



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال دهم / شماره سی‌وهشتم / تابستان ۱۴۰۰

## بررسی واکنش رفتاری سرمایه‌گذاران انفرادی پس از انتشار صورتهای مالی

داود گرجی زاده

دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، واحد دماوند، دانشگاه آزاد اسلامی، دماوند، ایران  
davoud.gorjizadeh@gmail.com

محمد حامد خانمحمدی

دانشیار گروه حسابداری، واحد دماوند، دانشگاه آزاد اسلامی، دماوند، ایران (نویسنده مسئول)  
Dr.khanmohammadi@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۸/۰۷/۰۲ تاریخ پذیرش: ۹۸/۰۷/۱۳

### چکیده

یکی از منابع اصلی اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران جهت اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری، اطلاعات مندرج در صورتهای مالی منتشر شده توسط شرکت‌ها است. انتشار صورتهای مالی در جامعه که در قالب کانال‌های اطلاعاتی مختلف صورت می‌پذیرد، عکس‌العمل‌های قابل تاملی را در میان سرمایه‌گذاران موجب می‌شود. صورتهای مالی حسابرسی شده، نظر حسابرسان درباره مطلوبیت ارائه و قابلیت اتکای صورتهای مالی را به استفاده‌کنندگان صورتهای مالی انتقال می‌دهد که در فرآیند تصمیم‌گیری ابزاری سودمند است.

این تحقیق به بررسی واکنش رفتاری سرمایه‌گذاران انفرادی پس از انتشار صورتهای مالی حسابرسی شده سالانه می‌باشد. روش پژوهش از نظر هدف کاربردی، از نظر روش گردآوری میدانی و از نظر روش اجرا توصیفی از نوع پیمایشی بوده است و داده‌ها با استفاده از پرسشنامه‌ای استاندارد گردآوری شده است. جامعه آماری این پژوهش کلیه سرمایه‌گذاران حقیقی بورس اوراق بهادار تهران است، که ۴۰۳ نفر از آن‌ها به روش تصادفی ساده انتخاب شدند. از نرم افزارهای spss22 و Lisrel 8.50 و با استفاده از روش معادلات ساختاری به تحلیل داده‌ها پرداخته شد.

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل اطلاعات نشان می‌دهد که، انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) بر رفتار سرمایه‌گذاران انفرادی تأثیر معناداری دارد.

**واژه‌های کلیدی:** مالی رفتاری، صورتهای مالی، سرمایه‌گذاران انفرادی، بورس اوراق بهادار.

## ۱- مقدمه

یکی از منابع اصلی اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران جهت اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری، اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی منتشر شده توسط شرکت‌ها است. انتشار صورت‌های مالی در جامعه که در قالب کانال‌های اطلاعاتی مختلف صورت می‌پذیرد، عکس‌العمل‌های قابل تاملی را در میان سرمایه‌گذاران موجب می‌شود. صورت‌های مالی حسابرسی شده، نظر حسابرسان درباره مطلوبیت ارائه و قابلیت اتکای صورت‌های مالی را به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی انتقال می‌دهد که در فرآیند تصمیم‌گیری ابزاری سودمند است (سادات امام، ۱۳۸۹).

واکنش‌های بازار سهام به آگهی‌ها و اخبار متفاوت است و در برخی موارد واکنش افراد عقلایی نیست و سبب ناهنجاری‌هایی از جمله افزایش بیش از حد یا کمتر از حد قیمت‌ها می‌شود. واکنش بیش از حد و واکنش کمتر از حد زمانی رخ می‌دهد که افراد با توجه به اطلاعات جدید، قیمت‌ها را بیشتر یا کمتر از میزان واقعی آن تعیین می‌کنند. اگر چه بازار پس از گذشت زمان به اشتباه خود پی می‌برد و به حالت تعادل بر می‌گردد، با این وجود چنین رفتاری نوعی رفتار غیرعقلایی در بازار محسوب می‌شود که می‌تواند پاسخ منطقی نسبت به عدم اطمینان درک‌شده توسط سرمایه‌گذاران باشد. انتظارات افراد تابع پیش‌بینی‌های آنها می‌باشد که گاهی از ناکارآمدی‌هایی برخوردار است. فهم منبع این ناکارآمدی‌ها، می‌تواند کاربردهای مهمی برای مطالعه در زمینه عقلانیت سرمایه‌گذاران و کارایی بازار داشته باشد (سریدهاران<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۲).

در دهه‌های اخیر پژوهشگران به اثرگذاری رفتار انسان در تصمیم‌گیری‌های مالی اشاره دارند و اعتقاد دارند که سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیم‌های مالی خود به مقوله ریسک و قیمت‌های آینده سهام و بازدهی آنها به گونه‌ای کاملاً متفاوت از تئوریه‌ها نگاه می‌کند و اعتقاد دارند که بسیاری از سرمایه‌گذاران به هنگام تصمیم‌گیری به مفاهیم و فرضیه‌های زیربنایی تئوری‌ها و مدل‌های انتخاب طرح‌ها و سبدهای سرمایه‌گذاری توجهی ندارند و گاهی آنها را نمی‌شناسند. مطالعات نشان می‌دهد سرمایه‌گذارانی که با استفاده از حدس و گمان معامله می‌کنند یا دست به معاملات پر ریسک می‌زنند، منفعت کمی می‌برند یا متضرر می‌شوند، لذا آگاهی از ابعاد مختلف تاثیرگذار بر تصمیمات مالی از اهمیت بالایی برخوردار می‌شود. (شجری، ۱۳۹۱).

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

رفتار مالی به عنوان نوعی نظریه مطرح است که مباحث و مسائل مالی را با کمک گرفتن از نظریات روانشناسی شناختی تشریح می‌کند. این نظریه نه تنها پیش‌بینی‌های نظریه‌های مدرن مالی نظیر بازارهای کارا را مورد تردید قرار می‌دهد بلکه در سطح خرد نیز در مورد نظریاتی مانند: پیشینه سازی مورد انتظار و انتظارات عقلانی تردید دارد.

اما هربرت سایمون پیشرو در رفتار مالی، انسان اقتصادی را موجودی غیرواقعی در نظریه‌های اقتصادی تشخیص داد. میر استتمن در پژوهشی با موضوع بازبینی تخصیص دارایی با استفاده از چالش رفتار مالی بیان می‌کند که افراد در نظریه‌های سنتی منطقی هستند در حالی که رفتار مالی افراد را نرمال یا طبیعی فرض

می‌کند، یعنی یک سرمایه گذار امکان دارد تصمیمی اتخاذ کند که از نظر اقتصادی توجیه نداشته باشد (دوو<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲).

آمار و ارقام و بررسی سوابق سرمایه‌گذاران سهام، حتی در اقتصادهای توسعه یافته، بیانگر این است که اکثر آنها از دانش مالی و سرمایه‌گذاری لازم برخوردار نیستند و اغلب توانایی دسترسی به داده‌های موردنیاز و تجزیه و تحلیل و به کارگیری اطلاعات مالی در تصمیمات خود را ندارند و مجموع مخاطرات موجود در بازار سرمایه، سرمایه‌گذاران، به ویژه سرمایه‌گذاران خرد را همواره با احتمال ضرر و زیان غیرمعمول مواجه می‌سازد که شبانی (۱۳۹۱) آنرا در پژوهش خود مطرح کرده است.

