

بررسی چارچوب حرکات معاملاتی سهام با توجه ارتباط بین کنش‌های فردی و گروهی*

سعیده نصرت آبادی^۱

زاداله فتحی^۲

عباس شول^۳

تاریخ پذیرش: ۹۹/۰۱/۰۱

تاریخ دریافت: ۹۸/۰۶/۲۱

چکیده

با توجه به پیچیده‌گی‌های شناختی و محیطی و تعدد متغیرهای تأثیرگذار در فرایند سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، معیارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مجموعه‌ای از عوامل شخصی و گروهی است و تکیه صرف به مبانی عقلایی در شناخت معیارهای تصمیم با واقعیت انطباق چندانی ندارد؛ از اینرو هدف اصلی این پژوهش بررسی چارچوب حرکات معاملاتی سهام با توجه ارتباط بین کنش فردی و گروهی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور تعداد ۱۴۰ پرسشنامه به صورت نمونه‌گیری غیرتصادفی در دسترس توزیع شد که ۹۸ پرسشنامه تکمیل و جمع‌آوری گردید. داده‌های حاصل از پرسشنامه با استفاده از تحلیل عاملی بررسی و مقوله‌های اصلی تحقیق از قبیل یادگیری مالی، مشاوره مالی، توانایی مالی، شایستگی مالی، ظرفیت مالی، ارتباطات دهان به دهان، رسانه‌های گروهی، شخصیت و حرکات معاملاتی سهام شناسایی و با استفاده از مدل معادلات ساختاری آزمون و بررسی شده است. نتایج پژوهش نشان داد مدل تدوین شده در حوزه‌های توانایی مالی، ظرفیت مالی، ارتباطات دهان به دهان، رسانه‌های گروهی، مشاوره مالی و شخصیت از شرایط چارچوب ارتباطی بین کنش‌های فردی و گروهی در حرکات معاملاتی سهام به شمار می‌آیند و تأثیر مثبت و معناداری بر حرکات معاملاتی سهام دارند.

واژه‌های کلیدی: چارچوب ارتباطی، کنش‌های فردی، کنش‌های گروهی، حرکات معاملاتی سهام.

* این مقاله مستخرج از پایان نامه دکتری است.

۱- دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد سیرجان، ایران، Email: snosatabadee@gmail.com

۲- استادیار مدیریت بازرگانی، واحد تهران مرکز، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول) Email: Zad.fathi@yahoo.com

۳- استادیار گروه مدیریت صنعتی، دانشگاه ولی عصر (عج) رفسنجان، ایران. Email: Shoul@vru.ac.ir

۱- مقدمه

اخیری که به بررسی فعالیت‌های معاملاتی دسته‌های گوناگون سرمایه‌گذاران پرداخته شده است، مشخص شده است سرمایه‌گذاران از الگوهای معاملاتی متعددی به منزله یکی از خلاف قاعده‌های بازار پیروی می‌کنند و گاهی نیز از رفتار جمعی برخوردارند. بر این اساس سؤال اصلی در این پژوهش این است که کنش‌های فردی و گروهی در حرکات معاملاتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران چه ارتباطی با یکدیگر دارند؟

۲- مبانی نظری

• کنش‌های گروهی و فردی در تصمیمات مالی

موضوع کنش گروهی حاکی از تمایل انسان به رفتار کردن شبیه دیگران است. وقتی توده جامعه کار خاصی انجام می‌دهند یا واکنش خاصی از خود بروز می‌دهند، از نظر ذهنی برای سایر افراد سخت است که رفتاری متفاوت از توده داشته باشند. به بیان دیگر کنش گروهی به رفتار مجموعه ای از افراد گفته می‌شود که شبیه به هم عمل می‌کنند (حاجی عرب، ۱۳۹۲). کنش‌های گروهی در تصمیمات مالی نیز رخ می‌دهد. کنش گروهی یکی از انواع تورش‌های رفتاری است که در بازارهای مالی به چشم می‌خورد. در بازارهای مالی بسیاری از سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای و گاه حرفه‌ای، به دور از انجام بررسی‌های لازم، به صرف اینکه دیگران سهمی را خریده یا فروخته‌اند، اقدام به عملی مشابه می‌کنند و بازار سهام را تحت تاثیر قرار می‌دهند. بروز حباب قیمت‌ها در بازارها و سپس سقوط بازار و رکود متعاقب آن، از جمله خطراتی است که کنش گروهی عامل آن است.

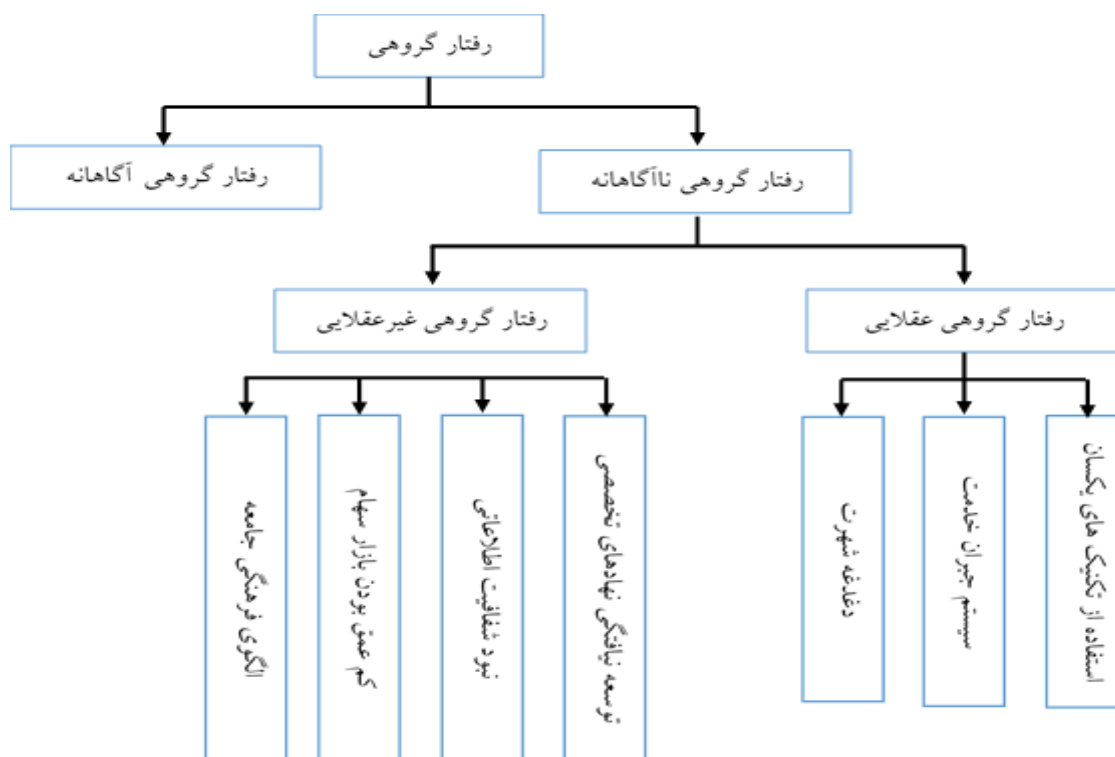
با مطالعه پیرامون بحران‌های اقتصادی می‌توان ردپای کنش گروهی را قبل از بحران‌های مختلف خصوصاً در بازار سهام یافت. در بازارهای سهام، سرمایه‌گذاران و حتی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری زیادی وجود دارند که به دور از انجام تحلیل‌های کارشناسانه و جستجو برای اطلاعات کافی به خرید سهام می‌پردازند و در شرایط خطر و نزول قیمت‌ها، به سرعت سهام را فروخته و به دنبال مکان

در سال‌های اخیر، افزایش مسئولیت افراد برای حفظ حقوق بازنشستگی موجب افزایش مشارکت در بازار سهام کشورهای صنعتی شده است (کمبل، ۲۰۱۱؛ لوساردی و آلسی؛ ون رویج، ۲۰۰۷؛ لوساردی و میشل، ۲۰۰۶). در عین حال، پیچیدگی خدمات مالی و وجود شکست در بازارهای مالی باعث شده است افراد برای سرمایه‌گذاری عاقلانه دچار چالش شوند (لوساردی و میشل، ۲۰۱۱). نتیجه پژوهش لوساردی و میشل (۲۰۱۱) نشان می‌دهد که ۵۷٪ از خانوارها سواد مالی چندانی ندارند، اطلاعاتی در مورد بازارهای مالی ندارند (گیسو و جاپلی، ۲۰۰۶)، دچار رفتارهای متعصبانه (خانمان، تالر و نش، ۱۹۹۱) و تجارت بیش از حد می‌شوند (باربر و اودن، ۲۰۰۱). این امر به نوبه خود منجر به تصمیم‌گیری‌های ضعیف مالی می‌شود (به عنوان مثال کمپیل؛ ۲۰۰۶؛ گتزنمن و کومار؛ ۲۰۰۸؛ پولکوف نیچنکو؛ ۲۰۰۵). با توجه به توانایی محدود سرمایه‌گذاران فردی برای تصمیم‌گیری‌های تجاری آگاهانه با وجود عدم اطمینان، یعنی جایی که برآورد بازده مورد انتظار و توزیع احتمال بازده دشوار است، داشتن منابع کلیدی اطلاعات در تعیین گزینه‌های مالی سرمایه‌گذاران نقش مهمی ایفا می‌کنند. سرمایه‌گذاران ممکن است اطلاعاتی را از منابع مختلف بدست آورند؛ برخی از منابع تخصصی هستند (به عنوان مثال، مشاوره با کارشناسان مالی)، در حالی که سایر اطلاعات غیرتخصصی هستند (مثلاً اطلاعاتی که از دوستان، همسالان یا سایر ابزارهای تعامل اجتماعی کسب شده است). هر منبع اطلاعات از لحاظ ارزش اطلاعات و همچنین هزینه‌های سرمایه‌گذاری متفاوت است. در ادبیات گذشته توجه کمتری به موضوع اطلاعات غیرتخصصی و نحوه استفاده از این منابع اطلاعاتی با توجه به شخصیت و رفتار تجاری سرمایه‌گذار صورت گرفته است؛ لذا در این پژوهش به بررسی نحوه رفتار سرمایه‌گذار در بازار سهام با توجه به ویژگی‌های شخصیتی و نحوه استفاده از منابع اطلاعاتی پرداخته می‌شود. در مطالعات تجربی

عقلایی و غیرعقلایی. دیدگاه عقلایی بر عوامل خارجی تمرکز دارد، در این دیدگاه تصمیم‌گیری بهینه به وسیله موانع اطلاعاتی و عوامل مشوق تحریف می‌شود و دیدگاه میانه بیان می‌کند که تصمیم‌گیرندگان نزدیک به عقلایی هستند. علل اصلی رفتار گروهی عقلایی که در نمودار ۱ ارایه شده است عبارت است از: دغدغه شهرت، سیستم جبران خدمات و استفاده از تکنیک‌های یکسان. دیدگاه غیرعقلایی بر روانشناسی سرمایه‌گذار تمرکز دارد و رفتار عاملان را همانند موش صحرایی می‌داند. پیروی کورکورانه از دیگری و فرض می‌شود که افراد عاقل از این شرایط می‌توانند برای کسب سود بهره ببرند. علل اصلی رفتار گروهی غیرعقلایی که در نمودار ۱ نشان داده شده است عبارتند از: توسعه نیافتگی نهادهای تخصصی، نبود شفافیت اطلاعاتی، کم عمق بودن بازار سهام و الگوی فرهنگی جامعه.

