



بررسی تاثیر عوامل مالی-رفتاری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران از منظر مدیران شرکتهای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران

اردلان رجیبی

گروه حسابداری، واحد بین‌المللی کیش، دانشگاه آزاد اسلامی، جزیره کیش، ایران

عطالله محمدی ملقرنی

استادیار رشته حسابداری و عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد سنندج (نویسنده مسئول)

محسن حمیدیان

دانشیار رشته حسابداری و عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی تهران جنوب

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۸/۲۴ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۱/۱۹

چکیده

پژوهش حاضر به شناسایی تاثیر عوامل مالی-رفتاری در شرکتهای سرمایه‌گذاری بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. روش شناسی این پژوهش از نظرهدف کاربردی بوده که در ابتدا پس از مطالعات کتابخانه‌ای به گردآوری اطلاعات اقدام نموده و سپس در خصوص عوامل مالی-رفتاری و تاثیر آن بر تصمیم‌گیری مدیران به اخذ نظر خبرگان پرداخته و سپس بادر نظر گرفتن جامعه آماری به تعداد ۲۰۰ نفر از مدیران شرکتهای سرمایه‌گذاری این تاثیرات را بررسی نموده است. در تمامی موارد بار عاملی مقداری بزرگتر از ۰/۶ است که نشان می‌دهد همبستگی بین متغیرهای پنهان با متغیرهای مشاهده‌پذیر، بسیار قوی است. مقدار آماره t-value برای تمامی گویه‌ها بزرگتر از ۱/۹۶ می‌باشد که نشان می‌دهد همبستگی‌های مشاهده شده بین گویه‌ها و سازه‌ها معنادار است و میانگین واریانس استخراج شده در تمامی موارد از ۰/۵ بزرگتر است. در این پژوهش خی-دو بهنجار ۱/۸۵ بدست آمده است. شاخص RMSEA برابر ۰/۰۳۴ و SRMR برابر ۰/۰۳۵ بدست آمده که نشان می‌دهد برازش مدل مطلوب است و نهایتاً، براساس نتایج بدست آمده، تمامی ابعاد شش‌گانه از ۰/۳ بزرگتر است و مقدار آماره تی نیز از ۱/۹۶ بزرگتر است بنابراین شش عامل اصلی مالی-رفتاری به درستی اثرات این رفتارها را بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس تهران را توجیه و تفسیر می‌کنند.

واژه‌های کلیدی: عوامل مالی-رفتاری، تصمیم‌گیری مدیران.

۱- مقدمه

امروزه شاهد اخذ تصمیمات مالی براساس یک سری اطلاعات مبهم و نه ناشی از تغییرات اقتصادی توسط سرمایه‌گذاران در موسسات و بنگاههای اقتصادی هستیم که افراد با کمترین تحقیقات صرفاً با توصیه اشخاص و دنباله روی از دوستان و همکاران و یا گاهی شلوغ بودن صف خرید نامتعارف از متقاضیان سپرده‌گذاری، نسبت به سرمایه‌گذاری در این مکانها اقدام نموده‌اند و حال پس از برملا شدن برخی از واقعیت‌ها و گاهی شایعه‌ها دوباره این صفوف بازدریافت سپرده شکل گرفته و بنگاهها و رشکسته و درنهایت مردم متضرر گشته‌اند. با توجه به تحقیقات به عمل آمده در این زمینه بورس تهران بیشترین رفتار توده وار را در خود نسبت به سایر بورس‌های کشورهای توسعه یافته دنیا نشان می‌دهد (کشاورز حداد، ۱۳۹۰). البته تاثیرات رفتاری در کشورهای مختلف بر اساس میزان توسعه یافتگی شان باهم متفاوت می‌باشد که این را می‌توان در به وجود آمدن یک سری رفتارها با عنوان رفتارهای ضد توده ای در بازارهای توسعه یافته به مراتب بیشتر از سایر بازارهاست که باعث حذف و کم شدن تاثیرات تورش‌های رفتاری از جمله در بورس آمریکا گشته است (رولک^۱، ۲۰۱۶). البته بایستی این نکته را در نظر گرفت که در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران در بورس ایران می‌توان به عوامل غیر مالی همچون فرهنگی و سیاسی نیز اشاره کرد که نقش به‌سزایی را در رفتارهای توده ای ایفا می‌کنند (فهیمی دواب، ۱۳۸۹). در بورس اوراق بهادار تهران هر از چندگاهی دچار نوسانات و شوک‌های میشود که با مدل‌های کلاسیک اقتصادی قابل تفسیر و توضیح نمی‌باشد و این نوسانات را به حساب‌هایی در بازار مشابهت می‌دهند ولیکن دلیل ایجاد این حسابها و عوامل موثر در آن همیشه در حاله ای از ابهام و پرسش واقع شده است (وکیلی فرد، ۱۳۹۲). که به نقش اصلی رفتار توده وار به نسبت بالاتری از استفاده از فرایند دقیق و تحلیلی در معاملات در بازار تهران اشاره دارد که به نقش بسزای تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار بورس تهران می‌پردازد. همچنین برخی از حرکات و تغییرات ناگهانی در بازار را می‌توان ناشی از به وجود آمدن همگانی تورش‌های رفتاری که منجر به تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران میشود دانست. فعالان بورس از جمله سرمایه‌گذاران نهادی و فردی و همچنین دولت و سازمان حسابرسی و تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری و حسابرسی و سایر مراکز مرتبط با بازارهای مالی و پولی همواره به دنبال شناسایی و پیش‌بینی عوامل محرک بازار می‌باشند و تنها اکتفا نمودن به مدل‌های کلاسیک اقتصادی نتوانسته راهنمای کاملی برای آنان باشد در این پژوهش می‌تواند موجب افزایش اطلاعات فعالان فوق در بازار سرمایه گردد که با تاثیر معیارهای رفتاری موثر به شکل مدلی جدید و فراتراز مدل‌های کلاسیک در بازار بیشتر آشنا شده و در تصمیمات خود در نظر بگیرند و از این سو به دنبال شناسایی تمامی عناصر رفتاری و ابعاد آنها و تاثیرات مولفه‌های مالی-رفتاری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

¹ Christoph Rülke

۲- مبانی نظری

امروزه پس از پشت سر گذاشتن قرن بیستم هنوز در اکثر بازارها مواجه با یک سری نوسانات شدید هستیم که اغلب اقتصاددانان از تشریح و ایجاد مدلی برای آن عاجز مانده و معمولاً پیش بینی نمودن این موارد را کاری بسیار دشوار و گاه غیر ممکن می دانند. این گونه نوسانات شامل تمامی بازارها می باشد و بازارهای مسکن، سکه، طلا و ارز نیز خارج از این دایره نبوده و تمامی بازارها کم و بیش مشمول این نوسانات شده و یا خواهند شد که صد البته در کشور ما این تغییرات به مراتب بیشتر از سایر کشورها بوده است. تا سالهای قبل از ۱۹۷۰ تمامی اقتصاد دانان دنبال آرایه مدلی کلاسیک برای این تغییرات در بازارها بودن که اغلب به شکست مواجه گردید بعد از این سالها با شروع فصل تجربه گرایی نوین ارتباط بین علوم افزایش پیدا کرد و علم رفتاری و در ادامه آن مالی رفتاری وارد حوزه های مالی شد و این امر باعث ایجاد انقلابی در طراحی مدل هایی برای ایجاد مدل ها در بازارها شد و تاثیرات رفتاری انسانها در مدل های اقتصادی با نقشی چشمگیرتر در نظر گرفته شد در این پژوهش شش دسته عوامل رفتاری (خودکنترلی، خطای ادراکی، تعاملات اجتماعی، نتایج تصمیم، شناختی از دیدگاه اقتصادی، قضاوتی) شامل ۳۳ تورش رفتاری و تاثیرات آن بر تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس ایران مورد بررسی واقع گردیده است.

۲-۱- حسابداری رفتاری

تا قبل از سال ۱۹۳۰ حسابداران صرفاً با اندازه گیری اقلام ترازنامه و صورت سود(زیان) و پیش بینی آینده واحد های تجاری از طریق مطالعه و بررسی گذشته آنها می پرداختند اما از آن سال به بعد هاتورن با پژوهش های مفصلی که در این زمینه نمود حسابداری رفتاری را به عنوان زمینه جدید از حسابداری به جهان معرفی نمود که در آن برهه از تاریخ مدیران موسسات و حسابداران حرفه ای به این قضیه پی برده بودند که سیستمهای حسابداری و گزارشات مالی به تنهایی قادر به آرایه تمامی اطلاعات مورد نیاز استفاده کنندگان جهت تصمیم گیری و پیش بینی آینده نمی باشند و اطلاعات دیگری اگرچه گاه ماهیت مالی ندارند ولی می توانند به درک تصمیم گیرندگان و افزایش محتوای اطلاعاتی صورتهای مالی کمک کنند. حسابداری رفتاری به ارتباط بین رفتار انسان و سیستم حسابداری توجه دارد انتخاب نوع اطلاعات^۱ چگونگی تاثیر گذاری بر اطلاعات و تاثیر پذیری رفتار انسان از اطلاعات و ارتباط رفتار انسان با طراحی^۱ اجرا و استفاده موثر از یک سیستم اطلاعاتی حسابداری است که در حسابداری رفتاری مورد مطالعه قرار می گیرد. بیکلر و هاسلم^۱ در سال ۱۹۷۴ با بررسی تاثیر عوامل اجتماعی اقتصادی سرمایه گذاری بر عملکرد ریسک بازده اثبات نمود که نگرانی سرمایه گذاران از آینده قیمت سهام تاثیر زیادی بر رفتار سرمایه گذاران دارد.