اکثر نظریه‌های مالی اقتصادی بر این فرض استوارند که سرمایه‌گذاران در زمان تصمیم‌گیری به صورت کاملاً عقلایی عمل میکنند که با نظریه انسان اقتصادی عقلایی کاملاً منطبق است. سرمایه‌گذاران به هنگام سرمایه‌گذاری تمامی جوانب را در نظر می‌گیرند و عقلایی‌ترین تصمیم را اتخاذ میکنند. ولی در برخی مواقع عواملی باعث بروز رفتار غیرعقلایی میشود و نحوه تصمیم‌گیری آنها را تحت تاثیر قرار میدهد که ناشی از ناکارایی بازارهای مالی است. بنابراین نداشتن اطلاعات صحیح منجر به بروز خطاهای ادراکی میشود و میتوان از طریق شناسایی ویژگی‌های شخصیتی و انحرافات رفتاری سرمایه‌گذاران و ارائه برنامه‌هایی که تاثیر این انحرافات را در مالی رفتاری کاهش میدهد، میزان انحراف از تصمیمات بلند مدت را نیز کاهش داد و به سرمایه‌گذاران برای دستیابی به اهداف مالی بلندمدت خود کمک نمود. فرینو و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۴)

بارنا و چادهاری<sup>۴</sup> (۲۰۰۹). در پژوهش خود اشاره میکنند که، سرمایه‌گذاران همیشه منطقی عمل نمیکنند و زمانی که با تصمیم‌گیری‌های سخت مواجهند، غیرمنطقی و احساسی تصمیم می‌گیرند. تحلیلگران و مشاوران مالی براین عقیده اند که سرمایه‌گذاران جزء خصوصاً، نیازمند یک راهنمایی دقیق و جامع، جهت پیشگیری از خطاهایی هستند که گرایش‌های طبیعی انسانی باعث آن میباشند. این خطاها که منجر به واکنشهای بیش از حد یا کمتر از حد میشوند، با طرح‌هایی که مشاوران برنامه‌ریزی میکنند، قابل پیشگیری هستند. برنامه‌ای که اهداف مالی و سرمایه‌گذاری مشتری را تعریف میکند، درجه ریسک‌پذیری‌شان را تعیین میکند، آزمون کاملی از میزان دارایی‌ها و استراتژی‌های تخصیص آنها به عمل می‌آورد، درآمد فعلی و آتی‌شان، عمرکاری تا زمان بازنشستگی‌شان، پس‌انداز سالیانه، درآمد ماهیانه و غیره را برآورد میکند.

در این راستا پژوهش‌های مختلف در ایران و دنیا انجام شده است که به برخی از آنها در زیر اشاره می‌شود: دموری و همکاران (۱۳۹۶) تحقیقی تحت عنوان بررسی عکس‌العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران به الگوهای عملکرد گذشته شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام داده‌اند. روش آماری تحقیقی از طریق آزمون رگرسیون پدل دیتا می‌باشد. عکس‌العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران به عنوان متغیر مستقل و بازده غیرعادی سهام شرکت به عنوان متغیر وابسته می‌باشد. پژوهشگرانی که عکس‌العمل بیش از اندازه سهامداران را مورد بررسی قرار داده‌اند، به این نتیجه رسیده‌اند که سرمایه‌گذاران به عملکرد مالی گذشته شرکت‌ها عکس‌العمل بیش از اندازه نشان می‌دهند. سرمایه‌گذاران، سهام‌های با عملکرد گذشته خوب را بالاتر از ارزش ذاتی‌شان و سهام‌های با عملکرد مالی گذشته ضعیف را پایین‌تر از ارزش ذاتی‌شان ارزش‌گذاری

می‌کنند. بعد از مدتی وقتی سرمایه‌گذاران تشخیص دهند که انتظارات قبلی آنها صحیح نبوده است، قیمت سهام به ارزش ذاتی و واقعی خود باز می‌گردد. نتایج بدست آمده حاکی از آن است که سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به متغیرهای سود قبل از اقلام غیر مترقبه، فروش و بازده سهام، عکس العمل بیش از اندازه نشان می‌دهند ولی نسبت به متغیر جریان نقدی، عکس العمل بیش از اندازه نشان نمی‌دهند.

خواجه‌وی و علیزاده (۱۳۹۶) تحقیقی تحت عنوان بررسی اثرات کیفیت افشای اطلاعات بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام داده‌اند. در این راستا، تأثیر اندازه شرکت، اهرم مالی، قیمت و حجم معاملات سهام نیز کنترل شده است. برای اندازه‌گیری متغیر کیفیت افشای اطلاعات، از چک لیست بوتوسان (۱۹۹۷) که توسط کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۸) تعدیل شده است، مورد استفاده قرار گرفت که شامل ۷۱ شاخص در شش بخش کلی پیشینه اطلاعاتی، خلاصه‌ای از نتایج مهم تاریخی، آماره‌های کلیدی غیرمالی، اطلاعات بخشها، اطلاعات پیش‌بینی و بحث و تحلیل مدیریت است. برای آزمون فرضیه پژوهش رگرسیون چندمتغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی مورد استفاده قرار گرفته است. یافته‌های بررسی ۱۲۲ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ بیانگر آن است که کیفیت افشای اطلاعات بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس تهران، تأثیر معناداری ندارد.

سینایی و صدقی (۱۳۹۶) تحقیقی تحت عنوان بررسی عکس العمل سرمایه‌گذاران به عملکرد مالی شرکت‌ها پرداختند. روش آماری تحقیقی از طریق آزمون رگرسیون گام به گام انجام داده‌اند. عکس العمل سرمایه‌گذاران به عنوان متغیر مستقل و عملکرد مالی شرکت به عنوان متغیر وابسته می‌باشد. پژوهشگرانی که تصمیمات مدیران موسسات سرمایه‌گذاری و رفتار معامله‌کنندگان اوراق بهادار را با رویکرد تئوری مالی - رفتاری مورد بررسی قرار داده‌اند، به این نتیجه رسیده‌اند که این مدیران و سرمایه‌گذاران معمولاً به عملکرد مالی گذشته شرکت‌ها عکس العمل بیش از اندازه نشان می‌دهند و در تصمیمات خود دچار اشتباه می‌شوند. تحقیق حاضر با روش تشکیل پرتفوی‌های برنده و بازنده، موضوع یاد شده را در سه مرحله بررسی می‌کند. نتایج به دست آمده حاکی از آن است که مدیران نهادهای سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاران انفرادی در تصمیمات خود نسبت به چهار متغیر فروش، سود، جریان نقدی، بازده حساسیت توجه بیش از اندازه نشان می‌دهند.