امن دیگری برای سرمایه‌گذاری می‌گردند. به اذعان بسیاری از پژوهشگران وقوع کنش گروهی نوسانات را افزایش می‌دهد، به بی‌ثباتی دامن می‌زند و شکنندگی بازار را افزایش می‌دهد. در عین حال این سؤال مطرح می‌گردد که افرادی که به قصد حداکثر کردن ثروت خود وارد بازار سهام می‌شوند، چگونه است که در دام کنش گروهی می‌افتند و دست به کاری می‌زنند که سایرین انجام می‌دهند. به هر حال رفتار کردن شبیه دیگران از تمایل‌های رفتاری انسان است که در حوزه‌های مختلف قابل مشاهده است.

یک طبقه‌بندی از کنش گروهی توسط سعیدی و فراهانیان (۱۳۹۰) صورت گرفته است که به صورت نمودار ۱ ارایه شده است. در این طبقه‌بندی کنش گروهی در دو دسته کلی قابل بررسی است؛ رفتار گروهی آگاهانه و ناآگاهانه. در مورد کنش گروهی ناآگاهانه دو نوع دید متفاوت وجود دارد، دیدگاه‌های



نمودار ۱. طبقه بندی کنش گروهی (سعیدی و فراهانیان، ۱۳۹۰)

نظریه‌ها، جزء اصول موضوعه وارد خواهد شد و بیان آن، توضیح واضح خواهد بود.

• حرکات معاملاتی سهام

حرکات و رفتار معاملاتی سهام در ادبیات مالی تا مدت‌ها براساس نظریات کلاسیک مانند نظریه مطلوبیت اقتصادی و نظریه رقابت تفسیر شده است. براساس اصول بنیادین نظریه مطلوبیت که توسط نویمان و مورگنسترن (۱۹۴۷) توسعه یافته است، یک سرمایه‌گذار (۱) کاملاً عقلانی است و تصمیمات منطقی خواهد گرفت؛ (۲) قادر به حل مسائل پیچیده خواهد بود؛ (۳) ریسک‌گریز است و (۴) همواره در صدد آن است که ثروت خود را حداکثر نماید (ناجی و ابن بنگر، ۱۹۹۴). علاوه بر نظریه مطلوبیت، نظریات کلاسیک دیگری نیز در رابطه با رفتار معاملاتی سهام ارائه شده است. یکی از معروف‌ترین آنها نظریه رقابت است. مفروضات نظریه رقابت در ارتباط با نظریه مطلوبیت واقعی‌تر است. در این نظریه چنین استدلال می‌شود که یک سرمایه‌گذار (۱) در جستجوی ترکیبی از سرمایه‌گذاری است که میانگین هندسی بازدهی‌اش را حداکثر نماید؛ (۲) از پیامدهای بد اجتناب نماید و از بین گزینه‌های موجود، گزینه‌ای مناسب برای سرمایه‌گذاری را انتخاب نماید؛ (۳) فرض بر این است که تصمیمات سرمایه‌گذاری آزاد از مفروضات تابع مطلوبیت می‌باشد (زینلی، ۱۳۸۹).

رفتار واقعی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار در برخی موارد نظریه حداکثرکردن مطلوبیت و سایر نظریات کلاسیک را زیر سؤال می‌برد. بنابراین نظریه رفتاری در مباحث مالی مورد توجه قرار گرفت. اگرچه نظریات مالیه رفتاری جدید بوده و سابقه آن به یک دهه پیش بازمی‌گردد، ولی بحث دخالت خصوصیات روانشناختی و رفتاری افراد در تصمیمات خرید بسیار بیشتر توسط افرادی مانند (اسمیت^۱) خود برترینی (فیشر) روح‌های حیوانی در بازار سهام (کینز) خودکنترلی، دوراندیشی و عادت اشخاص (مارکوویتز) نقاط مرجع مطرح گردید. مالیه رفتاری بر روی

کنش‌های فردی سرمایه‌گذاران یکی از عوامل مهم و موثر در بازارهای مالی، است. این موضوع به حدی مهم و اثرگذار است که در سال‌های اخیر دانشمندان علوم مالی، مجموعه تعاملات رفتاری سرمایه‌گذاران را تئوریزه کرده و در مقوله نسبتاً گسترش یافته‌ای به نام مالی رفتاری قرار داده‌اند. بسیاری از صاحب‌نظران مالی معتقدند که ریشه‌های اصلی این رشته باید در روانشناسی شناختی جستجو کرد. مدل‌های مالی رفتاری، مدل‌هایی هستند که در آنها فرض عقلانیت کامل سرمایه‌گذاران کنار گذاشته می‌شود، لذا خطاها و سوگیری‌ها در تصمیم‌گیری‌ها رخ می‌دهد که آگاهی از آنها برای سرمایه‌گذاران ثمر بخش است. این خطاها و سوگیری‌ها به دلیل تمایل انسان به راه‌های میان‌بر و تاکید بیش از اندازه به تجربه، احساسات بی‌اساس، توهم و محاسبات سرانگشتی و بطور کلی فاصله با واقعیت رخ می‌دهد. هرچند که در بعضی از مواقع این سوگیری‌ها ممکن است نتایج مثبت داشته باشند؛ ولی احتمال بروز نتایج منفی بسیار زیاد است. به طور خلاصه سوگیری‌های رفتاری به عنوان (اشتباهات سیستماتیک) در قضاوت تعریف شده است (خبازیان، ۱۳۹۴).

کنش‌های فردی سرمایه‌گذاران از عوامل مختلفی مانند ادراک و حس آنان سرچشمه می‌گیرد و بر فرایند تصمیم‌گیری تأثیر می‌گذارد. بنابراین انتخاب سرمایه‌گذاری، تخصیص منابع پولی، قیمت و بازده و توجه به عامل ریسک با توجه به رفتار عادی سرمایه‌گذاران تعیین می‌شود. در اقتصاد و مالی رفتاری، نقش واکنش‌های طبیعی (نه لزوماً عقلایی) رفتار سرمایه‌گذاران به عنوان متغیری اثرگذار بر سایر متغیرهای اقتصادی و مالی (که در گذشته در نظر گرفته نمی‌شد) با تأکید بیشتری مطالعه می‌شود. به اعتقاد باربریس و (۲۰۰۳) دیر زمانی نخواهد گذشت که واژه مالی رفتاری از بین خواهد رفت و دیدگاه ایجاد شده به عنوان رویکردی فراگیر به جا خواهد ماند. به عبارت دیگر توجه به عامل رفتار انسانی در

• روش تجزیه و تحلیل حرکات معاملاتی سهام

در بازارهای بورس طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران به لحاظ شغل، تحصیلات و تجربه وجود دارند. هر گروه با توجه به تخصص خود شیوه‌ای خاص را جهت تجزیه و تحلیل حرکات بازار و معاملات سهام شرکت‌ها برگزیده و اقدام به خرید و فروش سهام می‌کنند. قیمت سهام هر لحظه و بر اثر تغییرات عرضه و تقاضای بازار قابل تغییر است. اگر تعداد خریداران یک سهم از تعداد فروشندگان آن بیشتر باشد، یعنی تقاضای خرید یک سهم بیشتر از میزان عرضه آن برای فروش باشد، قیمت آن سهم افزایش می‌یابد و برعکس. درک عرضه و تقاضا و تغییرات قیمتی ناشی از آن بسیار آسان است؛ اما آنچه دشوار است، فهم آن چیزی است که به تغییرات عرضه و تقاضا در بازار سهام می‌انجامد و سبب می‌شود برخی خواهان یا خریدار سهم خاصی شوند و برخی دیگر روی گردان یا فروشنده آن باشند.

برای تشریح این رفتار، نظریه‌های مختلفی شکل گرفته است. اما یک نظریه اصلی در این باره آن است که تغییرات قیمت یک سهم بازتاب دهنده دیدگاه شخصی سرمایه‌گذاران نسبت به ارزش شرکت ناشر آن است. از این دیدگاه، قیمت یک سهم به لزوم و همواره با ارزش واقعی یا ذاتی آن برابر نیست. در این راستا تحلیل بازارهای مالی، اغلب به دو دسته تحلیل‌های بنیادی و فنی منجر می‌شود. هر دو نوع تحلیل، رویکردهای متفاوتی برای تصمیم‌گیری در زمینه تجارب یا سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی دارد. استفاده از تحلیل‌های بنیادی و فنی می‌تواند در تصمیم‌گیری خرید یا فروش سهام نقشی راهبردی ایفا کند. بدین منظور، بکارگیری تحلیل بنیادی در یافتن ارزش ذاتی یک سهم و تحلیل فنی در یافتن زمان مناسب برای خرید یا فروش آن نقشی مؤثر دارد؛ بنابراین همواره این امکان وجود دارد که حتی در یک بازار کارآمد، بتوان با استفاده از تحلیل‌های بنیادی و فنی، ارزش واقعی یا ذاتی یک سهم را شناسایی و سپس در

چگونگی تفسیر و به کارگیری اطلاعات در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار تمرکز دارد و تشریح‌کننده بسیاری از رفتارهای غیرعادی و غیرمنطقی در بازار است (نوروزآباد و همکاران، ۱۳۹۲).

مالیه رفتاری توسط شفر (۱۹۹۹) به عنوان حوزه‌ی سریع‌اً در حال رشد که با تأثیر روانشناسی بر رفتار دست اندرکاران بازار سر و کار داشته تعریف شده است. پژوهش‌های مالی رفتاری در چند سال اخیر توسعه زیادی داشته است و این مدل پژوهش‌ها به دنبال پاسخگویی به این موارد است. تشریح بروز حباب قیمت در بازار سرمایه، حجم بالای معاملات در بازار و نوسان شدید قیمت‌ها، دشواری ارزش‌گذاری سهام، حساسیت بالای قیمت اوراق بهادار در برابر اخبار نامناسب، نگرش و عقیده مدیران عالی شرکت در مورد پایین بودن قیمت بازاری سهام شرکت آنها نسبت به ارزش ذاتی، استقبال بازار از یک سهم علیرغم عدم وجود شواهد کافی. پاسخگویی به اکثر موارد فوق منوط بر درک صحیح رفتار معاملاتی سهام در بازار سرمایه می‌باشد. قطعاً درک صحیح فرآیند رفتاری و پیامدهای آن برای برنامه‌ریزان مالی از اهمیت بسیار زیادی برخوردار است. چرا که درک صحیح از رفتار معاملاتی سهام در بازار می‌تواند به برنامه‌ریزان مالی بازار در تدوین استراتژی تجهیز و تخصیص منابع مالی کمک شایانی کند (فلاح و عزیزی، ۱۳۸۷).