^۱ Bekler & Haslem

۲-۲- مالی رفتاری

موضوع مالی رفتاری از جمله مباحث جدیدی است که در طول دو دهه گذشته توسط برخی اندیشمندان مالی مطرح گردید و به سرعت مورد توجه اساتید صاحب‌نظران و دانشجویان این رشته در سراسر دنیا قرار گرفت. در سال ۱۹۵۲ با مطالعات آقای مارکوویتز^۱ و انتشار مقاله وی تحت عنوان مدل نوین پرتفوی، این مدل به جهانیان معرفی شد که سرمنشا مدل‌های نوین بنیادی از این قبیل بود. در این مدل رفتار سرمایه‌گذاران را براساس ریسک و بازده مورد انتظار تفسیر و یا پیش‌بینی می‌کردند. مارکوویتز بیان می‌نماید که سرمایه‌گذاران بایستی تصمیمات مربوط به پرتفویشان را صرفاً بر مبنای بازده مورد انتظار و انحراف معیار (ریسک) اتخاذ نمایند به دنبال آن مدل تک‌عاملی در سال ۱۹۶۱ توسط ویلیام اف شارپ^۲ به بازار ارایه شد که سعی داشت عوامل دیگری رانیز به مدل تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بیفزاید. در ادامه مدل‌های دوعاملی و چندعاملی معرفی شدند که هدفشان یافتن برخی از تاثیرات غیربازاری که منجر به حرکت توأم سهام میشود بود. مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای^۳ بر اساس مدل بازار سرمایه ایجاد و گسترش یافت. در این مدل ریسک به دودسته سیستماتیک و غیر سیستماتیک تقسیم گردید، در سال ۱۹۷۰ راس^۴ نظریه قیمت‌گذاری آپرتراژ^۵ را معرفی نمود مفهوم اساسی در این مدل، قانون وجود یک قیمت است؛ یعنی دو دارایی (سهام) که در ریسک و بازدهی مشابه اند نمی‌توانند در قیمت‌های متفاوت فروخته شوند تمامی این مدل‌ها مبتنی بر بازار کارا، عقلانیت کامل و عدم وجود آپرتراژ - یا حذف چنین فرصت‌هایی در کوتاه مدت - بودند که این شرایط به صورت معمول گاهی در بازار وجود ندارد. در دهه ۹۰ به صورت تدریجی مکتب جدیدی شروع به شکل گرفتن نمود که به عنوان یکی از زمینه‌های مالی پذیرفته شد این مکتب فکری با مشاهده تمامی ناتوانی‌ها و ضعف‌های مدل‌های موجود در تفسیر و پیش‌بینی رفتار تصمیم‌گیران، با تکیه به روانشناسی و علم تصمیم‌گیری روی آورد. پیروان این مکتب عقلانیت محدود را که هربرت سایمون^۶ ارائه کرده بود تحت عنوان نظریه "به اندازه کافی خوب"، به عنوان پیش‌فرض پذیرفتند و سعی کردند مدل‌های مالی را با علم روانشناسی بارور سازند، از جمله بنیانگذاران این مکتب تورسکی و کاهنمن^۷ بودند که طی سلسله مقالاتی به توسعه کاربردهای دانش روانشناسی در علوم مالی و اقتصاد پرداختند و این دو در سال ۱۹۷۹ تئوری چشم‌انداز را ارائه نمودند این تئوری نشان می‌دهد که چگونه سرمایه‌گذاران در برخی موارد مطلوبیت را نادیده می‌گیرند. براساس این تئوری، سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز هستند به این معنی که شیب منحنی مطلوبیت ثروت با افزایش آن کاهش می‌یابد. تلاش‌های آنان سرانجام به دریافت جایزه نوبل اقتصادی توسط کاهنمن در سال ۲۰۰۲ منتهی شد. امروزه توجه به مالی رفتاری به علت گرایش بیشتری به حوزه رفتاری و روانشناسی رو به افزایش است از علل این توجه روزافزونی که یک سری معماهای مالی است که ذهن متفکرین را به خود مشغول کرده و روز به روز بر تعداد آنها افزوده می‌شود.

¹ Markowitz

² Sharpe, William

³ Capital Asset Pricing Model (CAPM)

⁴ Russ

⁵ Arbitrage pricing theory

⁶ Simon, H

⁷ Tversky, Amos, and Daniel KAHNEMAN

۲-۳- تورش های مالی رفتاری

تورشهای مالی رفتاری که زیر مجموعه دانش مالی توسط سیستم پیچیده‌ای از روابط قدرت در ساختارهای اقتصادی سیاسی در بازارهای جهانی، کنترل و ساختار بندی می‌شود. دانش مالی هم هنر (کارکردی مانند طراحی ابزارهای نوین مالی) است و هم علم مثل ارزیابی و ارزش گذاری. در بازار کسب و کار یا سرمایه گذاری سوگیری یا تله های ذهنی متعددی و مختلفی وجود دارد، به طور خلاصه سوگیریهای رفتاری به عنوان «اشتباهات سیستماتیک» در قضاوت و تصمیم گیری ها تعریف شده است. (پترسون، ۲۰۱۰). یکی از عوامل مهم مورد بررسی و پژوهش در مالی رفتاری وجود تورش های رفتاری متنوع در فرایند تصمیم گیری سرمایه گذاران در زمان انتخاب روش ها و وسایلهای سرمایه گذاری می باشد، سرمایه گذار به حکم مبانی و اصول روانشناختی همیشه در معرض تورش های رفتاری در زمان تصمیم گیری قرار دارد و شدت وحدت این تاثیرات در زمانها و شرایط خاص تغییر می یابند. تازمانیکه شخص در موقعیت و شرایط خاص قرار نگیرد نمی تواند تاثیرات تورش های رفتاری را درک کند و به محض قرار گرفتن در شرایط مربوطه قضاوت و شناخت سرمایه گذار تغییر می یابد (سعیدی و فرهانیان، ۱۳۹۱).

۲-۴- رفتار توده وار

گوستاولوبن^۱ در کتاب خود "روانشناسی توده ها"^۲ می نویسد توده گروهی از انسانها هستند که تحت شرایط خاصی در آن، ویژگیهای خودآگاه فرد، ناپدید می شوند و احساسات و افکار در گیر در توده به یک سو متوجه می گردد، در افراد روح معین مشترکی ایجاد می شود که در عین حال متغیر نیز می باشد، به باور وی یک فرد هر قدر هم که هوشمند و پرورش یافته باشد در میان انبوهی از مردمان، مقداری از استقلال خود را از دست می دهد و تابع فشار گروهی و سلطه روحی اکثریت می گردد. به بیان دیگر مقداری از "استدلال فکری فرد" در میان جمع ضعیف تر می گردد و "تلقین پذیری" وی شدید تر می شود (ستوده، ۱۳۸۹) البته در دهه نود بیخچندانی رفتارهای توده وار را ناشی از آبشارهای اطلاعاتی دانسته که آبشارهای اطلاعاتی قدیمی با اطلاعات جدید از بین می روند در ادامه محققینی همچون فروت و هیرشلایفر^۳ این گونه رفتارها را ناشی از همبسته بودن اطلاعات سرمایه گذاران دانسته بدین معنی که مدیران و تصمیم گیرندگان شاخص های مشابهی برای تصمیم گیری مورد بررسی قرار می دهند و محققینی همچون ترومن^۴، شارفشتنواشتاین^۵ معتقد بودند که افرادی سعی در رفتار توده وار دارند که در صورت شکست آنها تنها نباشند که دو جنبه را در نظر می‌گرفتن ۱- جلوگیری از وارد آمدن صدمه به اعتبارشان ۲- هزینه های اعتباری شکست سرمایه گذاری؛ فالکشتین^۶ در سال ۱۹۹۶ علایق مشابه به سهام با مشخصات خاص را

¹ Gostav loben

² Psychologie des foules

³ Froot & hershelaifer

⁴ Trueman

⁵ Scharfstein

⁶ Falkenstein

معیار این رفتار دانسته از جمله اندازه، ریسک، نقدشوندگی؛ افرادی همچون فریدمن دریمن^۱ ۱۹۷۹ و باربریز و اشلايفر^۲ ۲۰۰۳ پیروی از مدل و جریان عمومی بازار را در بروز این نوع رفتارها موثر می‌دانستند.