اردکانی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی تحت عنوان بررسی واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به رویدادهای ناگهانی در بورس اوراق بهادار تهران بیان می‌کنند که با وقوع رویدادهای ناگهانی، نوسان‌های بازده افزایش می‌یابد. همچنین بر اساس نتایج پژوهش، درباره اخبار مطلوب واکنش سرمایه‌گذاران منطبق بر پیش‌بینی فرضیه اطلاعات مبهم است.

سیف‌الهی (۱۳۹۳)، به بررسی مقایسه‌ای عوامل رفتاری در سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی پرداخت. نتایج حاصل نشان داد که تمام عوامل به غیر از عامل "بیش اطمینانی" روی سرمایه‌گذاری تأثیرگذار هستند و میزان این تأثیر برای هر یک متفاوت می‌باشد و رتبه‌بندی این عوامل از نظر میزان تأثیرگذاری عبارتند از: ۱- سود و زبان نسبی (حسابداری ذهنی)، ۲- اثر تمایلی، ۳- محافظه‌کاری، ۴- رفتار توده‌وار، ۵- شهود نمایندگی، ۶- اثر مالکیت، ۷- پیش‌بین‌گریزی.

شلیفر و ویشنی<sup>۵</sup> (۲۰۱۸) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه میان ۶۸۴ شرکت در خلال سالهای ۲۰۱۴-۲۰۰۰ در بورس بنگلادش پرداخته است. وی به این نتیجه رسید که کیفیت افشا تأثیر قابل ملاحظه و معکوسی بر هزینه سرمایه شرکتها دارد. با این وجود وی معتقد است که ممکن است این نتیجه در سایر کشورها این چنین نباشد، چون بین بازار بنگلادش و سایر اقتصادها تفاوت قابل ملاحظه‌ای وجود دارد. چن<sup>۶</sup> (۲۰۱۷) در تحقیقی به بررسی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه گذاران، حاکمیت شرکتی و تصمیمات سرمایه گذاری در بورس پکن پرداخت. گرایش احساسی سرمایه گذاران و حاکمیت شرکتی به عنوان متغیر مستقل و تصمیمات سرمایه گذاری به عنوان متغیر وابسته می باشد. روش آماری تحقیقی از طریق آزمون رگرسیون لجستیک می باشد. در این پژوهش به وجود اثر معکوس گرایش احساسی سرمایه گذار بر تصمیمات سرمایه گذاری و در صورت وجود، به این موضوع که این اثر تحت تاثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی است پرداخته می شود. نمونه های مورد استفاده در این پژوهش شامل شرکت های موجود در تایوان طی دوره زمانی ۲۰۰۳ الی ۲۰۱۰ می باشد. نتایج تجربی نشان می دهد که گرایش احساسی سرمایه گذاران بطور معنادار و مثبت با تعداد سرمایه گذاری های جدید و سرمایه گذاری بیش از حد در ارتباط است. همچنین حاکمیت شرکتی اثر نظارتی و انگیزشی بر تصمیم گیری ها می گذارد. با توجه به مشکلات نمایندگی، تصمیم گیری مدیران تحت تاثیر گرایش احساسی سرمایه گذاران می باشد و از هدف بیشینه سازی ارزش شرکت منحرف می شود. بنابراین شرکتهای باید مکانیزم های حاکمیت شرکتی را بمنظور حداقل سازی اثر معکوس گرایش احساسی سرمایه گذاران تقویت کنند.

تایونی<sup>۷</sup> و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی به منظور بررسی رفتار واکنشی سرمایه گذاران در بورس اراق بهادار چین، بیان می کنند که عوامل متعددی در بروز واکنش رفتاری سرمایه گذاران تأثیرگذار هستند، که ویژگی های شخصیتی سرمایه گذاران و انتشار اطلاعات، از مهم ترین عوامل می باشند.

لیو<sup>۸</sup> (۲۰۱۶) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و نقدشوندگی سهام در بورس بخارست پرداخت. روش آماری تحقیقی از طریق آزمون رگرسیون پنل دیتا می باشد. و دریافت تغییر سری زمانی در نقدینگی بازار سهام با گرایش های احساسی سرمایه گذاران در ارتباط است. زمانی که شاخص های گرایش های احساسی بالاست بازار سهام از نقدینگی بیشتری برخوردار است. این زمانی است که سرمایه گذاران سرسخت تر باشند. همچنین حجم معاملات بازار زمانی که گرایش های احساسی سرمایه گذاران بالاست افزایش می یابد. بنابراین با کنترل حجم معاملات بازار گرایش های احساسی بالا منجر به افزایش نقدینگی بازار سهام می شود.

بکر و چوی یی<sup>۹</sup> (۲۰۱۶)، در مطالعه ای تأثیر عوامل روانی در تصمیم گیری سرمایه گذاران در بازار سهام مالزی را با استفاده از پرسشنامه هایی که بین ۲۰۰ سرمایه گذاران در مناطق دره کلانگ و پاهانگ بین سنین ۱۸-۶۰ سال که در بازار سهام مالزی درگیر معامله سهام بودند، بررسی کرده است. یافته ها نشان می دهد که بیش اطمینانی، محافظه کاری و تعصب در دسترس بودن اثرات قابل توجهی در تصمیم سرمایه گذاران دارد در

حالی که رفتار توده وار است تاثیر معناداری در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ندارد. همچنین نتایج نشان داده است که عوامل روانی تحت تأثیر جنسیت فرد است.

الگاپک<sup>۱۰</sup> و همکاران در سال (۲۰۱۵)، در مقاله ای تحت عنوان " تاثیرات شخصیت بر تحمل ریسک و تصمیمات سرمایه‌گذاری " به بررسی رابطه بین ویژگی‌های شخصیتی و نگرش ریسک‌پذیری و تصمیمات سرمایه‌گذاران در میان سرمایه‌گذاران بالقوه خصوصی بعد از فروپاشی شوروی پرداخته‌اند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که برخی از ویژگی‌های شخصیتی بر روی تحمل ریسک‌پذیری افراد تأثیر می‌گذارد.

آلابانیس و همکاران<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۵) در تحقیقی به بررسی تاثیر سهامداران نهادی بر رابطه بین گرایش رفتار سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی سهام در بورس نیویورک پرداختند. روش آماری تحقیقی از طریق آزمون رگرسیون پنل دیتا می‌باشد. در این راستا سهامداران نهادی متغیر تعدیل‌گر و گرایش رفتار سرمایه‌گذاران به عنوان متغیر مستقل و نقدشوندگی سهام شرکتها به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. براساس نتایج فرضیه اول تحقیق بین گرایش رفتار سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی سهام رابطه مستقیم و معنی‌داری وجود دارد. براساس نتایج فرضیه دوم تحقیق میزان مالکیت نهادی موجب قوی‌تر شدن رابطه بین گرایش رفتار سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی سهام می‌شود. نتایج مربوط به متغیرهای کنترلی نشان داد که اندازه شرکت رابطه مستقیم و معناداری با نقدشوندگی سهام دارد و اهرم مالی رابطه معکوس با نقدشوندگی سهام دارد.