به طور کلی، تئوری مالی رفتاری در پاسخ به محدودیت‌هایی که در تئوری‌های مالی مدرن و در نتیجه فرض عقلانیت کامل مطرح شده به وجود آمد و در واقع جایگزین جدیدی برای مدل‌های سنتی و مدرن مالی است. این رویکرد از علم روانشناسی برای درک حرکات و رفتار معاملاتی سهام در بازار استفاده می‌کند و جنبه‌های روانشناسی رفتار سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی را بررسی می‌نماید. اگرچه تعدادی از پژوهش‌ها در زمینه درک رفتار فرد سرمایه‌گذار و ماهیت مجموعه سرمایه‌گذاری انجام شده‌اند، کاربرد مدل‌های رفتاری در مطالعه اهداف معاملاتی به طور جدی بررسی نشده‌اند (طغیانی و همکاران، ۱۳۹۴).

سنجش با قیمت بازار آن، نسبت به خرید یا فروش سهام مزبور اقدام کرد (بدری و همکاران، ۱۳۹۳).

۳- پیشینه پژوهش

مطالعات تجربی پیشین الگوهای معاملاتی گوناگونی از انواع سرمایه‌گذاران است. پژوهش‌های پیشین اغلب نشان داده‌اند انواع سرمایه‌گذاران، راهبردهای معاملاتی را در سرمایه‌گذاری‌های خود به کار بسته‌اند و در میان گروه‌هایی از آنها الگوی رفتار جمعی نیز مشاهده می‌شود. پژوهش‌هایی که به کشف الگوی معاملاتی انواع سرمایه‌گذاران پرداخته‌اند، اغلب عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران را بررسی کرده‌اند و به این نتیجه رسیده‌اند الگوهای معاملاتی انواع سرمایه‌گذاران به عملکرد معاملاتی متفاوتی منجر می‌شود و با بررسی جریان‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی، سرمایه‌گذاران حقوقی از نظر زمان بندی معاملاتی عملکرد مطلوبی دارند و در مقابل آن عملکرد سرمایه‌گذاران حقیقی از این بعد عملکرد نامطلوبی از خود نشان می‌دهند. در همین راستا، توونی و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهش خود با تاکید بر اهمیت مشاوره مالی در حرکات معاملاتی سهام، منابع اطلاعاتی کلیدی حاصل از مشاوره و ارتباطات کلامی دهان به دهان، به تقویت رابطه بین ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذار و حرکات معاملاتی سهام کمک می‌کند. این پژوهش بر مبنای چارچوب ۵ بعد شخصیتی کاستا و مک کرا (۱۹۹۲) شکل گرفته است. داده‌ها از ۵۴۱ سرمایه‌گذار فردی در بازار سهام چین جمع آوری شده است. نتایج این پژوهش نشان داد سرمایه‌گذاران با شخصیت باز و حساس با کسب اطلاعات حاصل از مشاوره مالی، سهام بیشتری را خریداری می‌کنند؛ در حالی که سرمایه‌گذاران دارای شخصیت برون‌گرا و باوجدان با کسب اطلاعات حاصل از مشاوره مالی، سهام کمتری را خریداری می‌کنند؛ ولی با کسب اطلاعات دهان به دهان، نسبت به خرید سهام حساس‌تر می‌شوند. در این پژوهش سرمایه‌گذاران با شخصیت رک و صریح، باوجدان و حساس پراکندگی

نتایج بیشتری دارند. نتایج پژوهش احمد ولید (۲۰۱۸) در بورس قطر که با استفاده از جریان‌های سرمایه‌گذاری و مدل اتورگرسیون انجام شده است، نشان داد سرمایه‌گذاران حقیقی تابع راهبرد معاملاتی معکوس هستند؛ در حالی که سرمایه‌گذاران حقوقی راهبرد معاملاتی لحظه‌ای را دنبال می‌کنند. فانگ و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی ضمن شناسایی رفتار معاملاتی چهار گروه از سرمایه‌گذاران در بورس تایلند، عملکرد معاملاتی گروه‌های مذکور را بررسی کردند و دریافتند اگرچه سرمایه‌گذاران حقوقی در بازار از نظر زمان بندی معاملاتی عملکرد مطلوبی دارند؛ اما در انتخاب سهام بسیار ضعیف عمل می‌کنند. همچنین نتایج پژوهش آنها یافته‌های مطالعات پیشین را تأیید کرد؛ به این معنا که رفتار جمعی سرمایه‌گذاران حقیقی با توجه به زمان بندی معاملاتی نامناسب به عملکرد ضعیف منجر می‌شود. لی (۲۰۱۴) در پژوهشی علاوه بر شناسایی الگوهای معاملاتی سرمایه‌گذاران حقیقی نروژی، دریافت عملکرد این گروه از سرمایه‌گذاران از زمان بندی معاملاتی مطلوب نشئت می‌گیرد. در آزمون نتایج شرط‌بندی‌ها، فرشت، شوتر و تروینو (۲۰۱۴) نقش چارچوب ۵ بعد شخصیتی را بر نوع اطلاعات انتخابی سرمایه‌گذاران در شرایط عدم اطمینان مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که چگونه اطلاعات حاصله در شرط بندی مؤثر است. آنها دریافتند که عامل شخصیت تعیین کننده نوع اطلاعات دریافتی است که به نوبه خود بر انتخاب گزینه‌های شرط تأثیر می‌گذارد. این پژوهشگران مسیری غیرمستقیم برای آزمون اثرات شخصیت بر انتخاب‌های اقتصادی حاصل از کسب اطلاعات ترسیم کردند.

در پژوهش‌های داخلی، جمشیدی و فدایی نژاد (۱۳۹۸) به بررسی عملکرد سرمایه‌گذاران حقیقی فعال و منفعل در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رویکردهای مطالعه سبب و بازده غیرنرمال خود معیار پرداختند و به این نتیجه رسیدند سرمایه‌گذارانی که فراوانی معاملاتی بالاتری دارند، چه قبل از کسر هزینه معاملات و چه بعد از آن، عملکرد بهتری نسبت به

و حقوقی در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ را بررسی کردند و نشان دادند در مجموع سرمایه‌گذاران حقیقی رفتاری جمعی دارند، اما سرمایه‌گذاران حقوقی راهبرد معاملاتی معکوس را در پیش می‌گیرند. باغدار ارم (۱۳۹۰) در پژوهش خود با عنوان بررسی عوامل مالی رفتاری موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران به شناسایی و تبیین برخی از عوامل مالی رفتاری موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. عوامل مالی رفتاری که در این پژوهش مورد آزمون قرار گرفته عبارتند از: (اطمینان بیش از حد، تشدید تعهد، رفتار توده وار). یافته‌های این پژوهش حاکی از آن است که رفتار توده وار در تصمیمات سرمایه‌گذاران موثر می‌باشد. جمشیدیان (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان عوامل رفتاری موثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران حقیقی فعال در بورس اوراق بهادار تهران به شاخه مالی رفتاری و نقش آن در اثرگذاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران حقیقی فعال در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. به گونه‌ای که با سنجش و به کارگیری چهار تئوری مشهور در حوزه مالی رفتاری یعنی تئوری انتظار شامل متغیرهای زیان‌گریزی، پشیمان‌گریزی و حساب انگاری، تئوری تجربه محور شامل پنج متغیر نماگری، اعتماد بیش از حد، اتکا، سفسطه قمارباز و آشنابازی، تئوری بازار شامل متغیرهای اطلاعات بازار، روندهای گذشته سهام، تغییرات قیمت سهام، اصول بنیادی (فاندامنتال) سهام، ترجیحات مشتری و واکنش بیش از حد به تغییرات قیمت و تئوری رفتار گله‌ای شامل سرعت تقلید و پیروی، انتخاب بین خرید و یا فروش سهم، انتخاب نوع سهم و همچنین حجم سهم، به شناسایی عوامل رفتاری اثرگذار و تعیین سطح اثرگذاری این عوامل پرداخته است. نتایج این پژوهش نشان داد رهمواری به عنوان تئوری غالب از میان دیگر تئوری‌های مطرح شده در پژوهش برگزیده می‌شود. همچنین یکی دیگر از نتایج این پژوهش تجزیه و تحلیل بنیادی را بر