۲-۵- خود کنترلی (خبر بد و شایعات)

شایعات با توجه به ماهیت و قدرت تأثیرگذاری آن می‌توانند اضطراب اجتماعی را افزایش داده و میزان بهره‌وری و تولید را کاهش دهند و چرخه اقتصاد را فلج کرده و اعتبار اجتماعی افراد، مؤسسات و کشورها را خدشه‌دار کنند. بعضاً ممکن است شایعه‌ای به طور فوق‌العاده‌ای قوت یابد و آنچنان در اذهان آحاد مردم رسوخ کند که اطلاعیه‌ها و توضیحات منابع رسمی دولتی هم به سهولت نتواند آن را تکذیب و از افکار مردم خارج کند. (افروز، ۱۳۷۶) شایعه یکی از عواملی است که همواره از دید توجه سازمان‌ها پنهان مانده است و به همین دلیل اهمیت آن در ایجاد بحران روحی و روانی و ارتباطی سازمان نادیده گرفته می‌شود. شایعه سازی و پراکنده ساختن آن از جمله شاخص‌هایی است که می‌توان درجه و میزان روابط سالم در سازمان را با آن سنجید یعنی، در یک سازمان با روابط متعادل، اخبار غیر واقعی و غیر مستند کمتر رد و بدل می‌شود ولی زمانی که به علل مختلف افراد سازمان احساس نارضایتی، نابرابری و ... بنمایند از طریق تحریف واقعیات و دامن زدن به آن سعی در برقراری تعادل روانی خود دارند، رسیدن به این تعادل روانی برای افراد به صورت موقت و موضعی ممکن است اثر داشته باشد ولی سازمان و روابط سازمانی را به شدت دچار اختلال می‌نماید یعنی وقتی یک خبر ناصحیح و نادرست در بین افراد سازمان توزیع شود به دنبال این خبر انتظارات، توقعات، نامنی‌ها، بدبینی‌ها و سوءتفاهمات ایجاد شده و این عوارض به وجود آمده به صورت پنهان و نامرئی در به هم ریختن روابط متعادل سازمان نقش زیادی را بازی می‌کنند بنابراین بایستی قبل از اینکه روابط سازمانی به این بیماری مبتلا شود اقدامات پیشگیرانه جدی انجام پذیرد (حسینی مقدم، ۱۳۷۹).

۲-۶- خطای ادراکی (کمبود شهرت پیرو)

هرچه میزان شهرت در مدیران بیشتر باشد آنان بیشتر به اطلاعات خصوصی خود رجوع کرده و از دنباله روی کمتر پیروی می‌کنند و بالعکس مدیران کمتر شناخته شده بیشتر تقلید کرده و دنباله روی را سر لوحه کار خود قرار می‌دهند (ویلاتور، ۲۰۰۹).

۲-۷- تعاملات اجتماعی (موقعیت تصمیم گیرنده)

انتخاب راه حل برتر از میان راه‌های موجود، حل مسئله یعنی اخذ یک تصمیم منحصر بفرد با استفاده از ابتکار و خلاقیت. چرا تصمیم‌گیری مهم است؟ زیرا تصمیم‌گیری درست و سنجیده موجب شادی و احساس موفقیت در فرد شده و سازگاری و اعتماد بنفس او را افزایش می‌دهد و این حالت نه تنها در تصمیم‌گیرنده بلکه در

¹ Friedman

² Barberis & Eshlaifer

اطرافیان نیز تاثیر مثبت دارد (کردلویی، ۱۳۹۲) همه کارکنان در محیط کار خود از فرصتهای یکسانی برخوردارند. اما تنها کسانی مسیر ترقی را به سرعت طی خواهند کرد که به اصول تصمیم سازی و تصمیم گیری مجهز باشند. چنین افرادی، قدرت انتخاب مناسب ترین راه را دارند؛ نظر و عقیده خود را در زمینه بهبود امور سازمان به درستی انتخاب و مطرح میکنند؛ در شرایط مختلف با افراد مافوق، همتراز و زیردست، همکاری و رایزنی مناسب و مؤثر برقرار می کنند. (مرکز نوسازی و تحول اداری ۱۳۹۱)

۲-۸- نتایج تصمیم (اثر تمایلی)

تمایل سرمایه گذاران به فروش دارایی هایی که سود داده و نگهداری دارایی هایی که زیان داده اند. به بیان ساده تر هنگام تحقق سود حاصل از نگهداری داراییها، سرمایه گذارانی که نگران از دست دادن آن بخش از سود هستند، ترجیح می دهند دارایی را به فروش رسانند. برعکس هنگامی نگهداری دارایی به زیان منجر شده، سرمایه گذار ترجیح می دهد دارایی را تا زمانی که سود ایجاد نکرده آن را نگهداری کند (باغدارارم، ۱۳۹۰) سرمایه گذاران مجرب بر اساس تجربیات خود کمتر رفتار تمایلی از خود نشان می دهند (داکوستا و همکاران، ۲۰۱۳)

۲-۹- شناختی از دیدگاه اقتصادی (سود و زیان نسبی (ذهنی))

حسابداری ذهنی نیز قسمتی از تئوری چشم انداز است که گرایش افراد را به قرار دادن رویدادهای مخصوص به حسابهای ذهنی متفاوت بر اساس ویژگی های ظاهری نشان می دهد. حسابداری ذهنی می تواند به توضیح این نکته کمک کند که چرا سرمایه گذاران از تجدید تطبیق نقطه عطف خود برای یک سهام جدید خودداری می نمایند عبارت است از تمایل افراد به کد گذاری، طبقه بندی و ارزیابی پیامدهای اقتصادی از طریق گروه بندی امتیازات آنها در مجموعه ای از حسابهای ذهنی. به عبارت دیگر سرمایه گذاران مایلند هر یک از اجزای پرتفوی سرمایه گذاری خویش را به طور جداگانه ای بررسی کنند. این موضوع می تواند به تصمیمات ناکارایی منجر گردد. در واقع افراد به تصمیمات مختلف به عنوان یک کل نگاه نمی کنند و ارتباط ها را نادیده میگیرند (سیف الهی، ۱۳۹۴)

۲-۱۰- قضاوتی (احساسات سرمایه گذاران)

تصمیم گیری احساسی سرمایه گذاران باعث انحراف قیمت سهام از قیمت های واقعی شده و منجر به قیمت گذاری نادرست سهام می شود. سرمایه گذاری احساسی غیربهبینه و ناکارا ریشه در نظریه اقتصاد اطلاعاتی دارد. اما حاکمیت شرکتی می تواند به طریق مختلفی کارایی سرمایه گذاری شرکت را بهبود بخشد تا تاثیرات نامطلوب تصمیمگیری احساسی سرمایه گذاران تعدیل شود و شناخت احساسات از طرفی برای سوق دادن بازار به سمت عقلانیت و از طرفی دیگر به عنوان مبنای طراحی راهبردهای سرمایه گذاری برای مدیران کارایی سرمایه گذاران شرکت های پذیرفته شده در بورس را مورد ارزیابی قرار می دهد احساس عبارت است از برداشت اولیه نسبت به یک مساله. ادراک یعنی باور به این که مساله یا مشکل وجود دارد. در شناسایی راه حلها محدودیتهای عقلانیت محدود و رضایتمندی وجود دارد. عقلانیت محدود بیان می دارد که ذهن آدمی نامحدود نیست و این محدودیت امکان شناسایی کامل

و جامع همه راه‌ها را فراهم نمی‌آورد. بازارهای مالی در معنای واقعی خود دارای بعد روانشناسی است و اینگونه ادعا میشود که دارای شخصیت افکار، باورها، خلق و خو، و گاهی احساسات است (لو وهمکاران ۲۰۱۰).

۳- پیشینه پژوهش

۳-۱- پیشینه داخلی

محبوبه کمالی دولت آبادی در سال ۱۴۰۰ در مقاله‌ای با عنوان جایگاه عوامل روانشناختی در اقتصاد و رفتار بازار سرمایه به بررسی عوامل روانی پرداخت و نتیجه گرفت پدیده‌های روان شناختی نقش مهمی در تعیین رفتار بازارهای مالی دارند

حامد وراث در سال ۱۳۹۹ در مقاله‌ای با عنوان رفتار توده‌ای در بورس اوراق بهادار تهران با مدل چپانگ و ژنگ به بررسی رفتار توده‌وار در بازار بورس تهران پرداخت و نتیجه گرفت که سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران رفتار توده‌ای دارند

مهدی برآسود در سال ۱۳۹۸ در مقاله‌ای با عنوان بررسی رفتار سرمایه‌گذاران در انتخاب پرتفوی سهام با بررسی رفتارهای گوناگون سرمایه‌گذاران نتیجه‌گیری کرد بازیگران در بورس تهران رویکرد مشخص و خاصی ندارند

مهديه حیدری فراهانی در سال ۱۳۹۸ در مقاله‌ای تاثیر سویه‌های رفتاری مدیریت بر در ماندگی مالی را بررسی نمود و نتیجه‌گیری کرد که بیش اطمینانی و خودشیفتگی مدیران احتمال مواجهه با در ماندگی مالی را افزایش می‌دهند

راضیه سیف الهی در سال ۱۳۹۴ در مقاله‌ای با عنوان بررسی مقایسه‌ای عوامل رفتاری در سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی به بررسی تاثیرات عوامل رفتاری پرداخته و نتیجه‌گیری نمود که تاثیر عوامل رفتاری به ترتیب رتبه: به غیر از بیش اطمینانی شامل ۱- سود و زیان نسبی حسابداری ذهنی، ۲- اثر تمایلی، ۵- محافظه‌کاری، ۴- رفتار توده‌وار ۳- شهود نمایندگی ۶- اثر مالکیت ۷- پیشیمان‌گریزی می‌باشد.