رامالینگودا<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۴) در مطالعه خود با عنوان "شواهدی از شرکتهای در شرف ورشکستگی که سرمایه‌گذاران با اهداف بلندمدت، که آنها از ارزش آتی شرکت مطلع بوده‌اند" به بررسی رفتار سرمایه‌گذاران نهادی شرکت‌های در شرف ورشکستگی می‌پردازد. در این پژوهش محقق با این پیش‌فرض که سهامداران نهادی دارای اهداف بلندمدت نسبت به سایر سهامداران شرکت اطلاعات بیشتری دارند نشان می‌دهد که این سهامداران می‌توانند حداقل یک فصل زودتر، این پدیده را پیش‌بینی می‌کنند و اقدام به فروش بخش اعظمی از سهام خود می‌کنند و این پیش‌بینی آنها در مقایسه با شرکت‌های دارای آشفتگی مشابه بیشتر است.

فرینو و همکاران<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۴)، در پژوهشی با عنوان " رفتار سهامداران نهادی پیرامون اعلام ورشکستگی " به بررسی رفتار مالکان نهادی پیرامون اعلام ورشکستگی شرکت در دوره ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۶ پرداختند. نتایج پژوهش آنها بیانگر آن است که سهامداران نهادی در حدود ۱۱۵ روز قبل از اعلام ورشکستگی شرکت شروع به خارج شدن از شرکت بصورت گروهی می‌نمایند، آن‌ها نشان دادند که در ۱ روز قبل از انتشار صورت‌های مالی این کناره‌گیری از سهام قابل توجه است. همچنین آنها استدلال نمودند که در شرکت‌های بحران‌زده عدم تقارن اطلاعاتی بالایی وجود دارد.

با توجه به مبانی نظری، پیشینه پژوهش و مطالب بیان شده فرضیات زیر تدوین گردیده است.

### فرضیه اصلی

انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) بر رفتار سرمایه گذاران انفرادی تأثیر معناداری دارد.

### فرضیههای فرعی

- ۱) انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) بر رفتار گلهای (جمععی) سرمایه گذاران انفرادی تأثیر معناداری دارد.
- ۲) انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) بر رفتار چشم اندازی سرمایه گذاران انفرادی تأثیر معناداری دارد.
- ۳) انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) بر رفتار شناختی سرمایه گذاران انفرادی تأثیر معناداری دارد.
- ۴) انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) بر رفتار خود اسنادی سرمایه گذاران انفرادی تأثیر معناداری دارد.
- ۵) انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) بر رفتار لنگری سرمایه گذاران انفرادی تأثیر معناداری دارد.

### ۳- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش در واقع جامعهای نامحدود است که از سرمایه گذاران انفرادی در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل شده است. که می بایست: اولاً در از نیمسال دوم ۹۶ تا پایان نیمسال اول ۹۷ سهامدار بوده باشند تا در ارتباط با بازده یک ساله امکان ارائه پاسخ داشته باشند و ثانیاً سهامدار فعال باشند به این معنی که در یک سال حداقل ۴ مرتبه مبادرت به خرید و فروش سهام نمایند. تعیین تعداد نمونه های آماری این تحقیق مطابق جدول مورگان می باشد که برای جوامع نامحدود گردآوری حداقل ۳۸۴ نمونه را الزامی نموده است و در این تحقیق ۴۰۳ پرسشنامه پس از تقسیم ۴۵۰ عدد پرسشنامه در تالار اصلی بورس و تعدادی کارگزاری، مبنای انجام پژوهش قرار گرفت.

### روش تجزیه و تحلیل اطلاعات

در این تحقیق با توجه به جامعه مطالعاتی نسبت به گردآوری داده های خام تحقیق اقدام شده است. بدین منظور داده های جمع آوری شده از پرسشنامه ها، از نرم افزارهای **lisrel 8.50** و **spss22** برای تجزیه و تحلیل داده ها استفاده گردید.

### بررسی مدل اندازه گیری تحقیق

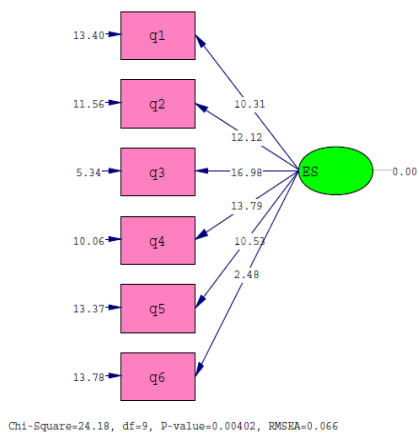
در این بخش به بررسی مدل تحقیق پرداخته می شود. جدول زیر مشخص کننده علایم به کار رفته در مدل است:

جدول ۴-۶، علایم به کار رفته در مدل

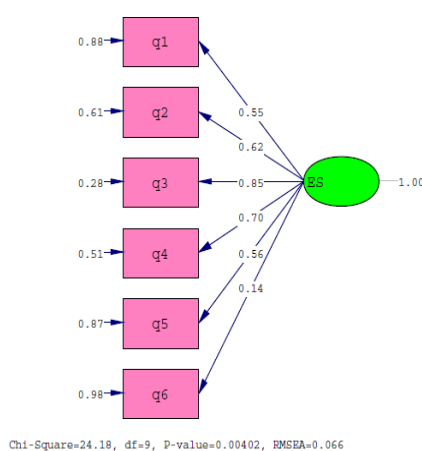
متغیر	نشانه در مدل
انتشار صورت‌های مالی	ES
رفتار گله‌ای (جمع)	RG
رفتار چشم اندازی	RCH
رفتار شناختی	RSH
رفتار خود اسنادی	RKH
رفتار لنگری	RL

### متغیر انتشار صورت‌های مالی

در حالت معنی داری



در حالت استاندارد

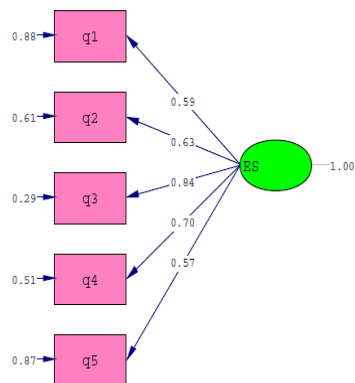


در میان سوالات مورد بررسی، مطابق نمودار، سوالات با توجه به ضریب معناداری بالاتر از ۱/۹۶، تمامی گویه‌ها مورد تایید قرار می‌گیرند، اما با توجه به میزان بار عاملی، سوال ۶، که برابر ۰.۱۴ می‌باشد. کمتر از میزان استاندارد (۰.۵) است، بنابراین این سوال حذف و مدل اصلاح شده، به صورت زیر می‌باشد:



