارای تورش‌های شناختی می‌تواند قرار گیرد که اتخاذ تصمیم‌های کاملاً عقلایی را از او سلب می‌کند و این موضوع باعث می‌گردد تا کیفیت عملکردی شرکت در قبال بازار سرمایه و سهامداران و سرمایه‌گذاران کاهش یابد و اعتماد و اطمینان بازار دستخوش تغییرات اساسی گردد.

پیشنهاد‌های کاربردی

در راستای نتایج بدست آمده از پژوهش، پیشنهادهایی به شرح زیر مطرح می‌شود:

پیشنهاد‌های منتج از بخش کیفی

(۱) از آنجایی که یک شکاف قانونی در بازار سرمایه ایران مبنی بر دوره‌تصدی مدیرعامل بدون حد زمانی، وجود دارد، پیشنهاد می‌شود ساختار حاکمیتی شرکت‌ها و هیئت مدیره در اساسنامه خود مدت زمان مشخصی

1 Dew & Xiao
2 Fernandes et al
3 Gathergood
4 Yannick
5 Ballinger et al

برای دوره تصدی مدیرعامل به منظور ایجاد شفافیت‌های بیشتر و مکانیزم‌های تغییرات در هیئت مدیره و مدیرعامل را مدون نمایند تا ضمن کاهش انگیزه منفعت طلبی مدیران، از ایجاد لنگرهای مستحکم ایجاد شده مدیرعامل جلوگیری به عمل آید و شرکت‌ها شکاف هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهند. براین اساس ارزیابی‌های دوره‌ای در تصمیم‌گیری‌های مدیرعامل و افشای عملکردهای صادقانه و قابل اتکای در گزارشگری مالی می‌تواند به حفظ و اعتبار شرکت کمک نماید تا شرکت دارای قابلیت اطمینان‌پذیری و قابلیت رقابتی برای کسب سهم بیشتر بازار را دارا باشد.

(۲) همچنین براساس نتایج کسب شده پیشنهاد می‌شود، شرکت‌ها از طریق انتصاب مدیرعامل‌های دارای توانمندی و بینش مدیریتی، به برآورده ساختن سطح انتظارات بازارسرمایه و سرمایه‌گذاران برای حداکثرسازی ثروت آن‌ها پاسخ درخوری ارائه دهند. این موضوع ضمن افزایش گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در مسیر توسعه پایدار، کمک خواهد نمود تا اثربخشی و کارایی سرمایه‌گذاری‌های شرکت در انتخاب پروژه‌ها با ارزش فعلی خالص مثبت و بازده بیشتر و ریسک کمتر محقق شود و شرکت مزیتی را اکتساب کند که سایر شرکت‌های در یک بازار رقابتی از آن محروم هستند.

(۳) همچنین پیشنهاد می‌شود، شرکت‌ها به منظور ارتقای سطح کیفیت گزارشگری مالی، لحن شفاف و قابل اتکا را به منظور ارتقای قدرت تصمیم‌گیری سهامداران، به عنوان یک استراتژی شفاف در تمامی ثبت عملکردهای مالی شرکت مدنظر قرار دهد تا از این طریق به سطح قابل توجهی از اعتماد و اطمینان در بازارسرمایه دست یابند. براین مبنا یکی از راه کارهای مرسوم در بازارهای بین‌المللی استفاده از زبان گزارشگری تخصصی و عامه است ضمن اینکه وجود مشاوران مالی در بازارسرمایه و تفهیم واقعیت‌های عملکردی به سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار می‌تواند از دیگر راه کارهای خلاقانه در افشای اطلاعات مالی برای ارتقای قدرت تصمیم‌گیری آن‌ها باشد.