زهره پزشکی در سال ۱۳۹۴ در مقاله‌ای با عنوان عوامل رفتاری مؤثر بر تصمیم‌گیری و عملکرد سرمایه‌گذاران فردی در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی نوع و گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار بورس تهران پرداخت و با در نظر گرفتن متغیرهای رفتار توده‌ای از جمله: رکود بازار، بی‌اعتمادی، ترس نسبت به گذشته، سابقه تاریخی، رشد سهم با استفاده از روش ترکیبی اثتنبات نمود که رفتار توده‌وار بیشتر از سایر عوامل رفتاری دیگر در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تاثیر گذار است

مصطفی جهانگیری راد در سال ۱۳۹۳ در پژوهشی با عنوان بررسی رفتار گروهی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رگرسیون استوار داده‌های انحراف بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران اثبات نمود که سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران رفتار گروهی دارند، و این نوع رفتار در بازار افزایشی بیشتر از بازار کاهش‌ی برعکس پژوهشهای پیشین خارجی خود می‌باشد.

نوژن قناعت در سال ۱۳۹۲ در مقاله‌ای با عنوان بررسی وجود رفتار توده‌ای در بازار سهام ایران با استفاده از مدل‌های لاکونشیت شیفلر ویشنی و سیاسی و متغیرهایی همچون عدم استفاده از اطلاعات شخصی، عدم اطلاعات

کافی، نااطمینانی وجود رفتار توده ای را در بازار سهام ایران تایید نمود و سطح آن را بیشتر از بازارهای توسعه یافته در جهان شناسایی نمود

رودپشتی و همکاران در سال ۱۳۹۱ در تحقیقی با عنوان تاثیر سو گیری شناختی سرمایه گذاران در بورس تهران بر ارزشیابی سهام اثبات نمودند که سو گیری هایی نظیر اطمینان بیش از اندازه- نمایندگی - لنگر اندازی - بر تصمیمات شهودی بر ارزشیابی سهام تاثیر می گذارند

۲-۳- پیشینه خارجی

ترینه کیولانگ^۱ در سال ۲۰۲۰ در مقاله ای با عنوان رفتار سرمایه گذاری شرکت های کوچک و متوسط در دوره های رکود نشان داد که در دوره های رکود جهانی سرمایه گذاران سرمایه هایشان را از شرکت های کوچک به طرف شرکتهای بزرگ در حال رشد ویتنام تخصیص می دهند

اوماو سالمالعزیز^۲ در سال ۲۰۲۰ با پژوهشی با عنوان رفتار سرمایه گذاری در میان جوانان اندونزی با استفاده از مدل حداقل مربعات نشان می دهد که شرکتها بیشتر تمایل دارند سرمایه گذاران جوان در شرکتها نشان سرمایه گذاری نمایند و به دنبال این قشر از جامعه می باشند

آرتی چاندانی^۳ در سال ۲۰۲۰ در مقاله ای با عنوان تجزیه و تحلیل جنبه های رفتاری انسان در تصمیمات مالی فردی در کشور هند نشان داد که سو گیری تیوری چشم انداز شامل ضررگریزی و پشیمان گریزی علاوه بر سوگیری حسابداری ذهنی بر تصمیمات مالی هندی ها تاثیر گذار است .

همایون کبیروشمیم شکور^۴ در سال ۲۰۱۸ با پژوهشی با عنوان رفتار توده ای رژیم در بازارهای سهام آسیا و امریکا ی لاتین با استناد به متغیری همچون بازده بورس هشت کشور آسیایی (مالزی، سنگاپور، چین، هنگ کنگ، تایوان و تایلند، هند و کره جنوبی) و چها کشور امریکای لاتین (آرژانتین، برزیل، شیلی و مکزیک) و به کار بردن مدل چانگ چنگ و خورانا به این نتیجه نایل شد که رفتار توده ای سرمایه گذاران در بازار های آسیایی و امریکای لاتین از بازار ایالات متحده و نوسانات رژیم در معرض تاثیر قرار گرفته و نقش احساسی بازار ایالات متحده نیز در رفتار گله ای تاثیر دارد در میان این کشورها آرژانتین و برزیل کمترین رفتار توده وار را به نسبت از خود نشان می دهند .

بیژول آیتیک^۵ در سال ۲۰۱۸ به بررسی رفتار توده ای در میان سرمایه گذاران شراب پرداخته و بادر نظر گرفتن متغیرهایی همچون بازده و قیمت شراب در بازار شراب لندن و شاخص نیویورک و با استفاده از مدل کریستی و هوانگ (رگرسیون CSSD و رویکرد جدید رگرسیون بازده) به این نتیجه رسید که متغیرهای کلان اقتصادی (سهام ایالات متحده) بر روی پراکندگی بازده شراب تاثیر گذاشته و بالطبع رفتار گله ای سرمایه گذاران شراب بر اساس احتمالات خارجی بوده و بازار امریکا آن را کنترل می نماید.

¹ Q. Long Trinh

² Ummu Salma Al Azizah

³ Arti Chandani

⁴ Homaeon kabir & Shem shakor

⁵ Bezhol aetek

گوچینگ وانگ^۱ در سال ۲۰۱۸ در مقاله ای با عنوان توده، شبکه اجتماعی و نوسانات به بررسی متغیرهایی همچون دارایی پرخطر و کم خطر - اطلاعات دقیق پیشرو و شهرت پیشرو - انواع پیشرو (گوروس) - حساسیت واکنش - شدت رفتارگله ای - سطح ارزش بنیادی (مطالعات اتی: دوری از زیان - دوری از ابهام - عادت یا وابستگی به ثروت) در بازار ایالات متحده پرداخت و با استفاده از مدل‌هایی همچون مدل ناهمگون سازگار بروگ و همس^۲ - شبیه سازی عددی فرایند مارکف^۳ به این نتایج رسید که هر قدر اطلاعات خصوصی پیشرو بیشتر و دستکاری اطلاعات بیشتر باشد نوسانات بازار و رفتارگله ای بیشتر و بالعکس افزایش در تعداد پیشروها و دقت اطلاعات آنها از نوسانات بازار کم میکند و همچنین محیط بازار در زمان رکود و رونق نیز موثر در تشدید رفتار گله ای است

هودالیمی^۴ در سال ۲۰۱۸ به بررسی توده و ریسک مازاد در بازار سهام آمریکا پرداخته و با در نظر گرفتن بازده - حجم معاملات - قیمت سهام و متوسط بازده بازار سهام در بورس اوراق بهادار آمریکا و با تلفیق چند مدل کریستی و هوانگ - csad, cssd - گارچ - آزمون علیت گرنجر - var, گرسیون خودکار استنباط نمود که با افزایش حجم معاملات رفتار توده ای افزایش می یابد و دو عامل احساسات سرمایه گذاران در زمان اشفتگی و بازده صنعت نسبت به متوسط بازده صنایع بر ایجاد رفتارهای توده وار تاثیر گذار هستند.

اومر کامارا^۵، در سال ۲۰۱۷ در پژوهشی با عنوان رفتار توده ای صنعت در تصمیم گیری مالی با استفاده از متغیرهایی همچون ساختار سرمایه (دارایی و درآمد) مداری صنعت و ساختار سرمایه رهبر صنعت - زمان رکود و رونق بازار و به کار بردن مدل چانگ چنگ و خورانا به بررسی بازار ایالات متحده آمریکا پرداخت و به این نتایج رسید که در چهار شرکت تولیدی - خدماتی - عمده فروشی - ساختمانی در بازار ایالت متحده در زمان انقباض اقتصادی (رکود) به صورت توده ای رفتار می کنند و تنها شرکت تولیدی رفتار منطقی را بیشتر نشان می دهد.

در پژوهشی که موهای اوددین شاه^۶ در سال ۲۰۱۷ تحت عنوان رفتار توده ای در بورس اوراق بهادار پاکستان، برخی نگرش های جدید؛ انجام داد با در نظر گرفتن متغیرهایی همچون بازده روزانه و قیمت اوراق و با استفاده از مدل کریستی و هوانگ: csad, cssd به این نتیجه منتج گردید که شرکت های بزرگ بیشتر از شرکتهای کوچک رفتار توده واردارند و این گونه رفتارها در زمان بحران شدید تر است.

۴- روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از نظر شیوهی انجام از نوع تحقیقات توصیفی و از نظر بعد زمانی نیز، از نوع تحقیقات پس رویدادی است. روش پژوهش مذکور برای انجام پژوهشهایی به کار می رود که در صدد بررسی علت یا علل روابط معینی است که در گذشته روی داده و به اتمام رسیده است. این نوع روش پژوهش، از آن جهت که در صدد دستیابی به روابط علی و یا علت و معلولی بین عوامل پژوهش می باشد، از اعتبار نسبتاً زیادی برخوردار

¹ Gocheng vang

² Brog & Homes

³ Marcof

⁴ Hodaaltemi

⁵ Omar kamara

⁶ Ooden shah

است. در این نوع پژوهش‌ها، امکان دست‌کاری متغیرها توسط پژوهشگر و یا ایجاد شرایط «مصنوعی» و یا آزمایشگاهی توسط وی، بنا به علل متعددی امکان پذیر نمی‌باشد (سیدعباس زاده، ۱۳۸۰). در این پژوهش، در ابتدا به صورت کتابخانه‌ای و سپس میدانی به جمع‌آوری اطلاعات پرداخته و برای تجزیه و تحلیل داده‌های به دست آمده از نمونه‌ها هم از روش‌های آمار توصیفی و هم از روش‌های آمار استنباطی استفاده خواهد شد. در واقع ابتدا متغیرهای پژوهش را به کمک روش‌های آمار توصیفی مورد آزمون قرار می‌دهیم و برای سنجش پایایی پرسشنامه طیف لیکرت از محاسبه آلفای کرونباخ استفاده شده است. جامعه آماری در این پژوهش بورس تهران بوده در ابتدا پرسشنامه‌هایی برای دونفر از مدیران هر ۱۱۰ شرکت سرمایه‌گذاری در بورس تهران ارسال گردید که ۲۰ نفر از ارسال پاسخ نامه امتناع کرده در نتیجه ۲۰۰ پاسخنامه از مدیران دریافت شد جهت راستی‌آزمایی و برازش مدل شش عامله رفتاری از تحلیل عاملی تاییدی مرتبه دوم و نرم‌افزار LISREL استفاده شده است. که برای شناسایی عوامل مالی - رفتاری در تصمیم‌گیری مدیران ۶ عامل (متغیر پنهان) و ۳۳ گویه (متغیر مشاهده‌پذیر) شناسایی شده است.