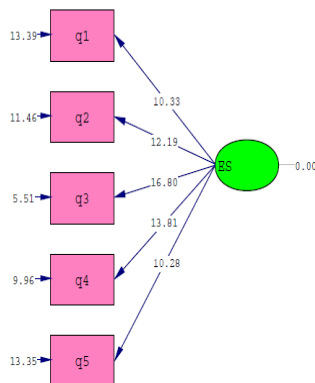
متغیر انتشار صورتهای مالی (مدل اصلاح شده)

در حالت معنی داری



Chi-Square=13.88, df=10, P-value=0.00342, RMSEA=0.058

در حالت استاندارد

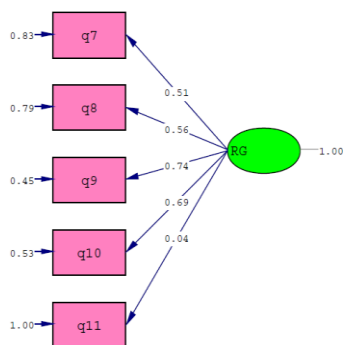


Chi-Square=13.88, df=10, P-value=0.00342, RMSEA=0.058

با توجه به نمودارها مشاهده می شود که کلیه سؤالات مربوط به متغیرها دارای ضرایب همبستگی معنی داری با متغیرهای مکنون هستند چرا که میزان آماره  $t$  بالاتر از  $1/96$  می باشد.

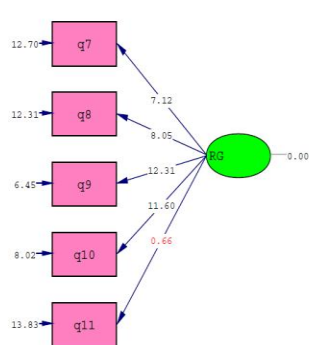
متغیر رفتار گلهای (جمعی)

در حالت معنی داری



Chi-Square=28.13, df=5, P-value=0.00003, RMSEA=0.110

در حالت استاندارد

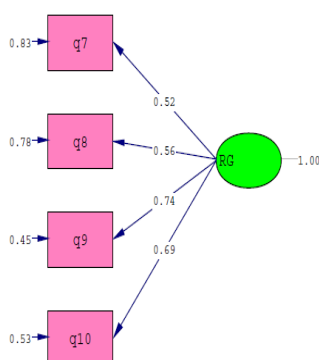


Chi-Square=28.13, df=5, P-value=0.00003, RMSEA=0.110

در میان سوالات مورد بررسی، مطابق نمودار، سوالات با توجه به ضریب معناداری بالاتر از ۱/۹۶، تمامی گویه‌ها (به جز سوال ۱۱) مورد تایید قرار می‌گیرند، همچنین مدل با توجه به میزان RMSEA بالای ۰,۰۸ فاقد برازش می‌باشد، بنابراین مدل اصلاح شده، با حذف سوال ۱۱ به صورت زیر می‌باشد.

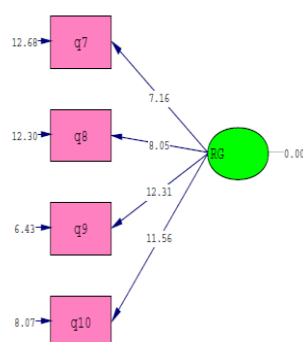
### متغیر رفتار گله‌ای (اصلاح شده)

در حالت معنی داری



Chi-Square=20.73, df=18, P-value=0.00003, RMSEA=0.056

در حالت استاندارد ❖

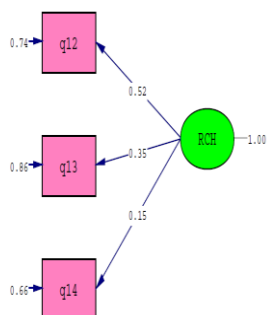


Chi-Square=20.73, df=18, P-value=0.00003, RMSEA=0.056

با توجه به نمودارها مشاهده می‌شود که کلیه سوالات مربوط به متغیرها دارای ضرایب همبستگی معنی داری با متغیرهای مکنون هستند چرا که میزان آماره t بالاتر از ۱/۹۶ می‌باشد.

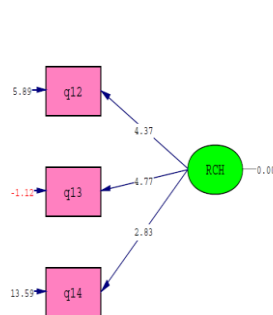
### متغیر رفتار چشم اندازی

در حالت معنی داری



Chi-Square=12.10, df=9, P-value=0.00022, RMSEA=0.045

در حالت استاندارد

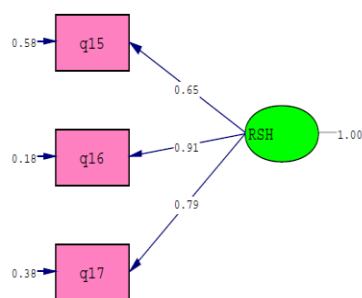


Chi-Square=12.10, df=9, P-value=0.00022, RMSEA=0.045

با توجه به نمودارها مشاهده می شود که کلیه سؤالات مربوط به متغیرها دارای ضرایب همبستگی معنی داری با متغیرهای مکنون هستند چرا که میزان آماره t بالاتر از ۱/۹۶ می باشد.

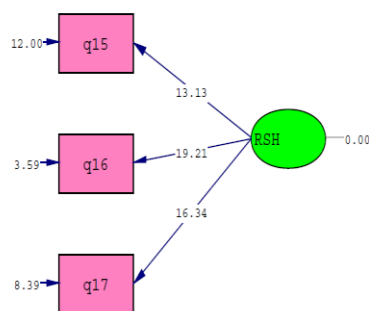
### متغیر رفتار شناختی

در حالت معنی داری



Chi-Square=9.76, df=8, P-value=0.00009, RMSEA=0.059

در حالت استاندارد

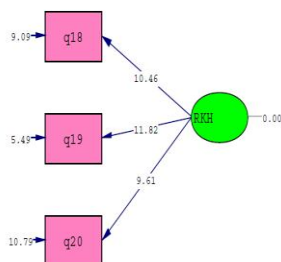


Chi-Square=9.76, df=8, P-value=0.00009, RMSEA=0.059

با توجه به نمودارها مشاهده می شود که کلیه سؤالات مربوط به متغیرها دارای ضرایب همبستگی معنی داری با متغیرهای مکنون هستند چرا که میزان آماره t بالاتر از ۱/۹۶ می باشد.

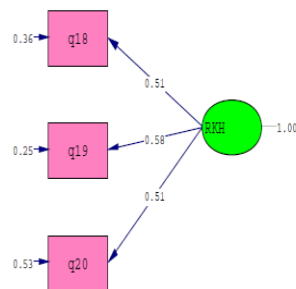
### متغیر رفتار خود اسنادی

در حالت معنی داری



Chi-Square=42.01, df=39, P-value=0.00065, RMSEA=0.064

در حالت استاندارد

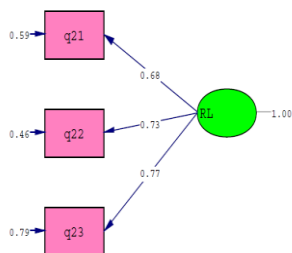


Chi-Square=42.01, df=39, P-value=0.00065, RMSEA=0.064

با توجه به نمودارها مشاهده می شود که کلیه سؤالات مربوط به متغیرها دارای ضرایب همبستگی معنی داری با متغیرهای مکنون هستند چرا که میزان آماره t بالاتر از ۱/۹۶ می باشد.