(۴) در نهایت پیشنهاد می‌شود، سرمایه‌گذاران و سهامداران در بازارسرمایه، نسبت به استفاده از مشاوره‌ها و کارگزاران حاذق بورس اوراق بهادار وسواس و حساسیت داشته باشند، چراکه این موضوع ضمن کمک به توسعه بازارسرمایه در اقتصاد کشور، می‌تواند به ایجاد امنیت روانی در سرمایه‌گذاری درست و محافظت از حقوق خود در برابر شرکت‌ها مثمر ثمر باشد. همچنین تعامل سازمان بورس با سرمایه‌گذاران و برگزاری دوره‌های آموزشی برای سرمایه‌گذاری می‌تواند ضمن افزایش سطح یادگیری و دانش در زمینه سرمایه‌گذاری در بورس به استانداردسازی رفتاری‌های شرکت‌ها در قبال بازارسرمایه کمک نماید تا شاید رفتارهایی همچون دستکاری در سود چه از نوع تعهدی و چه از نوع واقعی کمتر گردد.

پیشنهاد‌های منتج از بخش کمی

(۱) براساس نتیجه فرضیه اول بخش کمی، پیشنهاد می‌شود، شرکت‌ها با ارتقای سطح مکانیزم‌های حاکمیتی خود همچون افزایش اندازه و ایجاد استقلال هیات مدیره و یا ایجاد عدم دوگانگی در وظیفه، نسبت به رفتارهای فرصت طلبانه‌ای همچون مدیریت سود تعهدی، نظارت بیشتری داشته باشد تا از این طریق

ضمن حفظ ایجاد اعتبار و حفظ سطح رضایت سهامداران خود، نسبت به موفقیت بیشتر در انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری و استفاده از فرصت‌های ایجاد شده برای سرمایه‌گذاری موفق تر و از آن مهم‌تر رقابتی عمل نماید، چراکه سطح بازخورد و سرعت گردش اطلاعات صحیح با افشای درست و شفاف بالاتر می‌رود.

(۲) براساس نتیجه فرضیه فرعی دوم پژوهش پیشنهاد می‌شود، به منظور رشد و ارتقای سطح قابلیت‌های رقابتی در بازار باید سطح دستکاری از طریق مدیریت سود واقعی خود را کاهش دهند، چراکه این رفتارها به دلیل پنهان سازی اخبار و اطلاعات شرکت باعث می‌شود تا زنجیره‌ای از اخبار بد در شرکت تبدیل به توده‌ای گردد که هر لحظه با تغییر شرایط و قوانین به بازار مخابره شود و باعث افزایش سطح ریسک پذیری شرکت همچون ریسک سقوط گردد. برحسب این شرایط شرکت‌ها باید رویکردهای استراتژیک خود را در فضای بازار رقابتی بازار تغییر دهند و بجای تحریف اطلاعات از طریق دستکاری در فعالیت‌های واقعی نظیر تولید یا هزینه‌های غیرعادی اختیاری، نسبت به ایجاد پویایی بیشتر در سرمایه‌گذاری و کاهش هزینه‌های خود اقدام و به طور قابل توجهی سطح بیان عملکردهای خود را مشخص تر و شفاف تر بیان کنند.

(۳) با توجه به نتایج مدیران شرکت‌ها می‌توانند تاثیرات گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران را شناسایی و کنترل کنند. افزون بر این، به مدیران پیشنهاد می‌شود که در تجزیه و تحلیل میزان گرایش‌های سرمایه‌گذاران به عامل‌هایی نظیر شناخت سوگیری رفتاری مدیران توجه کنند و آن را در تحلیل‌ها و ارزیابی‌های خود لحاظ کنند. همچنین، به مدیران بیش اعتماد شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که از این به بعد به تأثیر بیش اعتمادی خود بر تصمیم‌گیری خود و عواقبی که این تصمیم‌گیری‌ها بر عملکرد و بازدهی سهام دارند، توجه نموده و تصمیمات عقلایی اتخاذ نمایند.

(۴) علاوه بر این، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که به عواقب منفی رفتارهای خود بر بازدهی سهام توجه داشته و از تصمیم‌گیری‌های احساسی و انجام رفتار توده‌وار خودداری نمایند و در شرایطی که تعداد خریداران سهام خاصی زیاد هستند، حتماً با انجام مشورت اقدام به خرید سهم نمایند.