پژوهشگر با توجه به عدم وجود سوالات استاندارد بر اساس پرسش نامه محقق ساخته عمل نموده است بدین شیوه که با استفاده از روش آمیخته در ابتدا از روش کیفی ۵ سوال تشریحی را از ۱۱ نفر از خبرگان بورس پرسیده شد سپس تعداد ۴۵ شاخص از بین پاسخ نامه‌ها استخراج گردید و پس از شناسایی و غربالگری شاخص‌های پژوهش از روش دلفی فازی ۳۳ سوال و شاخص اصلی در غالب شش دسته (خودکنترلی، خطای ادراکی، تعاملات اجتماعی، نتایج تصمیم، شناختی از دیدگاه اقتصادی و قضاوتی) تعیین و شناسایی گردید پرسش‌های ذیل ارائه شد.

پرسش‌های پژوهش

پرسش اصلی

آیا عوامل مالی - رفتاری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران از دیدگاه مدیران شرکتهای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است؟

پرسش‌های فرعی

- ۱) آیا خودکنترلی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران از دیدگاه مدیران شرکتهای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است؟
- ۲) آیا خطای ادراکی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران از دیدگاه مدیران شرکتهای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است؟
- ۳) آیا تعاملات اجتماعی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران از دیدگاه مدیران شرکتهای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است؟
- ۴) آیا نتایج تصمیم بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران از دیدگاه مدیران شرکتهای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است؟

- ۵) آیا شناختی از دیدگاه اقتصادی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران از دیدگاه مدیران شرکتهای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر گذاراست؟
- ۶) آیا قضاوتی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران از دیدگاه مدیران شرکتهای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر گذاراست؟

۵- یافته‌های پژوهش

۵-۱- آمار توصیفی

از شاخص‌های آمار توصیفی برای بررسی ویژگی‌های دموگرافیک نمونه و همچنین سوالات تخصصی پرسشنامه، استفاده شده است. فراوانی پاسخ‌دهندگان براساس جنسیت، سن، مدرک تحصیلی و وضعیت شغلی بررسی شده و نمودارهای مربوط ترسیم شده است.

جنسیت

۱۵۶ نفر یعنی حدود ۸۰٪ مرد و ۴۴ نفر یعنی بیش از ۲۰٪ پاسخ‌دهندگان زن هستند.

جدول ۱- توزیع فراوانی مدیران بر اساس جنسیت

درصد	فراوانی	
۷۸.۰۰	۱۵۶	مرد
۲۲.۰۰	۴۴	زن
۱۰۰.۰۰	۲۰۰	کل

سن

۶۴ نفر کمتر از ۴۰ سال سن دارند و ۳۰٪ حجم نمونه را تشکیل می‌دهند. افراد بازه سنی ۴۰ تا ۵۰ سال نیز ۹۰ نفر می‌باشند و از بیشترین فراوانی برخوردارند. ۴۶ نفر ۵۰ سال یا بالاتر دارند.

جدول ۲- فراوانی مدیران بر اساس سن

درصد	فراوانی	
۳۲.۰۰	۶۴	کمتر از ۴۰ سال
۴۵.۰۰	۹۰	۴۰ تا ۵۰ سال
۲۳.۰۰	۴۶	بیش از ۵۰ سال
۱۰۰	۲۰۰	کل

نمودار ۱- فراوانی مدیران بر اساس سن

مدرک تحصیلی

افراد دارای مدرک تحصیلی کارشناسی ۱۲۱ نفر می‌باشد و از بیشترین فراوانی برخوردار هستند. افرادی که مدرک

تحصیلی کارشناسی ارشد دارند ۶۱ نفر بوده و ۳۰٪ حجم نمونه را تشکیل می دهند. ۱۸ نفر از پاسخ دهندگان مدرک تحصیلی دکتری دارند و ۹٪ حجم نمونه را تشکیل می دهند.

جدول ۳- فراوانی مدیران بر اساس تحصیلات

درصد	فراوانی	
۶۰.۵۰	۱۲۱	کارشناسی
۳۰.۵۰	۶۱	کارشناسی ارشد
۹.۰۰	۱۸	دکتری
۱۰۰	۲۰۰	کل

سابقه کاری

بیشتر افراد شامل ۷۹ نفر یعنی ۳۹٪ بیش از ۱۵ سال سابقه کار دارند. ۶۱ نفر یعنی ۲۶٪ نیز ۱۰ تا ۱۵ سال سابقه کاری دارند. ۴۶ نفر ۵ تا ۱۰ سال سابقه کاری دارند و ۲۳٪ حجم نمونه را تشکیل می دهند. ۱۴ نفر نیز کمتر از ۵ سال سابقه کاری دارند.

جدول ۴- فراوانی مدیران بر اساس سابقه کاری

درصد	فراوانی	سابقه کاری
۷.۰۰	۱۴	کمتر از ۵ سال
۲۳.۰۰	۴۶	۵ تا ۱۰ سال
۳۰.۵۰	۶۱	۱۰ تا ۱۵ سال
۳۹.۵۰	۷۹	بیش از ۱۵ سال
۱۰۰.۰۰	۲۰۰	کل

۲-۵- آمار استنباطی

نتایج تحلیل عاملی تاییدی مقیاس سنجش رفتار توده وار در جدول ذیل ارائه شده است. اعداد زیر ستون بار عاملی نشان می دهد در تمامی موارد بار عاملی مقداری بزرگتر از ۰/۶ است که نشان می دهد همبستگی بین متغیرهای پنهان با متغیرهای مشاهده پذیر، بسیار قوی است. مقادیر آماره t-value برای تمامی گویه ها بزرگتر از ۱/۹۶ می باشد که نشان می دهد همبستگی های مشاهده شده بین گویه ها و سازه ها معنادار است. همانطور که در جدول ذیل آمده است مقدار میانگین واریانس استخراج شده در تمامی موارد از ۰/۵ بزرگتر است و مقدار روایی مرکب نیز از ۰/۷ بزرگتر است. همچنین شرط $CR > AVE$ نیز در تمامی موارد برقرار است.