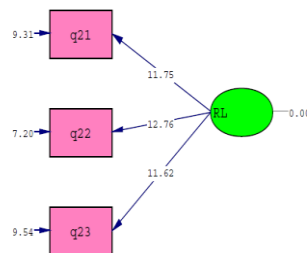
### متغیر رفتار لنگری

در حالت معنی داری



Chi-Square=26.12, df=24, P-value=0.00012, RMSEA=0.052

در حالت استاندارد

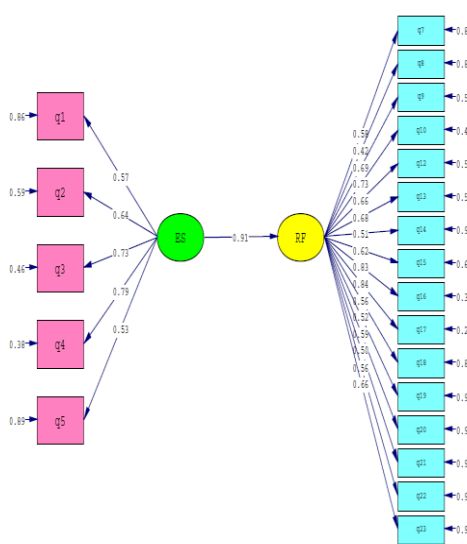


Chi-Square=26.12, df=24, P-value=0.00012, RMSEA=0.052

با توجه به نمودارها مشاهده می‌شود که کلیه سؤالات مربوط به متغیرها دارای ضرایب همبستگی معنی داری با متغیرهای مکنون هستند چرا که میزان آماره  $t$  بالاتر از  $1/96$  می‌باشد.

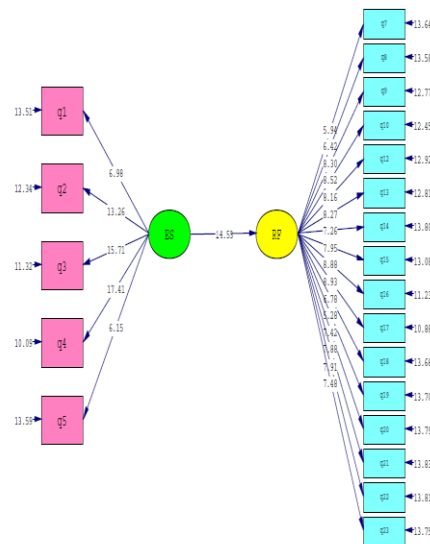
### بررسی فرضیه اصلی

در حالت معنی داری



Chi-Square=2246.66, df=188, P-value=0.00000, RMSEA=0.169

در حالت استاندارد

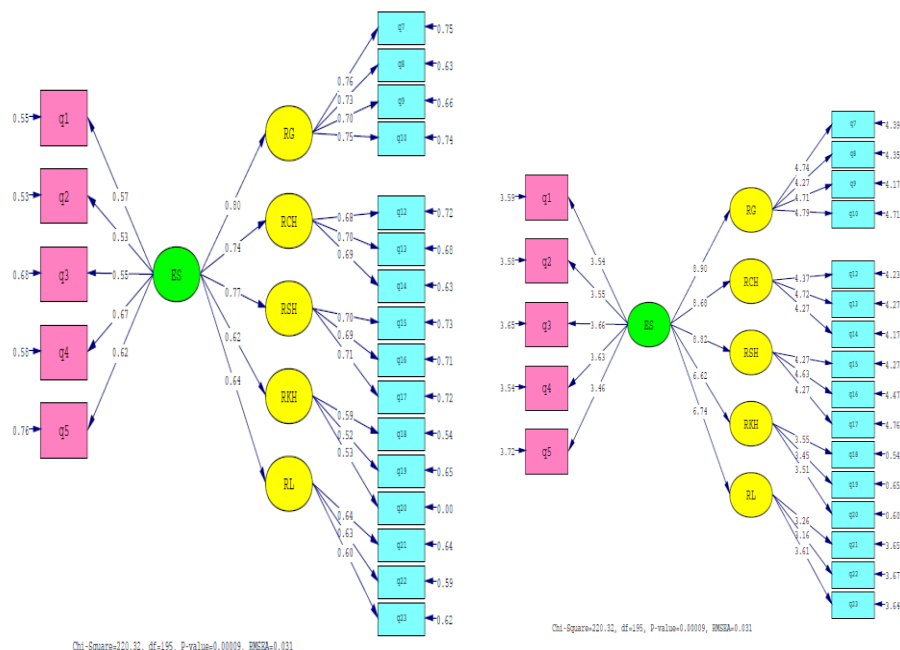


Chi-Square=226.66, df=188, P-value=0.00000, RMSEA=0.069

بررسی فرضیه های فرعی

در حالت استاندارد

در حالت معنی داری



آزمون فرضیات

نتیجه	ضریب معناداری	ضریب استاندارد	مسیر	فرضیه
تأیید	۱۴,۵۳	۰,۹۱	انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) بر رفتار سرمایه گذاران انفرادی تأثیر معناداری دارد.	اصلی
تأیید	۸,۹۰	۰,۸۰	انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) بر رفتار گلهای (جمعی) سرمایه گذاران انفرادی تأثیر معناداری دارد.	فرعی اول
تأیید	۸,۶۸	۰,۷۴	انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) بر رفتار چشم اندازی سرمایه گذاران انفرادی تأثیر معناداری دارد.	فرعی دوم
تأیید	۸,۸۲	۰,۷۷	انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) بر رفتار	فرعی سوم

نتیجه	ضریب معناداری	ضریب استاندارد	مسیر	فرضیه
			شناختی سرمایه‌گذاران انفرادی تأثیر معناداری دارد.	
تأیید	۰,۶۲	۰,۶۲	انتشار صورت‌های مالی (اخبار خوب یا بد) بر رفتار خود اسنادی سرمایه‌گذاران انفرادی تأثیر معناداری دارد.	فرعی چهارم
تأیید	۰,۶۴	۰,۶۴	انتشار صورت‌های مالی (اخبار خوب یا بد) بر رفتار لنگری سرمایه‌گذاران انفرادی تأثیر معناداری دارد.	فرعی پنجم

### بحث و تحلیل نتایج پژوهش

یکی از حیاتی‌ترین برنامه‌های پژوهشی دانش مالی امروز که در رأس رد نظریه بازارهای کارا قرار دارد، نظریه رفتار مالی است که حاصل تشریح مساعی بین علوم مالی و علوم اجتماعی است و باعث ژرفتر شدن دانش ما، از بازارهای مالی شده است.