(۵) افزون بر این، به قانون‌گذاران و تدوین‌کنندگان سیاست‌های مالی توصیه می‌شود تا با حمایت بازارهای مالی و همچنین بازار سرمایه از بروز اختلال و عدم ثبات در آن جلوگیری نمایند و قوانین را در جهت افزایش معافیت‌ها برای شرکت‌هایی که به مسائل اخلاقی و رفتاری توجه بیشتری دارند قائل شوند و سبب ایجاد انگیزه برای شرکت‌ها به منظور اتخاذ تصمیمات و استراتژی‌های بلندمدت شوند. همچنین، پیشنهاد می‌شود ناظران نیز در انجام وظیفه خود به مسائل مربوط به ویژگی‌های اخلاقی و رفتاری مدیران و بحث کاهش نوسانات بازار در جهت کاهش تمایلات افراطی سرمایه‌گذاران توجه بیشتری داشته باشند چرا که این عوامل سیگنال‌هایی از شکست بازار در آینده ارائه می‌دهد.

فهرست منابع

- * اعتباریان خوراسگانی، اکبر، قریشی شهرکی، سید احمد. (۱۳۹۴). ارتباط بین خطاهای ادراکی در تصمیم‌گیری و شخصیت، مجله مدیریت فراگیر، سال اول، شماره ۴، زمستان، ۹۶-۱۰۴.
- * بشیری منش، نازنین. (۱۳۹۵). نقش احساس در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران. پژوهش حسابداری، ۶(۲)، ۹۳-۱۲۱. doi: ۱۰.۲۲۰۵۱. ۱۶.۲۴۳۳/ijar.
- * تاجمیر ریاحی حامد، دژدار، محمد مهدی. (۱۳۹۷). رتبه‌بندی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در مواجهه با اخبار و شایعات مهم سیاسی با تاکید بر دوره مذاکرات هسته‌ای، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، سال ششم، شماره بیست و چهارم، زمستان، ۱-۲۰.
- * خواجه‌جوی، شکرالله، دهقانی‌سعدی، علی‌اصغر، روستا، منوچهر. (۱۳۹۷). بررسی نقش تعدیل‌کنندگی خودشیفتگی مدیران در تبیین رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۳۹(۳): ۷۴-۵۷.
- * خیرخواه، مهرداد؛ آقایی، مهران؛ و نورانی‌فر، عیسی. (۱۳۹۸). بررسی تاثیر پیامدهای اطلاعاتی کیفیت حسابرسی با تاکید تغییر شریک حسابرسی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۱۱(۴۱)، صص ۱۱۱-۱۲۸.
- * صفریور، مریم، دارابی، رویا، حمیدیان، محسن. (۱۳۹۸). بررسی تاثیر تغییرپذیری اقلام تعهدی بر باور نا همگن سرمایه‌گذار. دانش حسابداری مالی، ۶(۲)، ۹۱-۱۱۱. doi: ۱۰.۳۰۴۷۹. ۱۹۷۹/jfak. ۱۹.۷۶۴۰.
- * کمالی اردکانی، محسن، رجیبی قیری، علی. (۱۳۹۴). بررسی آثار روانشناختی و عوامل مؤثر بر درک سرمایه‌گذاران از ریسک در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی، سال سوم، ۱۰(۲): ۱۲۵-۱۴۲.
- * دارابی، رویا، چناری بوکت، حسن، ولی خانی، محمد جعفر. (۱۳۹۵). ابعاد و رویکردهای نظریه مالی رفتاری، فصلنامه مطالعات حسابداری و حسابرسی، شماره ۷، بهار، ۱-۲۵.
- * طاووسی، جمال، کشته‌گر، عبدالعلی، کمالیان، امین‌رضا. (۱۳۹۷). ارزش‌گذاری نادرست و سوگیری‌های رفتاری در بورس اوراق بهادار تهران، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۳۶(۳): ۲۷۳-۲۹۵.
- * Bilgehan, T. (2014). Psychological biases and the capital structure decisions: a literature review, *Theoretical and Applied Economics*, Volume XXI, 12(601): 123-142.
- * CORNELL, B.; W. R. LANDSMAN; AND S. STUBBEN. (2014). Accounting Information, Investor Sentiment, and Market Pricing, Working Paper, 2014.
- * Chen, W. J. (2013). Sentiment on Corporate Investment Decisions? Evidence from Taiwan. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(2): 101-126.
- * Chung, H. H., Wynn, J. P., & Yi, H. (2015). Litigation risk, accounting quality, and investment efficiency. *Advances in Accounting*, 29(2), 180-185. doi:10.1016/j.adiac.2013.09.009.
- * Cottier, L. (2018). Culture, financial constraints, and retirement decision, *Labour Economics* 000; 1-18.
- * DEFOND, M., AND J. ZHANG. (2014). A Review of Archival Auditing Research, *Journal of Accounting and Economics*, 58 (2014): 275-326.