جدول ۵- نتایج آزمون‌ها

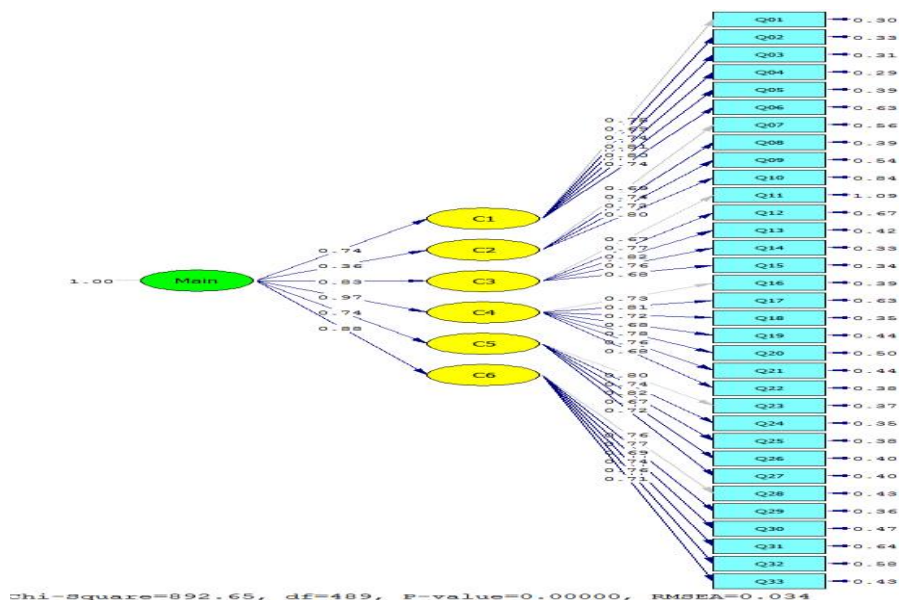
CR	AVE	آماره t	بارعاملی استاندارد	زیر مقوله‌ها	ردیف	مقوله‌های اصلی
۰.۸۸۹	۰.۵۷۲	۷.۸۸	۰.۷۵	خبرهای بد و شایعات	Q01	خودکنترلی
		۸.۷۹	۰.۶۹	تعداد پیشرو	Q02	
		۱۰.۰۹	۰.۷۴	دقت اطلاعات پیشرو	Q03	
		۱۰.۹۱	۰.۸۱	شهرت موسسه رسیدگی کننده	Q04	
		۱۰.۹۷	۰.۸۰	شهود نمایندگی	Q05	
		۹.۲۹	۰.۷۴	میزان مطلوبیت دارایی مشابه	Q06	
۰.۸۲۷	۰.۵۴۶	۹.۶۶	۰.۶۹	اثر مالکیت	Q07	خطای ادراکی
		۹.۹۳	۰.۷۴	تعداد افراد در توده	Q08	
		۹.۷۴	۰.۷۲	کمبود شهرت پیرو	Q09	
		۷.۵۰	۰.۸۰	علائق مشابه	Q10	
۰.۸۵۹	۰.۵۵۱	۳.۷۴	۰.۶۷	اثر تاخیری	Q11	تعاملات اجتماعی
		۳.۹۰	۰.۷۷	موقعیت تصمیم‌گیرنده	Q12	
		۴.۱۷	۰.۸۲	تعداد افراد نزدیک به تصمیم‌گیرنده	Q13	
		۴.۳۶	۰.۷۶	ویژگی‌های صنعت و تجارت	Q14	
		۲۷.۰۰	۰.۶۸	عوامل خصوصیات شخصی	Q15	
۰.۸۹۳	۰.۵۴۵	۸.۷۲	۰.۷۳	ابهام‌گریزی	Q16	نتایج تصمیم
		۸.۶۹	۰.۸۱	زیان‌گریزی	Q17	
		۹.۰۹	۰.۷۲	دوری از پشیمانی و تاسف	Q18	
		۸.۰۴	۰.۶۸	همبستگی اطلاعات	Q19	
		۸.۸۴	۰.۷۸	پشیمان‌گریزی	Q20	
		۸.۹۹	۰.۷۶	خود فریبی یا فرا اعتمادی	Q21	
		۹.۴۸	۰.۶۸	اثر تمایلی	Q22	
۰.۸۶۶	۰.۵۶۵	۱۰.۹۹	۰.۸۰	حسابداری ذهنی	Q23	شناختی از دیدگاه اقتصادی
		۱۰.۵۷	۰.۷۴	بیش اطمینانی	Q24	
		۱۰.۸۵	۰.۸۲	قوانین رفتاری	Q25	
		۹.۶۰	۰.۶۷	میزان پیچیدگی بازار	Q26	
		۱۰.۱۱	۰.۷۲	پیروی از مد و بازار	Q27	
۰.۸۷۸	۰.۵۴۶	۸.۰۸	۰.۷۶	آبشارهای اطلاعاتی	Q28	قضاوتی
		۱۰.۹۴	۰.۷۷	ریسک‌پذیری	Q29	
		۸.۱۲	۰.۶۹	ارزش پول	Q30	
		۶.۹۱	۰.۷۴	میزان اطلاعات خصوصی پیشرو	Q31	
		۷.۲۰	۰.۷۶	احساسات سرمایه‌گذاران	Q32	
		۶.۳۲	۰.۷۱	محافظه کاری	Q33	

عوامل اصلی و توزیع سوالات مربوط به آنها در جدول ۱۲ ارائه شده است.

جدول ۶- توزیع سوالات و گویه های سنجش سازه ها و متغیرهای پژوهش

سازه های پژوهش	نماد	تعداد گویه ها	شماره سوالات	آلفای کرونباخ
خودکنترلی	C1	۶	۱ تا ۶	۰/۷۶۲
خطای ادراکی	C2	۴	۷ تا ۱۰	۰/۷۲۸
تعاملات اجتماعی	C3	۵	۱۱ تا ۱۵	۰/۷۳۱
نتایج تصمیم	C4	۷	۱۶ تا ۲۲	۰/۷۶۹
شناختی از دیدگاه اقتصادی	C5	۵	۲۳ تا ۲۷	۰/۷۸۱
قضاوتی	C6	۶	۲۸ تا ۳۳	۰/۷۴۴

بر اساس جدول ۲ سازه های اصلی مطالعه عبارتند از: خودکنترلی، خطای ادراکی، تعاملات اجتماعی، نتایج تصمیم، شناختی و قضاوتی. هر یک از سازه های اصلی با نماد C_i نمایش داده شده اند تا در خروجی تحلیل عاملی بسادگی قابل ردیابی باشند. همچنین تعداد گویه های هر سازه و شماره سوالات هر سازه نیز مشخص شده است. در نهایت مقادیر آلفای کرونباخ تمامی سازه ها بزرگتر از ۰/۷ گزارش شده است و نشان می دهد پایایی تمامی سازه ها مطلوب است.



شکل ۲- تحلیل عاملی تاییدی (آماره t)

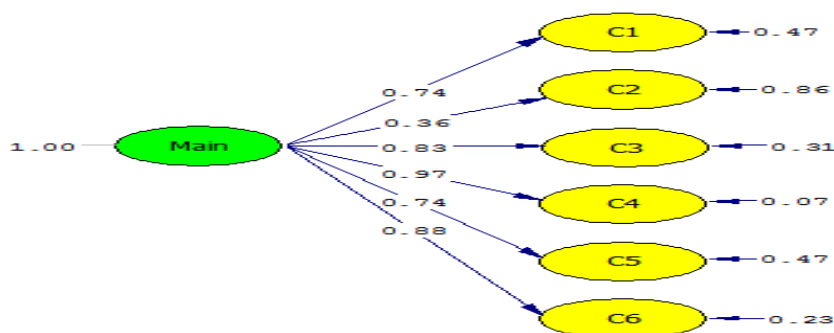
در شکل ۲ تحلیل عاملی تاییدی سازه‌های پژوهش در حالت تخمین استاندارد ارائه شده است. این اعداد همان بارعاملی استاندارد است که در جدول ۳۹ ارائه شده است و در تمامی موارد از ۰/۶ بزرگتر است و نشان می‌دهد همبستگی گویه‌ها با سازه‌های خود بسیار بالا است. در شکل ۷ آماره t تحلیل عاملی تاییدی ارائه شده است. این مقادیر نیز در جدول ۳۹ ارائه شده است و در تمامی موارد از مقدار بحرانی ۱/۹۶ بزرگتر است و نشان می‌دهد همبستگی گویه‌ها با سازه‌های خود معنادار است.

چون از تحلیل عاملی تاییدی مرتبه دوم استفاده شده است بنابراین علاوه بر سنجش رابطه عامل‌ها با گویه‌ها، رابطه عامل‌ها با سازه اصلی خود یعنی مدیریت رفتار توده‌وار نیز مورد سنجش قرار گرفته است. خلاصه نتایج حاصل از بررسی روابط این عناصر در جدول ۳ ارائه شده است.

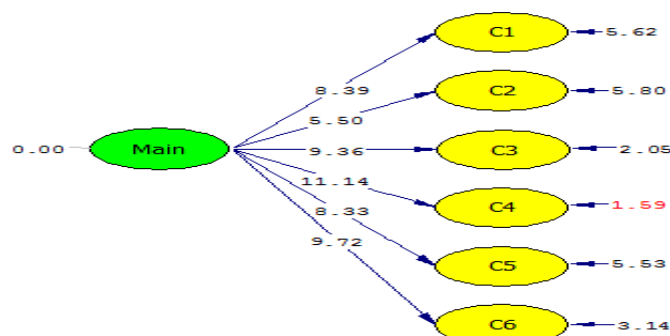
جدول ۷- خلاصه نتایج تحلیل عاملی تاییدی مرتبه دوم

نتیجه	آماره تی	بارعاملی	نماد	سازه‌های پژوهش
تایید	۸/۳۹	۰/۷۴	C1	خودکنترلی
تایید	۵/۵۰	۰/۳۶	C2	خطای ادراکی
تایید	۹/۳۶	۰/۸۳	C3	تعاملات اجتماعی
تایید	۱۱/۱۴	۰/۹۷	C4	نتایج تصمیم
تایید	۸/۳۳	۰/۷۴	C5	شناختی از دیدگاه اقتصادی
تایید	۹/۷۲	۰/۸۸	C6	قضاوتی

براساس نتایج جدول ۳ بارعاملی تمامی ابعاد شش‌گانه رفتار توده‌وار از ۰/۳ بزرگتر است. مقدار آماره تی نیز از ۱/۹۶ بزرگتر است بنابراین شش عامل اصلی موجب رفتار توده‌وار به درستی این رفتار را توجیه و تفسیر می‌کنند.



شکل ۲- خلاصه نتایج تحلیل عاملی تاییدی مرتبه دوم (تخمین استاندارد)



شکل ۴- خلاصه نتایج تحلیل عاملی تاییدی مرتبه دوم (آماره t)

$$x^2/df = \frac{892.65}{489} = 1.83; RMSEA = 0.034; SRMR = 0.035; GFI = 0.96; NFI = 0.96; TLI = 0.92$$

بارعاملی استاندارد نقش هریک از عوامل تبیین رفتار توده‌وار در شکل ۳ ارائه شده است. بارعاملی در تمامی موارد از ۰/۳ بزرگتر است بنابراین قدرت رابطه این عوامل با سازه اصلی رفتار توده‌وار بالا است. میزان آماره تی نیز در شکل ۴ ارائه شده است. براین اساس مشخص است مقدار آماره تی در تمامی موارد از مقدار بحرانی ۱/۹۶ بزرگتر است لذا همبستگی‌های مشاهده شده معنادار است. گام نهایی ارزیابی برازش مدل است. در این پژوهش خی-دو بهنجار ۱/۸۵ بدست آمده است. شاخص RMSEA برابر ۰/۰۳۴ و SRMR برابر ۰/۰۳۵ بدست آمده که نشان می‌دهد برازش مدل مطلوب است.