رفتار مالی، به عنوان نوعی نظریه مطرح است که مباحث و مسائل مالی را با کمک گرفتن از نظریات روانشناسی شناختی تشریح می‌کند. این نظریه نه تنها پیش بینی‌های نظریه‌های مدرن مالی نظیر بازارهای کارا را مورد تردید قرار می‌دهد بلکه در سطح خرد نیز در مورد نظریاتی مانند: بیشینه‌سازی مورد انتظار و انتظارات عقلایی تردید دارد.

تحقیقات مختلفی در رابطه با موضوع تصمیم‌گیری و رفتار سرمایه‌گذاران صورت گرفته است، اما ما در این پژوهش مانند دیگر پژوهش‌های صورت گرفته بدنبال بررسی یک بعد خاص مثل عوامل روانی<sup>۱۴</sup> مؤثر بر تصمیم و یا تأثیر متغیرهای اقتصادی<sup>۱۵</sup> بر روی رفتار و تصمیم سرمایه‌گذاران نبودیم، بلکه هدفمان بررسی واکنش رفتاری سرمایه‌گذاران انفرادی پس از انتشار صورت‌های مالی حسابرسی شده سالانه بود که با توجه به هدف فرضیه‌هایی ندوین و مورد-زمون قرار گرفت و نتایج ذیل حاصل گردید:

**فرضیه اصلی:** انتشار صورت‌های مالی (اخبار خوب یا بد) بر رفتار سرمایه‌گذاران انفرادی تأثیر معناداری دارد. با توجه به مدل تحقیق در حالت اعداد معنی داری، مشاهده شد که میزان آماره‌ی  $t$  بین دو متغیر انتشار صورت‌های مالی (اخبار خوب یا بد) و رفتار سرمایه‌گذاران انفرادی برابر با  $۱۴/۵۳$  است و از آن جا که این مقدار در خارج از بازه‌ی  $[۱/۹۶ \& -۱/۹۶]$  قرار دارد این فرضیه تأیید شده است. با توجه به ضریب استاندارد هم می‌توان گفت که میزان تأثیر انتشار صورت‌های مالی (اخبار خوب یا بد) بر رفتار سرمایه‌گذاران انفرادی برابر با  $۰/۹۱$  است، که این نتایج همسو با یافته‌های فرینو و همکاران (۲۰۱۴)، رامالینگودا (۲۰۱۴)، تابونی و همکاران (۲۰۱۷) و اردکانی و همکاران (۱۳۹۴) است.

**فرضیه فرعی اول:** انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) بر رفتار گلهای (جمعی) سرمایه گذاران انفرادی تأثیر معناداری دارد.

با توجه به مدل تحقیق در حالت اعداد معنی داری، مشاهده شد که میزان آماره‌ی  $t$  بین دو متغیر انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) و انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) برابر با  $8/90$  است و از آن جا که این مقدار در خارج از بازه‌ی  $[1/96 \& 1/96]$  قرار دارد این فرضیه تأیید شده است. با توجه به ضریب استاندارد هم می‌توان گفت که میزان تأثیر انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) بر رفتار گلهای (جمعی) سرمایه گذاران انفرادی برابر با  $0/80$  است.

**فرضیه فرعی دوم:** انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) بر رفتار چشم اندازی سرمایه گذاران انفرادی تأثیر معناداری دارد.

با توجه به مدل تحقیق در حالت اعداد معنی داری، مشاهده شد که میزان آماره‌ی  $t$  بین دو متغیر انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) و رفتار چشم اندازی سرمایه گذاران انفرادی برابر با  $8/68$  است و از آن جا که این مقدار در خارج از بازه‌ی  $[1/96 \& 1/96]$  قرار دارد این فرضیه نیز تأیید شده است. با توجه به ضریب استاندارد هم می‌توان گفت که میزان تأثیر انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) بر رفتار چشم اندازی سرمایه گذاران انفرادی برابر با  $0/74$  است.

**فرضیه فرعی سوم:** انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) بر رفتار شناختی سرمایه گذاران انفرادی تأثیر معناداری دارد.

با توجه به نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها، مشاهده می‌شود که میزان آماره‌ی  $t$  بین دو متغیر انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) و شناختی سرمایه گذاران انفرادی برابر با  $8/82$  است و از آن جا که این مقدار در خارج از بازه‌ی  $[1/96 \& 1/96]$  قرار دارد، این فرضیه تأیید شده است. با توجه به ضریب استاندارد هم می‌توان گفت که میزان تأثیر انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) بر شناختی سرمایه گذاران انفرادی برابر با  $0/77$  است.

**فرضیه فرعی چهارم:** انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) بر رفتار خود اسنادی سرمایه گذاران انفرادی تأثیر معناداری دارد.

با توجه به نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها، مشاهده می‌شود که میزان آماره‌ی  $t$  بین دو متغیر انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) و رفتار خود اسنادی سرمایه گذاران انفرادی برابر با  $6/62$  است و از آن جا که این مقدار در خارج از بازه‌ی  $[1/96 \& 1/96]$  قرار دارد، این فرضیه تأیید شده است. با توجه به ضریب استاندارد هم می‌توان گفت که میزان تأثیر انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) بر رفتار خود اسنادی سرمایه گذاران انفرادی برابر با  $0/62$  است.

**فرضیه فرعی پنجم:** انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) بر رفتار لنگری سرمایه گذاران انفرادی تأثیر معناداری دارد.

با توجه به نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها، مشاهده می‌شود که میزان آماره‌ی  $t$  بین دو متغیر انتشار صورتهای مالی (اخبار خوب یا بد) و رفتار لنگری سرمایه گذاران انفرادی برابر با  $6/74$  است و از آن جا که این مقدار در

خارج از بازه‌ی [ ۱/۹۶ & ۱/۹۶- ] قرار دارد، این فرضیه تأیید شده است. با توجه به ضریب استاندارد هم می‌توان گفت که میزان تأثیر انتشار صورت‌های مالی (اخبار خوب یا بد) بر رفتار لنگری سرمایه‌گذاران انفرادی برابر با ۰/۶۴ است.

به طور کلی نتایج آزمون فرضیات نشان دهنده آن است که، انتشار صورتهای مالی بر رفتار سرمایه‌گذاران انفرادی تأثیر زیادی را دارد و از این بین بیشترین تأثیر بر رفتار گله‌ای و چشم اندازی سرمایه‌گذاران و کمترین تأثیر بر رفتار خود استنادی و لنگری آنها را دارد. با توجه به نتایج حاصله موارد زیر می‌تواند در صورت مورد توجه قرار گرفتن کارگزاران و سرمایه‌گذاران و سازمان بورس اوراق بهادار باعث رونق و شکوفایی هرچه بیشتر بازار سرمایه گردد

مدیران و سیاست‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران آموزش‌های اختصاصی و حرفه‌ای با اختصاص دادن مقداری از فرصت آموزش به تقویت مهارت‌های فردی و معامله‌گری در بورس در راستای تقویت انواع هوش معامله‌گران تلاش نمایند. با توجه به اینکه عده زیادی از سرمایه‌گذاران در بازار عقلایی عمل نمی‌کنند و دارای سوگیریهای زیادی هستند، باعث می‌شود که بازار از کارایی خود فاصله بگیرد. به طور مثال یکی از نتایج این ناهنجاری‌ها تشکیل حباب در بازار بورس است که در نتیجه آن تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران متحمل ضرر می‌شوند. بنابراین از نتایج این تحقیق می‌توان برای شناسایی دقیق‌تر سوگیری‌های رفتاری و مطابقت شخصیت فرد با شیوه سرمایه‌گذاری او و در نهایت تعدیل این ناهنجاری‌ها استفاده کرد.