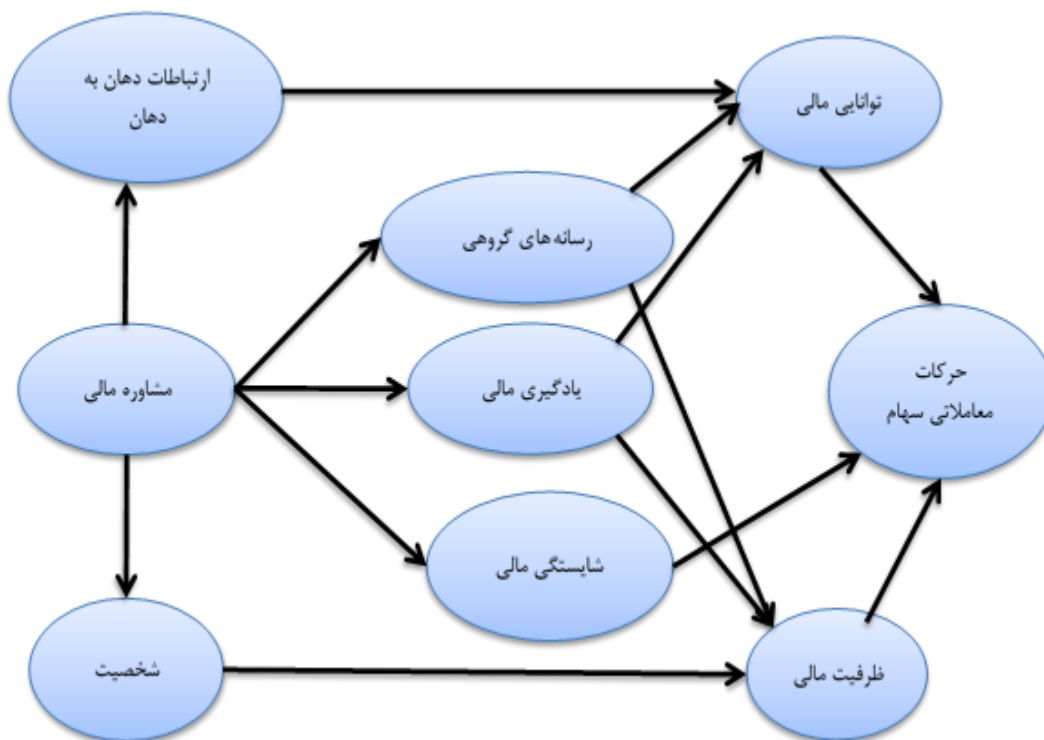
سایر سرمایه‌گذاران دارند. ازسوی دیگر، عملکرد سرمایه‌گذاران در شرایط انجام معامله نسبت به وضعیت حفظ ترکیب سبد ابتدای دوره، بهتر است. قربانی پهلوان و بشاشی (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان تاثیر ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران در کسب اطلاعات و رفتار معاملاتی (سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار زنجان) به بررسی ارتباط ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران بر رابطه بین کسب اطلاعات و رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار زنجان پرداخته‌اند. نتایج ضریب رگرسیون سلسله مراتبی نشان داد که ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران بر رابطه بین کسب اطلاعات و رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار زنجان تاثیر معناداری دارند. همچنین ابعاد ویژگی‌های شخصیتی شامل: برونگرایی، گشودگی به تجربه، روان رنجوری، وظیفه شناسی و توافق‌پذیری در قالب فرضیه‌ها فرعی و با روش تحلیل مسیر بر رابطه بین کسب اطلاعات و رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران تاثیرگذار هستند. ثبوتی و شماخی (۱۳۹۵) در پژوهشی با عنوان تاثیر عوامل مالی رفتاری بر بازدهی سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران به بررسی تاثیر عوامل رفتاری بر بازدهی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. جامعه آماری این پژوهش متشکل از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و نمونه مورد رسیدگی ۱۱۵ شرکت در بورس اوراق بهادار از صنایع مختلف است. نتایج آزمون فرضیه‌ها بیانگر این است که متغیرهای دوری از تاسف و پشیمانی، اثر تمایلی، رفتار توده‌وار (رفتار گله‌ای)، بیش اطمینانی و تورش تاثیرات اجتماعی بر بازدهی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است. بدری و عزآبادی (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان «بررسی رفتار معاملاتی و عملکرد معاملاتی انواع سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران» با استفاده از مدل خودرگرسیون برداری و مقیاس عملکرد هفتگی پرتفوی گرینبلت و تیتن، الگوهای معاملاتی و اجزای تشکیل‌دهنده عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران حقیقی

سرمایه‌گذاری پژوهش‌چندانی در این زمینه انجام نشده است؛ لذا معیارهایی که مورد قبول اکثریت پژوهشگران باشد برای ارزیابی شاخص موفقیت در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران تعریف نشده است. در ادبیات پژوهش نیز شاخص متعارف، میزان حصول به اهداف عملکردی ذکر شده است. علاوه بر این، هیچ اجماعی میان پژوهشگران در مورد تعریف ارزیابی موفقیت تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران و عملکرد آنها و اساساً موفق و ناموفق بودن سرمایه‌گذاران وجود نداشته و معیارهای معینی برای ارزیابی میزان موفقیت آنها در دسترس نمی‌باشد (توونی و همکاران، ۲۰۱۷)؛ لذا در این پژوهش مدل مفهومی براساس مبانی نظری پژوهش طراحی و پیشنهاد شده است. مدل مفهومی پژوهش در نمودار ۲ نشان داده شده است.

کاربردترین ابزار تصمیم‌گیری در بین سرمایه‌گذاران حقیقی فعال در بورس اوراق بهادار تهران نمایانگر ساخت.

طراحی چارچوب کنش‌های فردی و گروهی

با استفاده از مؤلفه‌های مستخرج از مبانی نظری پژوهش و نتایج نظر سنجی از صاحب نظران مؤلفه‌های مربوط به کنش‌های فردی و گروهی در حرکات معاملاتی سهام شامل متغیر یادگیری مالی، مشاوره مالی، توانایی مالی، شایستگی مالی، ظرفیت مالی، ارتباطات دهان به دهان، رسانه‌های گروهی، مشاوره مالی، حرکات معاملاتی سهام و شخصیت شناسایی شده‌اند. علیرغم مطالعات متعدد انجام شده در خصوص تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران، در زمینه موفقیت



نمودار ۲- مدل مفهومی پژوهش

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۴- فرضیه‌های پژوهش

- بر مبنای سؤالات، مبنای نظری پژوهش و مدل مفهومی ارائه شده (نمودار ۱) فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شده است.
- فرضیه ۱: مشاوره مالی رابطه معناداری با ارتباطات دهان به دهان دارد.
- فرضیه ۲: مشاوره مالی رابطه معناداری با شخصیت دارد.
- فرضیه ۳: مشاوره مالی رابطه معناداری با رسانه‌های گروهی دارد.
- فرضیه ۴: مشاوره مالی رابطه معناداری با یادگیری مالی دارد.
- فرضیه ۵: مشاوره مالی رابطه معناداری با شایستگی مالی دارد.
- فرضیه ۶: ارتباطات دهان به دهان رابطه معناداری با توانایی مالی دارد.
- فرضیه ۷: شخصیت رابطه معناداری با ظرفیت مالی دارد.
- فرضیه ۸: شایستگی مالی رابطه معناداری با حرکات معاملاتی سهام دارد.
- فرضیه ۹: یادگیری مالی رابطه معناداری با توانایی مالی دارد.
- فرضیه ۱۰: یادگیری مالی رابطه معناداری با حرکات معاملاتی سهام دارد.
- فرضیه ۱۱: رسانه‌های گروهی رابطه معناداری با توانایی مالی دارد.
- فرضیه ۱۲: رسانه‌های گروهی رابطه معناداری با ظرفیت مالی دارد.
- فرضیه ۱۳: ظرفیت مالی رابطه معناداری با حرکات معاملاتی سهام دارد.
- فرضیه ۱۴: توانایی مالی رابطه معناداری با حرکات معاملاتی سهام دارد.

۵- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، توسعه‌ای-کاربردی و از نظر روش جمع‌آوری اطلاعات توصیفی است و می-

تواند در حوزه پیکربندی تصمیمات سرگذاران حقیقی کمک کند. در مرحله نخست با بهره‌مندی از نتایج حاصل از مطالعات انجام شده بر روی ادبیات موضوعی پژوهش طیف گسترده‌ای از مضامین و محورهای مورد توجه در این بخش شناسایی می‌شود. دوره زمانی پژوهش یک سال و منتهی به شهریور ۱۳۹۷ است. برای این پژوهش دو جامعه آماری در نظر گرفته شده است که در ادامه هر یک به تفصیل شرح شده است.

الف) جامعه آماری اول: در این پژوهش به منظور جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات از پرسشنامه استفاده شده است. این پرسشنامه در مجموع شامل ۳۴ سوال (در قالب ۹ عوامل) است. جامعه آماری این پژوهش در مرحله اول را استادان راهنما و مشاور، برخی اعضای هیئت علمی رشته حسابداری که دارای تخصص در این زمینه بوده و نخبگان حوزه مدیریت مالی، سرمایه‌گذاران و کارشناسانی تشکیل می‌دهد که در زمینه سرمایه‌گذاری و مدیریت بازار بورس اطلاعات مناسبی دارند. جامعه آماری اول تلفیقی از علم و تجربه (خبرگان دانشگاهی و مدیران سازمان بورس) است. تعداد اعضای این جامعه اندک بوده و شامل افراد در دسترس است.

سؤالات پرسشنامه بر اساس محورهای شناسایی شده مبتنی بر ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش و یک مصاحبه نیمه ساختار طراحی و تهیه شده است. بدین منظور، در ابتدا پرسشنامه مذکور به ۲۰ استاد و دانشجوی دکتری حسابداری که همگی تجربه پژوهش و سابقه تحصیلات در دوره دکتری از یک تا ۴ سال دارند ارائه گردید. بر اساس نظرات آنها اصلاحات و تغییرات اولیه صورت گرفت. سپس از تعدادی از خبرگان شامل اساتید دانشگاهی مربوط و تعدادی از محققان و مدیران در سازمان بورس درخواست شد تا پرسشنامه و مصاحبه‌ها را مطالعه نموده تا نظرات آنها نیز مورد توجه قرار گیرد؛ لذا پرسش‌نامه‌های مورد استفاده در این پژوهش از روایی مورد نیاز برخوردار هستند.

روش آلفای کرونباخ محاسبه شده است. نتایج آزمون آلفای کرونباخ در جدول ۱ گزارش شده است و از آنجا که ضریب آلفای کرونباخ از ۰/۶ بیشتر است، نشان دهنده پایایی بالای متغیرها و پرسشنامه‌های توزیع شده است.

روشی که در این پژوهش برای سنجش پایایی پرسشنامه‌ها استفاده شده است، روش آلفای کرونباخ است؛ از اینرو تعداد ۲۵ پرسشنامه به عنوان نمونه آماری اولیه توزیع شده و به کمک نرم افزار SPSS میزان ضریب اعتماد پرسشنامه‌های جمع‌آوری شده با

جدول ۱. نتایج آماره‌های آزمون کرونباخ

مؤلفه	زیر مؤلفه	ضریب آلفای کرونباخ
مشاوره مالی	شرکت‌های کارگزاری اینترنتی	۰/۷۲۸
	صندوق‌های سرمایه‌گذاری	
	دست اندرکاران اقتصادی و مالی	
	فعالان سرمایه‌گذاری در بورس	
رسانه گروهی	پیگیری اخبار و تحولات سیاسی-اقتصادی	۰/۶۷۱
	فعالیت در شبکه‌های گروهی مجازی	
	درک مهارت‌های اطلاعاتی و ارتباطی	
ارتباطات دهان به دهان	خانواده	۰/۸۷۶
	دوستان	
	همسالان	
یادگیری مالی	اطلاع از بودجه بندی	۰/۷۱۸
	شناخت راه‌های درآمد	
	توانایی مدیریت مالی شخصی	
	درک مفهوم پس انداز	
توانایی مالی	دانش	۰/۸۶۶
	شناخت	
	مهارت‌های پایه‌ای	
	رفتار	
شخصیت	برون گرایی	۰/۸۹۲
	سازگاری	
	وظیفه شناسی و باوجدانی	
	روان رنجوری - ثبات احساسی گشودگی و استقبال از تجربه	
ظرفیت مالی	موقعیت	۰/۸۷۶
	انگیزه	
شایستگی مالی	تجربه	۰/۷۲۱
	نگرش	
	اعتماد به نفس	
حرکات معاملاتی سهام	افق سرمایه‌گذاری بلندمدت/کوتاه مدت	۰/۸۲۵
	تبات یا نوسان پذیری	
	نگرش نسبت به ریسک	
	خصوصی کردن زبان	
	اعتماد کنترل	

منبع: یافته‌های پژوهش

برازش مدل ساختاری و ۳) برازش کلی مدل (اندازه‌گیری و ساختاری) است. بدین ترتیب که ابتدا، از صحت روابط موجود در مدل‌های اندازه‌گیری با استفاده از معیارهای پایایی و روایی اطمینان حاصل کرده و سپس به وسیله برآورد مسیر بین متغیرها به بررسی و تفسیر روابط موجود در بخش ساختاری پرداخته و در مرحله پایانی نیز برازش کلی مدل پژوهش بررسی می‌شود (هولاند، ۱۹۹۹).