۶- نتیجه‌گیری

هدف محوری این پژوهش پاسخ به این سوال است که تا چه اندازه عوامل مالی رفتاری در تصمیمات سرمایه گذاران تاثیر گذار است؟ و برای دستیابی به این هدف با رویکرد روش پژوهش کیفی ۵ سوال از ۱۱ نفر از خبرگان مورد پرسش واقع گردید که با جوابهای متنی آنان تعداد ۴۳۰ مقوله مالی رفتاری استخراج گردید که با نظر اساتید و کارشناسان امر شاخص‌ها به تعداد ۴۵ شاخص تعدیل شد پس از انجام تحلیل‌های کیفی ۴۵ شاخص برای اطمینان از اهمیت و غربال شاخص‌ها و شناسایی شاخص‌های نهایی از رویکرد دلفی فازی استفاده گردید. در این پژوهش برای فازی سازی دیدگاه خبرگان از اعداد فازی مثلثی استفاده شده است که در این بین ۱۲ شاخص حذف شده و ۳۳ شاخص نهایی در ۶ سطح خودکنترلی، خطای ادراکی، تعاملات اجتماعی، نتایج تصمیم، شناختی اجتماعی و قضاوتی تقسیم بندی گردید و جهت راستی آزمایی از تحلیل عاملی تاییدی مرتبه دوم و نرم افزار LISREL استفاده شده است. در این مرحله دیدگاه ۲۰۰ نفر از مدیران ۱۱۰ شرکت سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار با پرسشنامه گردآوری شد. برای عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه گذاران از دیدگاه مدیران ۶ عامل (متغیر پنهان) و ۳۳ گویه (متغیر مشاهده‌پذیر) شناسایی شده است. براساس نتایج بدست آمده بارعاملی تمامی ابعاد

شش‌گانه رفتاری از ۰/۳ بزرگتر است. مقدار آماره تی نیز از ۱/۹۶ بزرگتر است بنابراین شش عامل اصلی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران از منظر مدیران سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار ایران تاثیر گذارمی باشد.

۷- تفسیر و مقایسه با سایر پژوهشها

تفسیر بعد خودکنترلی

خودکنترلی یا تنظیم درون فکنی شده از نظر نوع تنظیم شبیه به تنظیم بیرونی است و رفتار در آن توسط پاداشها و تنبیه‌ها هدایت می‌شود با این تفاوت که در تنظیم درون فکنی شده پاداشها و تنبیه‌ها توسط خود فرد اعمال می‌شود و کمتر تحت کنترل محیط بیرونی و دیگران قرار می‌گیرد. برای مثال اگر کارکنان به این دلیل وظایف خود را به خوبی انجام دهند که احساس گناه نکنند، تنظیم رفتار آن‌ها در سطح درون فکنی شده قرار دارد. با وجود این که رفتارهای افراد در این سطح، بیانگر عنصری از خودکنترلی است اما بنظر میرسد که از دیدگاه دسی و ریان (۲۰۰۰) این قبیل رفتارها کنترل شده بوده و خودمختار نیستند. منشأ این تنظیم در درون فرد است اما کاملاً تحت کنترل عوامل بیرونی قرار دارد. کنترل و خودکنترلی از مهمترین ابزارها و وسائل برای نیل به اهداف سازمانی کارایی و اثربخشی اهداف فردی و اهداف الهی در ابعاد معنوی است. صاحبان نگرش شناختی در عرصه ی تعلیم و تربیت بر این عقیده اند که هنگامی یادگیری معنادار میشود که آموزه های علمی به عمل درآمده و به رفتار تبدیل شود و این مهم خود زمینه ساز تحولی بسیار شگرف در جامعه خواهد شد.

تفسیر بعد خطای ادراکی

عوامل پنهان متعددی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران اثرگذار است. عواملی که سرمایه‌گذاران بدون اطلاع از تاثیرپذیری از آنها اقدام به تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری می‌کنند. خطاهای ادراکی باعث می‌شوند که تصمیم‌گیرندگان اطلاعات را به صورت نادرست پردازش کنند که به تصمیمات و قضاوت‌های نادرست منجر می‌شود. در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری فرض بر این است که تصمیم‌گیری باید عقلایی باشد اگرچه تصمیم‌را می‌توان بر اساس عوامل متعددی اتخاذ کرد ولی عموماً نظر این است که، تصمیم‌گیری عقلایی بهترین شیوه اخذ تصمیم است. از این رو به افراد توصیه می‌شود عقلایی عمل نمایند، یعنی در تصمیم‌گیری‌های خود عواطف و احساسات شخصی را دخالت ندهند و با عینیت و واقعیت تصمیم‌گیری کنند. ویلا تور در سال ۲۰۰۹ نشان داد مدیرانی که شهرت کمتری دارند بیشتر دنباله‌روی می‌کنند. اما مشکل این است که مفهوم انسان عقلایی، مفهوم کاملاً روشن و بدون ابهامی نیست و تصمیم‌گیری‌های انسان به طریقی از فرض‌های استاندارد علم اقتصاد انحراف پیدا میکند. در برخی مواقع شرایطی به وجود می‌آید که امکان رفتار عقلایی را از تصمیم‌گیرنده سلب می‌کند. در این راستا شخصیت و ادراک سرمایه‌گذار از عواملی است که باید توجه شود.

تفسیر بعد تعاملات اجتماعی

بازار بورس به عنوان یک سیستم تعاملات اجتماعی در نظر گرفته می‌شود. معمولاً سرمایه‌گذاران با همسایگان، اقوام، دوستان و همکاران برای تبادل اطلاعات و بحث در مورد بورس تعامل دارند. مشاوران، تحلیلگران، بانکداران، و برنامه‌ریزان توصیه‌هایی را ارائه می‌دهند. از این رو، تصمیم‌گیری افراد سرمایه‌گذار می‌تواند به عنوان یک رفتار پیچیده‌ی تصمیم‌گیری تصور شود که توسط عوامل منطقی و غیر منطقی که به ناکارآمدی بازار امنیتی می‌انجامد تحت تأثیر می‌باشند. ناکارآمدی به طور کلی به جهت‌گیری رفتاری سرمایه‌گذاران نسبت داده می‌شود. رفتار فرد سرمایه‌گذار در مطالعات باربر و اودیان در میان دیگران استناد شده است. تمام این مطالعات نشان می‌دهد که افراد سرمایه‌گذار توسط بیش از حد توصیف می‌شوند.

فراهم نمودن شرایط مطلوب برای سرمایه‌گذاری در بازار سهام منجر به شکوفایی صنایع و ایجاد اشتغال و برون‌رفت از بحران‌های اقتصادی می‌شود. با در نظر گرفتن اهمیت این موضوع، جلوگیری از آفت‌هایی که این بازار را تهدید می‌کند و کشف نارسایی‌های کنونی آن و تلاش برای برطرف نمودن این مشکلات امری لازم و ضروری تلقی می‌شود. کردلویی در سال ۱۳۹۲ نشان داد تصمیم‌گیری درست سرمایه‌گذار منجر به شادی فرد شده و علاوه بر موقعیت خود بر دیگران نیز اثر مثبت می‌گذارد. سرمایه‌گذاران تحت تأثیر محیط سرمایه‌گذاری خود هستند و اغلب فشاری را در جهت هم‌رنگی با محیط در خود احساس می‌کنند. به همین دلیل به دنبال کسب اطلاعاتی از بازارها از طریق رسانه‌های اجتماعی هستند.

تفسیر بعد نتایج تصمیم

قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل یکی از مهمترین عوامل اثرگذار بر موفقیت یک شرکت است. پژوهش‌های گذشته حاکی از آن است که شرکت‌های برخوردار از مدیرعامل با قدرت تصمیم‌گیری بالا، از ارزش و عملکرد بالاتری برخوردارند. قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل همچون موارد دیگر به شکل پیوسته می‌تواند بر تصمیم‌گیری‌های کلیدی در واحدهای تجاری اثر بگذارد. در این روند مطالعاتی، منظور از قدرت تصمیم‌گیری مدیرعامل آن است که آیا افراد دیگر در سلسله‌مراتب امور مدیریتی رده بالا در روند تصمیم‌گیری با مدیرعامل مشارکت به عمل می‌آورند و یا خیر. بنابراین قدرت ساختاری آن به نحوی است که میزان تصمیم‌گیری‌های آن متمرکز بر امور مدیرعامل در این بعد مطالعاتی بوده است. نتایج تصمیم‌به‌مدیرعامل این امکان را می‌دهد که به‌وسیله مدیریت کردن بر رفتار زبردستان، عدم قطعیت را کنترل نماید. هامبریک (۲۰۱۵) استدلال کرده است که موقعیت رسمی مدیرعامل شرکت ممکن است بر توانایی اجرایی، برای نفوذ در اقدامات اعضای هیات مدیره تأثیر بگذارد. مدیرعامل قدرتمند با ساختار دوگانه، انگیزه بیشتری برای اداره شرکت خواهد داشت که در صورت ورشکستگی شرکت، حداقل زمان ممکن را برای بازگرداندن شرکت به سطح مناسبی از عملکرد اختصاص می‌دهد.