- * Di Meo, F., García Lara, J. M., Surroca, J. A. (2017). Managerial entrenchment and earnings management, *Journal of Accounting and Public Policy* 36 (2017) 399-414.
- * Easton, P. D. (1999). Security returns and the value relevance of accounting data ", *Accounting Horizons*; 13(10): 399-412
- * Givoly, D., Hayn, C., 2000. The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: has financial reporting become more conservative? *J. Account. Econ.* 29 (3), 287-320.
- * Gathergood, J. (2020). Self-Control, Financial Literacy and Consumer Over-Indebtedness, *Journal of Economic Psychology*, 33, pp. 590-602.
- * Hurwitz, H. (2018). Investor sentiment and management earnings forecast bias, *Journal of Business Finance & Accounting*, 45(2), pp 166-183.
- * Koutmos, D., & Song, W. (2014). Speculative dynamics and price behavior in the Shanghai Stock Exchange. *Research in International Business and Finance*, 31, 74-86.
- * Li, Q., and T. Wang. (2010). Financial Reporting Quality and Corporate Investment Efficiency: Chinese experience. *Nankai Business Review International*, Vol. 1, No 2, Pp. 197-213.
- * Mohamed Ali, A., Anis, J. (2012). CEO emotional bias and dividend policy: Bayesian network method, *Business and Economic Horizons journal*, Volume 7, Issue 1:1-18.
- * Mizik, N. (2010). The Theory and Practice of Myopic Management. *Journal of Marketing Research*, 47 (4): 594-611.
- * Ma, Z., Wu, L., Zhang, J., & Zhou, K. (2018). Sentiment and Audit Quality, www.ssrn.com/abstract=3023363.
- * Sohn, B. C. (2016). The effect of accounting comparability on the accrual-based and real earnings management, *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(5), 513-539.
- * Vinh Vo, X., Phan, D.B.A. (2019). Further evidence on the herd behavior in Vietnam stock market. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 13, 33-41.
- * Zhu, B., Niu, F. (2016). Investor sentiment, accounting information and stock price: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 38, 125-134.

The effect of recognizing managers' behavioral biases on investors' emotional tendencies through the gray hierarchical analysis process

Arash Hosseinpour

Doctoral student, Faculty of Science and Research, Islamic Azad University, Qeshm branch
arash.hosseinpour3@gmail.com

Mohammad Hossein Ranjbar

Assistant Professor, Department of Management, Faculty of Humanities, Islamic Azad University, Bandar Abbas Branch
Mhranjbar54@gmail.com

Jahanbakhsh Esdeniya

PhD in accounting, university lecturer
Jahan_asadnia@yahoo.com

Faegh Ahmadi

Assistant Professor, Department of Accounting and Finance, Qeshm Islamic Azad University
faeghahmadi@gmail.com

Abstract

The purpose of this study is to identify the emotional tendencies of investors based on recognizing the behavioral biases of managers. The methodology of this research was a combination that in the first step in order to identify the components of managers' behavioral biases from meta-combined analysis with the participation of 18 academic experts. Then, through Delphi analysis, the identified indicators were examined. In Delphi analysis, the identified components of the CEO's behavioral biases on investors' emotional inclinations were examined and it was found that recognizing the CEO's utilitarian behavioral biases can increase the capital's emotional inclinations. Then in a small part, 101 companies in the period 2011 to 2018 were examined, which showed that the biases of the CEO's benevolent behavior on the emotional tendencies of investors were examined. And showed that the management of real and accrued earnings has a negative and significant effect on the emotional tendencies of investors.

Keywords: Managers' Behavioral Bias, Investors' Emotional Tendency, the gray hierarchical analysis process