برازش مدل اندازه‌گیری

در روش PLS-SEM برازش مدل‌های اندازه‌گیری شامل بررسی پایایی و روایی سازه‌های پژوهش است. فورنل و الکربرلی برای بررسی سازه‌ها سه معیار را پیشنهاد می‌کنند: الف) پایایی هر یک از گویه‌ها، ب) پایایی ترکیبی هر یک از سازه‌ها و ج) میانگین واریانس استخراج شده. دو معیار اول به بررسی پایایی و معیار سوم به بررسی روایی سازه‌های پژوهش می‌پردازد.

معیار آلفای کرونباخ، معیار سنتی برای تعیین پایایی سازه‌ها است، در رویکرد حداقل مربعات جزئی معادلات ساختاری، معیار مدرن‌تری نسبت به آلفای کرونباخ به نام پایایی ترکیبی معرفی شده است؛ لذا برای سنجش بهتر پایایی در روش PLS، هر دوی این معیارها استفاده شده است. مقدار مناسب آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی برای هر سازه بیشتر از ۰/۷ است. به بیانی دیگر، مقادیر بیشتر از ۰/۷ نشان دهنده پایداری درونی مناسب برای مدل اندازه‌گیری است. مقادیر ضرایب آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی در جدول ۲ نشان می‌دهد که تمامی مقادیر، بزرگتر از ۰/۷ است؛ لذا الگوی پژوهش از پایایی مناسب برخوردار است.

برای بررسی روایی همگرا هر سازه از معیار AVE استفاده می‌شود و مقدار مناسب برای این معیار، مقادیر بزرگتر از ۰/۵ است. روایی همگرا میزان همبستگی هر سازه را با شاخص‌های خود بررسی می‌کند. جدول ۲ نتایج میانگین واریانس استخراجی (AVE) متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. همان‌گونه

ب) جامعه آماری دوم: جامعه آماری دوم شامل سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران است که پرسشنامه در میان آنها توزیع شده است. با توجه به نامشخص بودن جامعه آماری در این مرحله روش نمونه‌گیری بر اساس نمونه‌گیری تصادفی طبقه‌ای می‌باشد. به منظور افزایش شباهت نمونه و جامعه آماری و افزایش دقت نمونه‌گیری برای برآورد پارامترهای جامعه و دخالت دادن ویژگی‌های جامعه در نمونه از این روش استفاده شده است. در این روش جامعه به گروه‌های متجانس تقسیم و هر گروه از افرادی تشکیل می‌شود که دارای ویژگی‌های مشابه هستند. با توجه به نامشخص بودن جامعه آماری برای تعیین حداقل حجم نمونه از فرمول کوکران به شرح رابطه (۱) استفاده شده است.

$$n = \frac{\frac{z^2 pq}{d^2}}{1 + \frac{1}{N} \left(\frac{z^2 pq}{d^2} - 1 \right)} \quad (1)$$

در رابطه فوق P برآورد نسبت صفت متغیر، Z؛ P=۰/۵ متغیر نرمال واحد متناظر با سطح اطمینان ۹۵ درصد، $Z_{\alpha/2} = 1/۹۶$ ؛ مقدار اشتباه مجاز، $d = ۰/۰۵$ ؛ رقم بدست آمده معادل ۹۵ می‌باشد که مبین حجم نمونه مورد نظر بر اساس فرمول کوکران است. بر این اساس حداقل حجم نمونه آماری (دوم) ۹۵ نفر است. در همین راستا تعداد پرسشنامه‌ها جهت توزیع ۱۴۰ عدد در نظر گرفته شد که بین سهامداران مراجعه کننده به دفاتر شرکت‌های کارگزاری و نیز از طریق ایمیل و گروه‌های تلگرامی توزیع شد تا در نهایت ۹۸ پرسشنامه معتبر مورد تایید قرار گرفت.

۴- یافته‌های پژوهش

در این پژوهش برای آزمون مدل مفهومی، از الگوریتم تحلیل مدل‌ها در روش PLS-SEM استفاده شده است. الگوریتم تحلیل مدل‌ها در روش PLS-SEM شامل سه بخش (۱) برازش مدل اندازه‌گیری، (۲)

که نتایج در جدول ۲ نشان می‌دهد تمامی مقادیر AVE بزرگتر از ۰/۵ است که یافته‌ها نشان از پایایی مناسب الگوی پژوهش دارد.

جدول ۲. مقادیر ارزیابی مدل اندازه‌گیری (مدل بیرونی)

میانگین واربانس استخراجی AVE>0/5	پایایی ترکیبی CR>0/7	آلفای کرونباخ Alpha>0/7
۰/۷۳۶	۰/۹۰۶	ارتباط دهان به دهان ۰/۸۴۶
۰/۶۶۹	۰/۸۸۹	توانایی مالی ۰/۸۳۳
۰/۵۸۹	۰/۸۵۰	حرکات معاملاتی سهام ۰/۷۸۸
۰/۶۷۰	۰/۸۵۹	رسانه‌های گروهی ۰/۷۵۳
۰/۷۳۸	۰/۸۴۹	شایستگی مالی ۰/۸۲۳
۰/۵۷۹	۰/۸۷۲	شخصیت ۰/۸۱۵
۰/۷۳۴	۰/۸۴۶	ظرفیت مالی ۰/۷۲۸
۰/۶۲۹	۰/۸۷۱	مشاوره مالی ۰/۸۰۶
۰/۵۲۷	۰/۸۱۴	یادگیری مالی ۰/۷۹۵

منبع: یافته‌های پژوهش

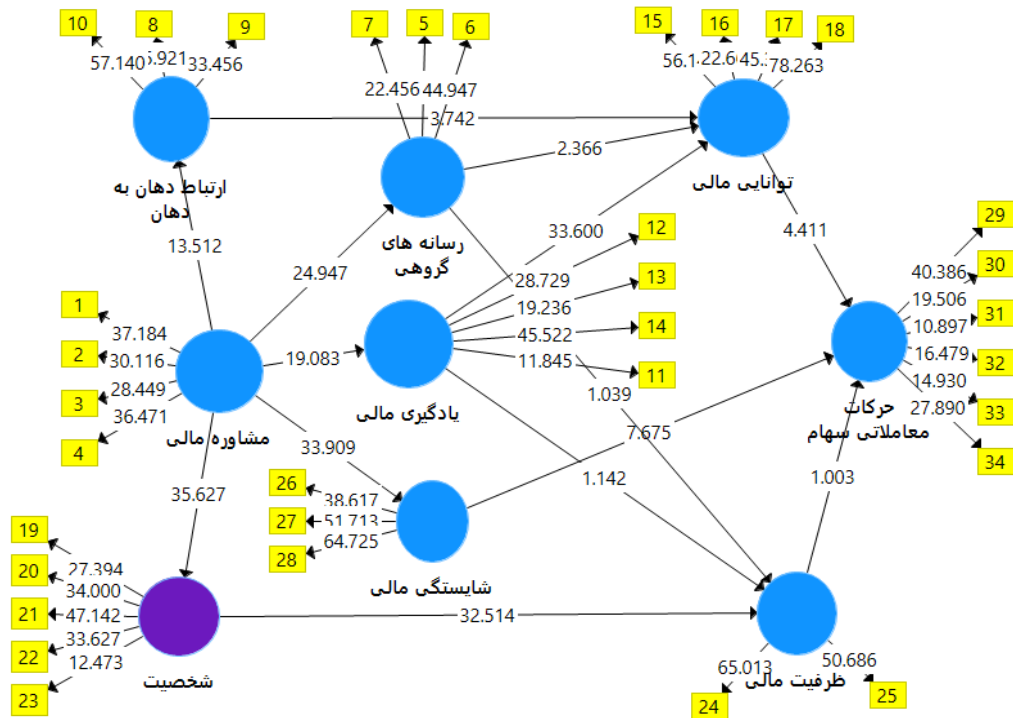
برازش مدل ساختاری

پس از برازش مدل‌های اندازه‌گیری، برازش مدل ساختاری پژوهش بررسی می‌شود. برخلاف مدل‌های اندازه‌گیری که در آن روابط بین متغیر مکنون با متغیرهای آشکار مورد توجه است، در بررسی مدل ساختاری روابط بین متغیرهای مکنون با یکدیگر تجزیه و تحلیل می‌شود. معیارهای برازش مدل ساختاری ضرایب معناداری t ، ضریب R^2 و ضریب اندازه تأثیر (ضریب f^2 کوهن) می‌باشند که در ادامه هر یک به تفصیل بررسی شده است.

برای ارزیابی برازش مدل ساختاری پژوهش از چندین معیار استفاده می‌شود که اولین و اساسی‌ترین آن، ضرایب معناداری t یا همان مقادیر t -values است که با اجرای فرمان بوت استرایپینگ مقادیر بر روی خطوط مسیرها نشان داده می‌شوند. در صورتی که مقادیر t از ۱/۹۶ بیشتر باشد، بیانگر صحت رابطه بین سازه‌ها و در نتیجه تأیید فرضیه‌های پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. در شکل ۳ مقادیر t برای ارزیابی بخش ساختاری مدل نشان داده شده است. بر اساس نتایج شکل ۳ مسیر یادگیری مالی به ظرفیت مالی (فرضیه ۹) و مسیر ظرفیت مالی به حرکات