### فهرست منابع

- \* اردکانی، سعید؛ بهلکه، آیناز؛ میرزاد، نگار؛ طاهره السادات، توسلی. (۱۳۹۴). بررسی واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به رویدادهای ناگهانی در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، دورخ ۱۷، شماره ۱.
- \* دانایی فرد، حسن. الوانی، سید مهدی. آذر، عادل (۱۳۹۳). روش شناسی پژوهش کمی در مدیریت: رویکردی جامع، تهران: صفار: اشراقی.
- \* دلاور، علی. (۱۳۸۵). مبانی نظری و علمی پژوهش در علم انسانی و اجتماعی، انتشارات رشد: ۹۰ و ۹۹.
- \* ریمندی، نوو. (۱۳۸۵). مدیریت مالی، ترجمه و اقتباس دکتر علی جهانخانی و دکتر علی پارساییان، تهران، سمت.
- \* حاجی احمدی، امیر، حدادی نایب، سیمین (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین واکنش سرمایه‌گذاران و سازوکارهای حاکمیت شرکتی (شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران). کنفرانس بین‌المللی علوم انسانی، روانشناسی و علوم اجتماعی، تهران، موسسه مدیران ایده پرداز پایتخت ایلیا.
- \* حیدرپور فرزانه، تری وردی یداله، محرابی مریم (۱۳۹۴). تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی): دوره ۶، شماره ۱۷؛ از صفحه ۱ تا صفحه ۱۳.
- \* خاکی، غلامرضا. (۱۳۹۳)، روش تحقیق در مدیریت، تهران: انتشارات بازتاب.



- \* خواجوی، شکراله، قاسمی، میثم (۱۳۹۶). فرضیه بازار کارا و مالیه رفتاری " فصلنامه تحقیقات مالی، دوره ۷، شماره ۲۰، صص ۴۹-۶۹.
- \* خلیلی شورینی، سیاوش (۱۳۹۳). روش‌های تحقیق در علوم انسانی. چاپ سوم.
- \* سادات امام، سولماز. (۱۳۸۹). عوامل مؤثر بر سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، ماهنامه بانک ملی ایران، ۱۳۸۹، شماره ۱۶۴، صفحه ۲۱ تا ۲۶.
- \* سعیدا اردکانی، سعید؛ بهلکه، آیناز؛ میرزاد، نگار؛ طاهره السادات، توسلی. (۱۳۹۴). بررسی واکنش سرمایه گذاران نسبت به رویدادهای ناگهانی در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، دورخ ۱۷، شماره ۱.
- \* سرمد، زهره و دیگران (۱۳۹۳). روش‌های تحقیق در علوم رفتاری، انتشارات آگاه، تهران، چاپ چهارم.
- \* شجری، هوشنگ. (۱۳۹۱). شناسایی و تحلیل عوامل مؤثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران مالی در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۹۱، بررسی‌های بازرگانی، شماره ۵۳، صفحه ۱ تا ۱۳.
- \* فرزانه، حیدرپور؛ محمود، خواجه. (۱۳۹۳). رابطه بین ویژگی‌های پیش بینی سود هر سهم توسط مدیریت بر ریسک و ارزش شرکت با هدف آینده نگری در تصمیم گیری. فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار سال هفتم، شماره بیست و دوم.
- \* Alghalith, M., Floros, C., & Dukharan, M, (2012) Testing dominant theories and assumptions in behavioral finance, *Journal of Risk Finance*, the, 13(13), 262- 268,
- \* Al-Tamimi, H. (2006). Factors influencing individual investor behavior: an empirical study of the UAE financial markets. *The Business Review*, 5
- \* Baker, M., J, Wurgler, (2016) Investor sentiment and the cross-section of stock returns, *Journal of Finance* 61: 1645-1680,
- \* Baker, M., & Wurgler, J, (2011) Behavioural corporate finance: an updated survey, NBER Working Paper, 17333,
- \* Chen, W. J. (2017). Can Corporate Governance Mitigate the Adverse Impact of Investor Sentiment on Corporate Investment Decisions? Evidence from Taiwan. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(2): 101-126.
- \* Erzurumlu, Y. O, (2014) Investors Reaction to Market Surprises on the Indian Stock Exchange and Currency Markets. *Asian Journal of Finance & Accounting*, No 1, Vol 6, 291-305.
- \* Edmans, Alex, Diego Garcia, and Oyvind Norli, (2006) Sports sentiment and stock returns, *Journal of Finance*, forthcoming.
- \* Frino, A., S. Jones., A. Lepone and J. Wong, (2014) 'Market Behavior of Institutional Investors around Bankruptcy Announcements', *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 41, No. 1, pp. 270-295.
- \* Liu, L. Gou, Z. & Zuo, J. (2016). Social support mediates loneliness and depression in elderly people. *J Health Psychol*.
- \* Ngoc, Luu Thi Bich, (2014) Behavior Pattern of Individual Investors in Stock Market, *International Journal of Business and Management*; Vol. 9, No. 1,
- \* Olga, Pak, Monwar, Mahmood, (2015) Impact of personality on risk tolerance and investment decisions", *International Journal of Commerce and Management*, Vol. 25 Iss 4 pp. 370 – 384
- \* Ramalingegowda, S, (2014) Evidence from impending bankrupt firms that long horizon institutional investors are informed about future firm value, Available at URL: [www.springer.com](http://www.springer.com), Sridharan U.V.

- \* Shleifer, A. & R. Vishny (2018), "Large Shareholders and Corporate Control", Journal of Political Economy, Vol. 94, PP. 88-142.
- \* Zureigat, Y. (2017), "Board composition and earning management in Canada", Journal of corporate governance, Vol. 10, pp. 431-457.

## یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Sridharan
- <sup>2</sup> Ding du
- <sup>3</sup> Frino et al
- <sup>4</sup> Barua, Suborna and Chowdhury, Anup
- <sup>5</sup> Shleifer and Vishni
- <sup>6</sup> Chen
- <sup>7</sup> Tauni
- <sup>8</sup> Liu
- <sup>9</sup> Bakar and Chui Yi
- <sup>10</sup> Olga Pak
- <sup>11</sup> Allayannis and et al
- <sup>12</sup> Ramalingegowda
- <sup>13</sup> Frino et al
- <sup>14</sup> Psychological factors.
- <sup>15</sup> Economic variables