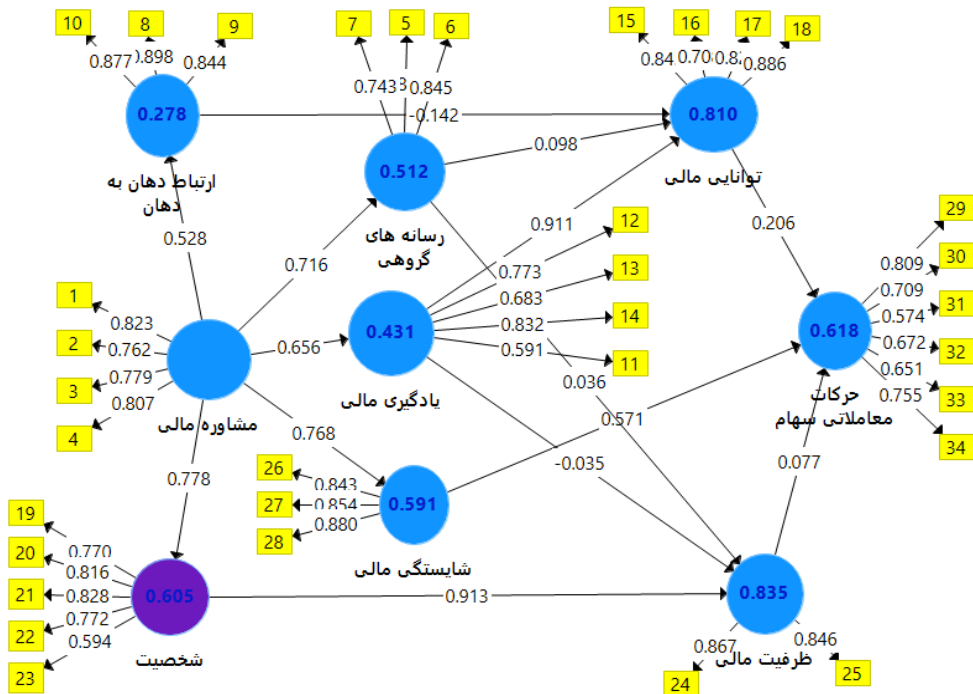
معاملاتی سهام (فرضیه ۱۳) به دلیل داشتن مقدار آماره t کمتر از ۱/۹۶ فاقد اعتبار می‌باشند. با حذف این دو مسیر عملاً متغیر ظرفیت مالی فاقد برون داد می‌شود لذا متغیر ظرفیت مالی از مدل حذف شده است. با حذف این متغیر در دنباله آن متغیر شخصیت نیز فاقد برون داد گردیده و این متغیر نیز به همراه فرضیه ۲ از مدل حذف می‌گردد. با حذف متغیر ظرفیت مالی، ناگزیر مسیر متغیر شخصیت به متغیر ظرفیت مالی (فرضیه ۷) نیز علیرغم داشتن اعتبار بالا حذف می‌گردد. علاوه بر این، مسیر رسانه‌های گروهی به ظرفیت مالی (فرضیه ۱۲) نیز شامل این موضوع می‌گردد، ضمن این که این مسیر به نوبه خود با داشتن مقدار آماره t برابر با ۱/۰۳۹ فاقد اعتبار است. همچنین این شرایط در مورد مسیر ظرفیت مالی به حرکات معاملاتی سهام (فرضیه ۱۳) نیز صدق می‌کند که مقدار آماره t آن کمتر از ۱/۹۶ است.

با اصلاح مجدد مدل مفهومی و آزمون مدل جدید، نتایج آن را در شکل ۵ و شکل ۶ و جدول ۳ ارائه شده است. براساس این اطلاعات مدل دارای اعتبار بوده و باقیمانده فرضیات بر اساس سطح معناداری ۰/۵ پذیرفته می‌شوند.



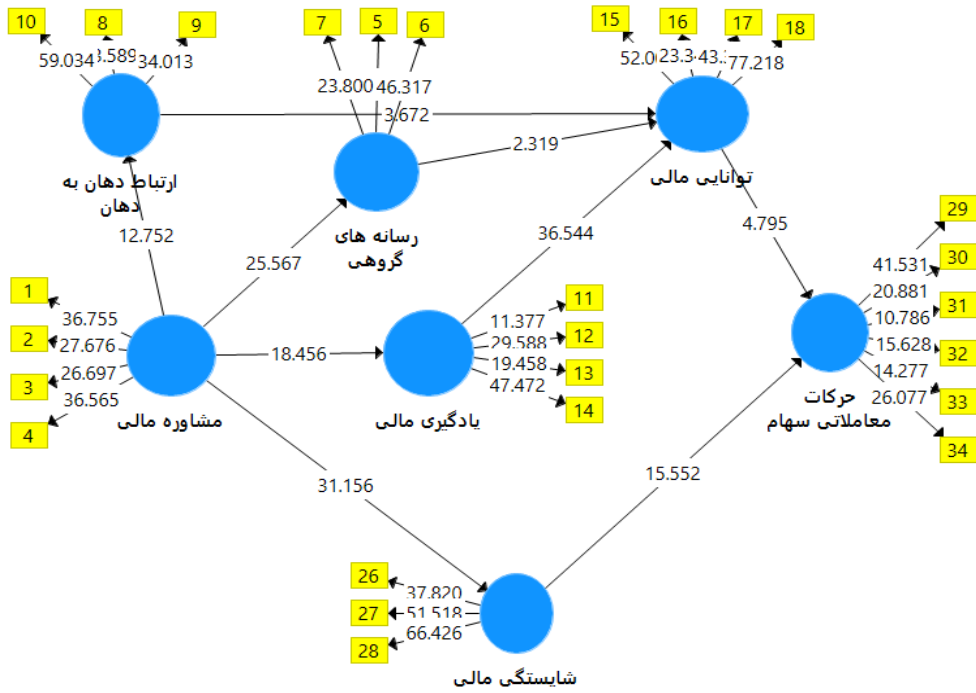
شکل ۳. مدل مفهومی پژوهش با مقادیر آماره t

منبع: یافته‌های پژوهش

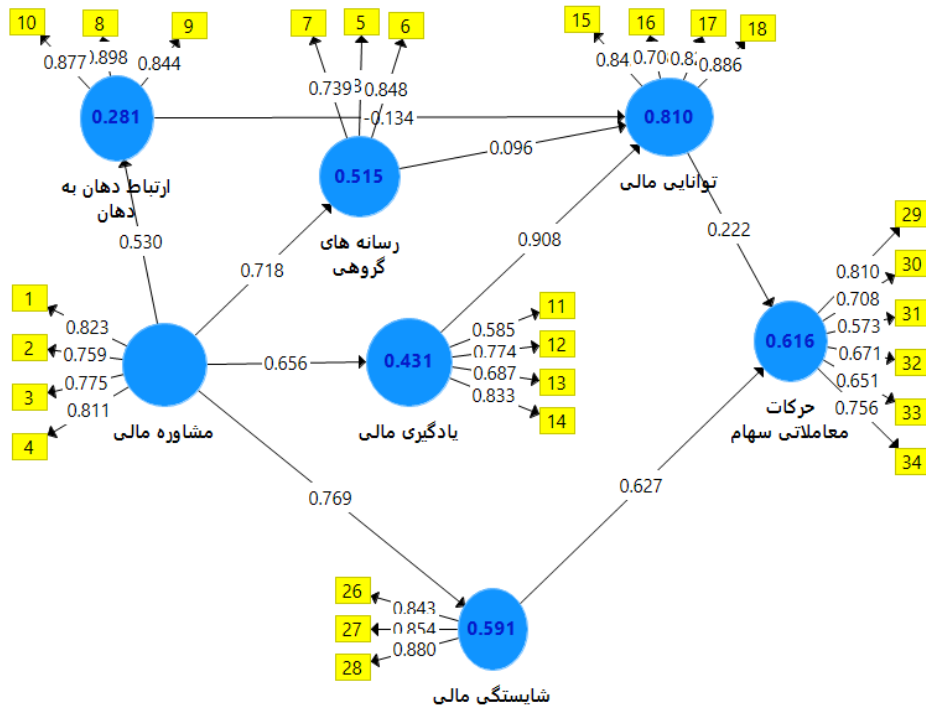


شکل ۴. مدل مفهومی پژوهش با ضرایب مسیر

منبع: یافته‌های پژوهش



شکل ۵. مدل اصلاحی پژوهش با مقادیر آماره t
منبع: یافته‌های پژوهش



شکل ۶. ضرایب مسیر مدل اصلاحی پژوهش
منبع: یافته‌های پژوهش

جدول ۳. نتایج تحلیل مسیرهای مدل نهایی

سطح معناداری	آماره t	انحراف معیار	ضریب مسیر	مسیر
۰/۰۰۰	۳/۶۷۲	۰/۰۳۶	۰/۱۳۴	ارتباط دهان به دهان < توانایی مالی
۰/۰۰۰	۴/۷۹۵	۰/۰۴۶	۰/۲۲۲	توانایی مالی < حرکات معاملاتی سهام
۰/۰۰۰	۳۶/۵۴۴	۰/۰۲۵	۰/۹۰۸	رسانه‌های گروهی < توانایی مالی
۰/۰۲۱	۲/۳۱۹	۰/۰۴۱	۰/۰۹۶	رسانه‌های گروهی < توانایی مالی
۰/۰۰۰	۱۵/۵۵۲	۰/۰۴۰	۰/۶۲۷	شایستگی مالی < حرکات معاملاتی سهام
۰/۰۰۰	۱۲/۷۵۲	۰/۰۴۲	۰/۵۳۰	مشاوره مالی < ارتباط دهان به دهان
۰/۰۰۰	۲۵/۵۶۷	۰/۰۲۸	۰/۷۱۸	مشاوره مالی < رسانه‌های گروهی
۰/۰۰۰	۳۱/۱۵۶	۰/۰۲۵	۰/۷۶۹	مشاوره مالی < شایستگی مالی
۰/۰۰۰	۱۸/۴۵۶	۰/۰۳۶	۰/۶۵۶	مشاوره مالی < یادگیری مالی

منبع: یافته‌های پژوهش

عامل دیگری که در ارزیابی اعتبار مدل مورد توجه قرار می‌گیرد، اندازه تأثیر یا ضریب f^2 کوهن است (کوهن، ۱۹۹۸). اندازه تأثیر به بررسی این مسئله می‌پردازد که آیا یک متغیر نهفته مستقل، تأثیر قابل توجهی روی یک متغیر وابسته دارد یا خیر. این مقدار از طریق مقدار ضریب تعیین R^2 محاسبه می‌شود و فرمول آن به صورت رابطه (۲) است.

$$f^2 = \frac{R2}{1 - R2} \quad \text{رابطه (۲)}$$

مقادیر بین ۰/۰۲ تا ۰/۱۵ نشانگر تأثیر ضعیف، بین ۰/۱۵ تا ۰/۳۵ نشانگر تأثیر متوسط و بزرگتر از ۰/۳۵ بیانگر تأثیر زیاد متغیر مستقل روی متغیر وابسته است (کوهن، ۲۰۰۵؛ جفن و همکاران، ۱۹۹۸). با توجه به محدودیت نرم‌افزار در محاسبه این پارامتر، این معیار برای مسیرهای ممکن محاسبه می‌شود. نتایج اندازه تأثیر (ضریب f^2 کوهن) در جدول ۵ ارائه شده است. با توجه به مقادیر به دست آمده درباره اندازه تأثیر هر یک از متغیرها و مقایسه آن با مقادیر شاخص و اندازه تأثیر متوسط و قوی متغیرهای برونزا، برازش مدل ساختاری پژوهش تأیید می‌شود. همچنین بر اساس نتایج جدول ۵ ضعیف‌ترین تأثیرات مربوط به متغیر ارتباط دهان به دهان بر توانایی مالی با مقدار ۰/۰۵۰ است.

ضریب تعیین R^2 یکی از معیارهای کلیدی است که در ارزیابی اعتبار مدل مورد استفاده قرار می‌گیرد، مقادیر این ضریب ارتباط بین مقدار واریانس شرح داده شده یک متغیر نهفته را با مقدار کل واریانس سنجش می‌نماید. مقدار این ضریب از صفر تا یک متغیر است که مقادیر بزرگتر، مطلوب‌تر است (چاین ۱۹۸۸)، مقادیر نزدیک به ۰/۶۷ را مطلوب، نزدیک به ۰/۳۳ را معمولی و نزدیک به ۰/۱۹ را ضعیف ارزیابی می‌نماید. نتایج ضریب تعیین R^2 در جدول ۴ ارائه شده است. با توجه به مقادیر به دست آمده درباره ضریب تعیین R^2 هر یک از متغیرهای ارتباط دهان به دهان، توانایی مالی، حرکات معاملاتی سهام، رسانه‌های گروهی، شایستگی مالی و یادگیری مالی و مقایسه آن با مقادیر ضریب تعیین R^2 ، برازش مدل ساختاری پژوهش تأیید می‌شود.

جدول ۴. ضرایب تعیین (R^2) عوامل

R^2 تعدیل شده	R^2	ارتباط دهان به دهان
۰/۲۷۹	۰/۲۸۱	ارتباط دهان به دهان
۰/۸۰۹	۰/۸۱۰	توانایی مالی
۰/۶۱۴	۰/۶۱۶	حرکات معاملاتی سهام
۰/۵۱۴	۰/۵۱۵	رسانه‌های گروهی
۰/۵۹۰	۰/۵۹۱	شایستگی مالی
۰/۴۲۹	۰/۴۳۱	یادگیری مالی

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول ۵. نتایج ضرایب کوهن

یادگیری مالی	مشاوره مالی	شایستگی مالی	رسانه‌های گروهی	حرکات معاملاتی	توانایی مالی	ارتباط دهان به دهان
					۰/۰۵۰	ارتباط دهان به دهان
				۰/۰۷۸		توانایی مالی
						حرکات معاملاتی
					۰/۰۲۲	رسانه‌های گروهی
				۰/۶۲۲		شایستگی مالی
۰/۷۵۷	۱/۴۴۶	۱/۰۶۴				مشاوره مالی
					۲/۵۰۶	یادگیری مالی

منبع: یافته‌های پژوهش

برازش کلی مدل

برای بررسی برازش مدل کلی که هر دو بخش مدل اندازه‌گیری و ساختاری را کنترل می‌کند، معیار GoF به ترتیب رابطه (۲) محاسبه می‌شود.

$$\text{رابطه (۳)} \quad GOF = \sqrt{(\text{communality}) \times (R^2)}$$

با توجه به رابطه (۳) ابتدا میانگین مقادیر اشتراکی (communality) متغیرهای پنهان محاسبه شده است. میانگین مقادیر اشتراکی برابر است با ۰/۴۵۱ است

برای محاسبه میانگین ضریب تعیین نیز باید مقادیر مربوط به تمام متغیرهای پنهان درون‌زای مدل، یعنی تجاری سازی، عوامل زمینه‌ای، ساختاری و محتوایی، جدول (۴) در نظر گرفته شده و مقادیر میانگین‌شان محاسبه شود. مقادیر ضریب تعیین مربوط به متغیرهای مذکور به ترتیب عبارتند از ۰/۲۸۱، ۰/۱۸۱۰، ۰/۶۱۶، ۰/۵۱۵، ۰/۵۹۱، ۰/۴۳۱ و بنابراین، میانگین این مقادیر برابر است با ۰/۵۴۰.

$$GOF = \sqrt{(\text{communality}) \times (R^2)} = 0/492$$

در نتیجه، مقدار معیار GoF برابر است با ۰/۴۹۲ که این عدد با توجه به سه مقدار ۰/۰۱، ۰/۲۵ و ۰/۳۶

به عنوان مقادیر ضعیف، متوسط و قوی برای GoF، نشان از برازش کلی قوی مدل دارد.

۵- نتیجه‌گیری

تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران یکی از مباحث نوپای رشته مدیریت مالی محسوب می‌شود که بیان می‌کند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران صرفاً بر مبنای تجزیه و تحلیل کمی و عقلایی انجام نمی‌شود؛ بلکه عوامل ناشی از انتظارات بازار نیز تاثیر زیادی بر نحوه واکنش سهامداران به فعل و انفعالات بازار خواهد گذاشت؛ از اینرو این پژوهش به شناسایی عوامل تاثیرگذار بر حرکات معاملاتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران و ارائه الگوی رفتاری و تعیین میزان اعتبار آن الگو پرداخته است؛ لذا هدف اصلی این پژوهش طراحی چارچوب ارتباطی بین کنش‌های فردی و گروهی در حرکات معاملاتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران است. در راستای دستیابی به هدف پژوهش مبنی بر شناسایی مؤلفه‌های تأثیرگذار بر رفتار معاملاتی سهام از روش معادلات ساختاری استفاده شده است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان داد رابطه بین مشاوره مالی و ارتباطات دهان به دهان با توجه به سطح معناداری (۹۵) درصد، بیشتر از (۱/۹۶) است؛ در نتیجه رابطه مثبت و معنادار مستقیمی وجود دارد و این فرضیه تأیید می‌شود. یافته‌های پژوهش در رابطه با فرضیه دوم، بررسی تاثیر مشاوره مالی بر شخصیت

تأیید می‌شود. نتایج پژوهش در ارتباط با فرضیه نهم، تاثیر یادگیری مالی بر ظرفیت مالی نشان داد مقدار ضریب مسیر استاندارد شده بین یادگیری مالی و توانایی مالی برابر با $0/035-$ و مقدار احتمال $1/142$ است که کمتر از $(1/96)$ است؛ در نتیجه رابطه منفی و غیرمعناداری بین یادگیری مالی و توانایی مالی وجود دارد؛ لذا فرضیه نهم رد می‌شود. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دهم، بررسی تاثیر یادگیری مالی بر توانایی مالی نشان داد بین مسیر یادگیری مالی و توانایی مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ بنابراین فرضیه دهم تأیید می‌شود. نتایج حاصل از آزمون فرضیه یازدهم، بررسی تاثیر رسانه‌های گروهی بر توانایی مالی نشان داد مقدار ضریب مسیر استاندارد شده بین رسانه‌های گروهی و توانایی مالی برابر با $0/096$ و مقدار احتمال $2/319$ است که بیشتر از $(1/96)$ است؛ در نتیجه رابطه مثبت و معنادار مستقیمی بین رسانه‌های گروهی و توانایی مالی وجود دارد و این فرضیه تأیید می‌شود. یافته‌های پژوهش در رابطه با فرضیه دوازدهم، بررسی تاثیر رسانه‌های گروهی بر ظرفیت مالی نشان داد، مقدار ضریب مسیر استاندارد شده بین رسانه‌های گروهی و ظرفیت مالی برابر با $0/036$ و مقدار احتمال $1/039$ است که کمتر از $(1/96)$ است؛ لذا رابطه م بین رسانه‌های گروهی و ظرفیت مالی معناداری وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سیزدهم نشان داد بررسی تاثیر ظرفیت مالی بر حرکات معاملاتی سهام نشان داد مقدار ضریب مسیر استاندارد شده بین ظرفیت مالی و حرکات معاملاتی سهام برابر با $0/077$ و مقدار احتمال $1/003$ است که کمتر از $(1/96)$ است؛ لذا رابطه معناداری بین رسانه‌های گروهی و توانایی مالی وجود ندارد و این فرضیه تأیید نمی‌شود. یافته‌های پژوهش در رابطه با فرضیه چهاردهم، بررسی تاثیر توانایی مالی بر حرکات معاملاتی سهام نشان داد، بین مسیر توانایی مالی و حرکات معاملاتی سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ بنابراین فرضیه چهاردهم تأیید می‌شود.

نشان داد، بین مسیر مشاوره مالی و شخصیت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. نتایج پژوهش در ارتباط با فرضیه سوم، تاثیر مشاوره مالی بر رسانه‌های گروهی نشان داد مقدار ضریب مسیر استاندارد شده بین مشاوره مالی و رسانه‌های گروهی برابر با $0/718$ و در سطح معناداری $0/05$ معنادار است؛ در نتیجه رابطه مثبت و معنادار مستقیمی بین مشاوره مالی و رسانه‌های گروهی وجود دارد و فرضیه سوم تأیید می‌شود نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم، بررسی تاثیر مشاوره مالی بر یادگیری مالی نشان داد بین مسیر مشاوره مالی و یادگیری مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ بنابراین فرضیه چهارم تأیید می‌شود. نتایج آزمون فرضیه پنجم، بررسی تاثیر مشاوره مالی بر شایستگی مالی نشان داد مقدار ضریب مسیر استاندارد شده بین مشاوره مالی و شایستگی مالی برابر با $0/769$ و مقدار احتمال $31/156$ است که بیشتر از $(1/96)$ است؛ در نتیجه رابطه مثبت و معنادار مستقیمی بین مشاوره مالی و شایستگی مالی وجود دارد و این فرضیه تأیید می‌شود؛ بنابراین سرمایه‌گذارانی که دارای مشاوره مالی هستند شایستگی مالی بیشتری دارند؛ بنابراین فرضیه پنجم تأیید می‌شود. یافته‌های پژوهش در رابطه با فرضیه ششم، بررسی تاثیر ارتباطات دهان به دهان بر توانایی مالی نشان داد، بین مسیر ارتباطات دهان به دهان و توانایی مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این نتیجه نشان می‌دهد ارتباطات دهان به دهان تاثیر مستقیم بر توانایی مالی و اتخاذ تصمیم‌های بهینه سرمایه‌گذاران دارد؛ بنابراین فرضیه ششم تأیید می‌شود. نتایج حاصل از آزمون فرضیه هفتم نشان داد رابطه بین شخصیت و ظرفیت مالی با توجه به سطح معناداری (95) درصد، بیشتر از $(1/96)$ است؛ در نتیجه رابطه مثبت و معنادار مستقیمی وجود دارد. یافته‌های پژوهش در رابطه با فرضیه هشتم، بررسی تاثیر شایستگی مالی بر حرکات معاملاتی سهام نشان داد، شایستگی مالی و حرکات معاملاتی سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ بنابراین فرضیه هشتم

به طور کلی تحلیل نتایج نشان داد مسیر یادگیری مالی به ظرفیت مالی (فرضیه ۹) و مسیر ظرفیت مالی به حرکات معاملاتی سهام (فرضیه ۱۳) به دلیل داشتن مقدار آماره t کمتر از ۱/۹۶ فاقد اعتبار می باشند. با حذف این دو مسیر عملاً متغیر ظرفیت مالی فاقد برون داد می شود لذا متغیر ظرفیت مالی از مدل حذف شده است. با حذف این متغیر در دنباله آن متغیر شخصیت نیز فاقد برون داد گردیده و این متغیر نیز به همراه فرضیه ۲ از مدل حذف می گردد. با حذف متغیر ظرفیت مالی، ناگزیر مسیر متغیر شخصیت به متغیر ظرفیت مالی (فرضیه ۷) نیز علیرغم داشتن اعتبار بالا حذف می گردد. علاوه بر این، مسیر رسانه های گروهی به ظرفیت مالی (فرضیه ۱۲) نیز شامل این موضوع می گردد، ضمن این که این مسیر به نوبه خود با داشتن مقدار آماره t برابر با ۱/۰۳۹ فاقد اعتبار است. همچنین این شرایط در مورد مسیر ظرفیت مالی به حرکات معاملاتی سهام (فرضیه ۱۳) نیز صدق می کند که مقدار آماره t آن کمتر از ۱/۹۶ است.

با توجه به نتایج پژوهش به سرمایه گذاران توصیه می شود، هنگامی که در بازار اخبار هیجانی و احساساتی وجود دارد، عکس العمل شان همراه با دقت بیشتری در جهت خرید یا فروش سهام باشد. همچنین به مدیران توصیه می شود، با ارائه اطلاعات باکیفیت و دارای ریسک اطلاعاتی کمتر می توانند رفتارهای احساسی سرمایه گذاران در بازار را کاهش دهند و باعث تحکیم اعتماد سرمایه گذاران و رشد و جذابیت سهام در بازار شوند. یافته های این پژوهش نشان داد سرمایه گذاران از طریق ارتباطات دهان به دهان هنگام مشورت با مشاوران مالی، اوراق بهادار خود را به طور متفاوتی تنظیم می کنند؛ بنابراین مشاوران مالی با پیشنهاد راهکارهای مناسب کسب و کار می توانند به سرمایه گذاران به عنوان فرصتی برای کسب درآمد نگاه کنند. همچنین هنگام تجارت با این سرمایه گذاران، مدیران نیز باید بتوانند کیفیت خدمات مشاوره ای خود را در بازارهای مالی ارزیابی و ارتقا دهند؛ زیرا این امر می تواند به مدیران کمک کند تا یک رابطه سودآور

بلندمدت با مشتریان خود داشته باشند. شرکت هایی که اقدام به فروش سهام می کنند، باید اطلاعات دقیقی را در اختیار سرمایه گذاران بالقوه قرار دهند تا بتوانند در مورد محتوای معامله بحث کنند، بر مبنای یافته های پژوهش شرکت ها می تواند از ارزش ارتباط دهان به دهان استفاده کنند. سرمایه گذاران در شرایط مختلف، دارای رفتارهای متنوع و بعضاً غیرقابل پیش بینی هستند و پژوهش حاضر مدعی ارائه الگویی واحد از رفتارهای تصمیم گیری سرمایه گذاران نیست؛ لذا به پژوهشگران توصیه می شود در پژوهش های آتی به کشف سایر ابعاد رفتاری و عوامل موثر بر تصمیم گیری فعالان بازار سرمایه بپردازند، پیشنهاد می گردد پژوهشگران با مطالعه عملیاتی بورس های ساختار یافته دنیا، تأثیر تغییر روش های ارائه خدمت در بازار بورس را بر رفتارهای سرمایه گذاران بررسی و تحلیل و با نتایج بورس ایران مقایسه نمایند. در این پژوهش از روش معادلات ساختاری استفاده شده است؛ لذا پیشنهاد می گردد پژوهشگران در تحقیقات آینده از داده های پانلی استفاده کنند تا رفتار معاملاتی سهام را مورد بررسی قرار دهند. در این پژوهش رفتار معاملاتی سرمایه گذاران به روش توصیفی و براساس پاسخ های خود اظهاری آنان گزارش شده است. لذا پیشنهاد می گردد در پژوهش های آتی از معیار های اندازه گیری فاقد خود اظهاری نظیر شاخص های مالی و پایگاه های اطلاعاتی استفاده گردد. در این پژوهش، دشواری های موجود در خصوص برگزاری جلسات گروه دلفی در زمره محدودیت های این پژوهش به شمار می رود. از سوی دیگر، پژوهشگر نسبت به نظرات برخی از صاحب نظران امر نسبت به پذیرش مفاهیم نوظهور از قبیل عوامل موجود در مدل مفهومی چارچوب ارتباطی کنش های فردی و گروهی در حرکات معاملاتی سهام تردید داشته است.

فهرست منابع

- * Barber, B. M., & Odean, T. (2002). Online investors: Do the slow die first? *Review of Financial Studies*, 15(2), 455–488.
- * Barber, B. M., & Odean, T. (2008). All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *Review of Financial Studies*, 21(2), 785–818.
- * Brest .P (2010). The Power of Theories of Change. *Stanford Social Innovation Review*. Spring 2010.
- * Brown, J. R., Zoran, I., Smith, P. A., & Weisbenner, S. (2008). Neighbors matter: Causal community effects and stock market participation. *The Journal of Finance*, 63(3), 1509–1531.
- * Campbell, J. Y. (2006). Household finance. *The Journal of Finance*, 61(4), 1553–1604.
- * Campbell, J. Y., & Viceira, L. M. (2003). *Strategic asset allocation – Portfolio choice for long-term investors*. New York: Oxford University Press.
- * Changwony, F. K., Campbell, K., & Tabner, I. T. (2014). Social engagement and stock market participation. *Review of Finance*, 1–50, rft059.
- * Cloninger, C. R., Svrakic, D. M., & Przybeck, T. R. (1993). A psychobiological model of temperament and character. *Archives of General Psychiatry*, 50(12), 975–990.
- * Conlin, A., Kyröläinen, P., Kaakinen, M., Järvelin, M., Perttunen, J., & Sventog, R. (2015). Personality traits and stock market participation. *Journal of Empirical Finance*, 33, 34–50.
- * Costa, P. T., & McCrae, R. R. (1989). *The NEO-PI/NEO-FFI manual supplement*. Odessa, FL: Psychological Assessment Resources, Inc.
- * Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor psychology and security market under-and overreactions. *The Journal of Finance*, 53(6), 1839–1885.
- * Dhar, R., Goetzmann, W. N., & Zhu, N. (2004). The impact of clientele changes: evidence from stock splits. *Yale ICF Working Paper*, No. 03–14.
- * Duflo, E., & Saez, E. (2003). The role of information and social interactions in retirement plan decisions: Evidence from a randomized experiment. *The Quarterly Journal of Public Economics*, 118(1), 815–842.
- * بدری، احمد. عزآبادی، بهاره. (۱۳۹۴). بررسی رفتار معاملاتی و عملکرد معاملاتی انواع سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی-پژوهشی تحقیقات مالی*، ۱۷(۱)، ۳۸–۲۱.
- * بدری، احمد، و صادقی، محسن. (۱۳۸۴). بررسی اثر روزهای مختلف هفته بر بازدهی، نوسان پذیری و حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران. *پیام مدیریت*، ۱۷(۲)، ۸۳–۵۵.
- * بزاززاده تربتی، حمیدرضا، ملکیان کله بست، اسفندیار و کامیابی یحیی. (۱۳۹۵). واکنش بازار نسبت به اطلاعات نامشهود: نقش تعدیل کننده سرمایه‌گذاران نهادی. *فصلنامه حسابداری مالی*، ۸(۳۱)، ۲۹–۱.
- * جهانگیری راد، مصطفی، مرفوع، محمد، سلیمی، محمدجواد. (۱۳۹۳). بررسی رفتار گروهی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۱(۴۲)، ۱۳۹–۱۵۶.
- * جمشیدی، ناصر، فدایی نژاد، محمد اسماعیل. (۱۳۹۸). به بررسی عملکرد سرمایه‌گذاران حقیقی فعال و منفعل در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رویکردهای مطالعه سبد و بازده غیرنرمال خودمعیار. *مدیریت دارایی و تامین مالی*، ۲۷(۲)، ۴۰–۲۵.
- * ساعدی، رحمان و مختاریان، امید. (۱۳۸۸). بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه حسابداری مالی*، ۱(۳)، ۱۶۸–۱۴۷.
- * Barber, B. M., & Odean, T. (1999). The courage of misguided convictions. *Financial Analysts Journal*, 55(6), 41–55.
- * Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and commonstock investment. *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292.

- * Heinström, J. (2010). From fear to flow: Personality and information interaction. Oxford: Chandos Publishing.
- * Hong, H., Kubik, J. D., & Stein, J. C. (2004). Social interaction and stock-market participation. *The Journal of Finance*, 59(1), 137–163.
- * Hong, H., Kubik, J. D., & Stein, J. C. (2005). Thy Neighbor's portfolio: Word-of-mouth effect in the holdings and traders of money managers. *The Journal of Finance*, 60(6), 2801–2824.
- * Durand, R. B., Newby, R., & Sanghani, J. (2008). An intimate portrait of the individual investor. *The Journal of Behavioral Finance*, 9(4), 193–208.
- * Epstein, L. G., & Schneider, M. (2008). Ambiguity, information quality, and asset pricing. *The Journal of Finance*, 63(1), 197–228.
- * Feng, L., & Seasholes, M. S. (2004). Correlated trading and location. *The Journal of Finance*, 59(5), 2117–2144.
- * Fung, L., & Durand, R. B. (2016). Personality traits. In H. K. Baker, & V. Ricciardi (Eds.), *investor behavior: The psychology of financial planning and investing*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- * Gervais, S., & Odean, T. (2001). Learning to be overconfident. *Review of Financial Studies*, 14(1), 1–27.
- * Goetzmann, W. N., & Kumar, A. (2008). Equity portfolio diversification. *Review of Finance*, 12(3), 433–463.
- * Graham, J. R., Harvey, C. R., & Huang, H. (2009). Investor competence, trading frequency, and home bias. *Management Science*, 55(7), 1094–1106.
- * Grinblatt, M., & Keloharju, M. (2009). Sensation seeking, overconfidence, and trading activity. *The Journal of Finance*, 64(2), 549–578.
- * Guiso, L., & Jappelli, T. (2006). Information Acquisition and Portfolio Performance. Centre for Studies in Economics and Finance Working Paper No. 167.
- * Hackethal, A., Haliassos, M., & Jappelli, T. (2012). Financial advisors: A case of babysitters? *Journal of Banking & Finance*, 36(2), 509–524.
- * Haigh, M. S., & List, J. A. (2005). Do professional traders exhibit myopic loss aversion? An experimental analysis. *The Journal of Finance*, 60(1), 523–534.
- * Heath, C., & Tversky, A. (1991). Preference and belief: Ambiguity and competence in choice under uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 4(1), 5–28.
- * Heimer, R. Z. (2014). Friends do let friends buy stocks actively. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 107, 527–540.
- * Heinström, J. (2003). Five personality dimensions and their influence on information behaviour. *Information Research*, 9(1).

یادداشت‌ها

¹ Smith