تفسیر بعد شناختی از دیدگاه اقتصادی

وجود عدم تقارن اطلاعاتی میان تهیه‌کنندگان و استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی، منجر به مشکلاتی اعم از گزینش نامطلوب و خطر اخلاقی می‌باشد و این همان چیزی است که از آن به عنوان مدیریت سرمایه یاد می‌شود. محبوبیت موضوع سرمایه‌گذاری در ادبیات حسابداری و مالی در طول دهه گذشته افزایش یافته است. مقالات متعدد منتشرشده و منتشرنشده فرضیه‌های مختلف تئوری و تجربی مربوط به تئوری سرمایه‌گذاری را بررسی نموده‌اند. از طرفی امروزه، شرکت‌های چند کسب و کاره به شکل غالب سازمان‌های تجاری امروز تبدیل شده و صرفه‌های اقتصادی دنیای صنعتی جدید بستگی زیادی به عملکرد این شرکت‌های بزرگ پیدا کرده است. با افزایش تمایل شرکت‌ها به اتخاذ استراتژی‌های تنوع و به دنبال آن شکل‌گیری شرکت‌های چند کسب و کاره، چگونگی اداره کردن آنها به یکی از مسائل مهم مدیریتی تبدیل شده و به همین دلیل نیز عملکرد تنوع از زوایای گوناگون مورد توجه محققان این رشته قرار گرفته و پژوهش‌های بی‌شماری را طی چهار دهه گذشته شکل داده است. بوشمن و همکاران (۲۰۱۵) بیان می‌کنند که شناخت نامتقارن در حسابداری، انگیزه‌های مدیریت را برای اجتناب از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی و کنار گذاشتن پروژه‌های زیان‌ده، افزایش می‌دهد. آنها دریافتند که شناسایی به موقع زیان، مدیر را در تشخیص و کنار گذاشتن بموقع پروژه‌های زیان‌ده، کمک می‌کند. بنابراین بنظر می‌رسد که شناسایی بموقع زیانها، بطور بالقوه بر رفتار سرمایه‌گذاری مدیران واحدهای انتفاعی موثر است، زیرا که این رویه در گزارشگری مالی، شواهد بموقع و معتبر در خصوص عملکرد منفی شرکت برای سهامداران و اعتباردهندگان فراهم می‌کند و این گروه‌ها را قادر می‌سازد که سریعاً به چنین نتایج منفی واکنش نشان دهند. در نتیجه، چنانچه مدیران، پیش‌بینی کنند که اثرات نامطلوب تصمیماتشان در حوزه سرمایه‌گذاری، سرعت از طریق کاهش ارزش بازار شرکت و بالا رفتن هزینه تامین مالی، اتفاق می‌افتد، با احتمال کمتری به سرمایه‌گذاری‌های با خالص ارزش فعلی منفی دست می‌زنند و با احتمال بیشتری، چنین سرمایه‌گذاری‌هایی را سریعاً کنار می‌گذارند.

تفسیر بعد قضاوتی

تمام حرفه‌ها، بدون در نظر گرفتن زمینه فعالیتی که دارند، از چارچوب‌ها، اصول، قوانین، استانداردها و دستورالعمل‌هایی برخوردارند که باید به منظور انجام آن شغل خاص رعایت شوند. بسیاری از کارشناسان، از جمله حسابداران، تابع استانداردها، مقررات و ضابطه‌های فنی، اخلاقی و رفتاری سختگیرانه‌ای هستند که در چارچوب آنها برای انجام هر چه بهتر وظایف از دانش، شایستگی، مهارت و تجربه و به عبارت دیگر قضاوت حرفه‌ای خود استفاده می‌کنند. همچنین حسابرسی نقش بااهمیتی در حفاظت از حقوق سهامداران ایفا می‌نماید و با علامت‌دهی در مورد قابلیت اعتماد اطلاعات مالی ارائه شده توسط مدیران، به مدیران منفعت می‌رساند رضایت مندی به نوعی رفتار آگاهانه یا ناآگاهانه از سوی فرد اشاره دارد که برای حل مشکلات به چندین راه حل اولیه اکتفا می‌کند و به سراغ راه حل‌های پیچیده‌تر نمی‌رود که به آن اکتفا به راه حل‌های رضایت‌بخش هم گفته می‌شود. حلقه بازخورد نشان می‌دهد که آیا با اجرای این فرایند، مشکل موردنظر حل شده یا نشده است. لو و همکاران در سال

۲۰۱۰ اثبات نمودند که سرمایه گذاران دارای شخصیت واحساسات و بائر های خود هستند که در بازار و تصمیماتشان تاثیر گذار است. بر اساس مطالعات انجام شده و نتایج ارائه شده، میتوان بیان نمود که احساسات سرمایه گذار عامل مهمی در فعالیتهای بازار سرمایه است

۸-پیشنهادهات

به مدیران شرکت های سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران وسایر فعالین و پژوهشگران ، پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می گردد:

رفتار مالی پارادایم جدیدی برای بازارهای مالی می باشد که دست کم تا حدودی برای پاسخگویی به مسائلی به وجود آمده که پارادایم سنتی با آنها روبهرو می باشد. به دیگر سخن، رفتار مالی استدلال می کند برخی پدیده های مالی با استفاده از مدل هایی که عاملین اقتصادی در آنها کاملاً منطقی نیستند بهتر درک می شوند. مطالعات زیادی درباره روانشناسی سرمایه گذاری افراد در بازار سرمایه و سهام انجام شده است. در این مطالعات، تعداد زیادی از عوامل روانی موثر بر سرمایه گذاری افراد در بازار سهام یافت شده است. برخی از این عوامل عبارتند از: خبرهای بد و شایعات، میزان پیچیدگی بازار، نوسانات شدید قیمت ها در بازار، سود و زیان نسبی (ذهنی)، ابهام گریزی، پشیمان گریزی و زیان گریزی. هر یک از این عوامل بر رفتار توده وار مدیران شرکت های سرمایه گذاری تاثیر گذار است و بایستی در خصوص به کنترل در آوردن تمامی موارد مذکور، اقداماتی موجه انجام پذیرد.

بورس اوراق بهادار بازار شگفت انگیزی برای سرمایه گذاران است. در این بازار ، می توان عوامل موثر بر خطاهای رفتاری سهام داران را مشاهده نمود و ریشه های اشتباهات رفتاری آنها را مورد نقد و بررسی قرار داد. در واقع ارزشمندترین کالاهای موجود در بورس اوراق بهادار آبراهای اطلاعاتی موجود در آن است. دسترسی به اطلاعات، کلید سود آوری از فرصت های سود آوری بازار سرمایه است. از آنجایی که خطاهای رفتاری نقش عمده ای در تصمیمات سرمایه گذاران ایفا می کنند، لذا پیشنهاد می شود، با افزایش آشنایی و آگاهی از سوگیری های رفتاری سبب اجتناب از انحراف و اتخاذ تصمیمات منطقی تر از سوی سرمایه گذاران شود.

دستیابی به رشد بلند مدت و مداوم اقتصادی نیازمند به کارگیری بهینه منابع سرمایه گذاری در اقتصاد است و این مهم بدون وجود بازار سرمایه کارآمد امکان پذیر نیست. بنابراین در این جهت شناخت فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاران و تورش های رفتاری آنها به منظور شناسایی چگونگی تجزیه و تحلیل اطلاعات و انتخاب سرمایه گذاری توسط سرمایه گذاران، از اهمیت بالایی برخوردار است. مطالعات متعددی که در این زمینه صورت گرفته است که خود گویای اهمیت این موضوع است

دستیابی به رشد بلند مدت و مداوم اقتصادی نیازمند به کارگیری بهینه منابع سرمایه گذاری در اقتصاد است و این مهم بدون وجود بازار سرمایه کارآمد امکان پذیر نیست. بنابراین در این جهت شناخت فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاران و تورش های رفتاری آنها به منظور شناسایی چگونگی تجزیه و تحلیل اطلاعات و انتخاب سرمایه گذاری توسط سرمایه گذاران، از اهمیت بالایی برخوردار است. مطالعات متعددی که در این زمینه صورت گرفته است که خود گویای اهمیت این موضوع است

وجود بورس اوراق بهادار در کنار مزایای فراوانی چون جذب و به کار انداختن سرمایه‌های راکد، بالا بردن حجم سرمایه‌گذاری در جامعه، کنترل نقدینگی و در نتیجه ایجاد آثار ضد تورمی و سالم نمودن اداره واحدهای تولیدی از طریق گسترش مالکیت خصوصی و سالم سازی، فعالیت‌های مختلف اقتصادی از طریق ایجاد تعادل در شرایط عرضه و تقاضا، قواعد خاص و بعضاً محدودیت‌ها و مسئولیت‌ها و تعهداتی برای خریداران سهام و همچنین شرکت‌های تجاری ایجاد و اعمال می‌نماید. در این راستا آبخش‌های اطلاعاتی، مکمل استراتژیک، ارزش پول، اثر مالکیت، ویژگی‌های صنعت و تجارت و خرید سهام با تحلیل ریسک و بازده باید مورد توجه بیشتری قرار گیرد. پیشنهاد می‌شود در جهت بهبود نقش بورس اوراق بهادار تهران در بسط نظم مالی و اقتصادی، یک بار در سال قوانین و مقرراتی که مشمول بیشترین تخلفات رخ داده هستند، چاپ و منتشر گردد و جهت افزایش بهره‌وری در سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نظام مدیریت عملکرد براساس شرایط هر سال، طراحی و اجرا گردد.

فهرست منابع

- * آذر، عادل؛ بیات، کریم. (۱۳۸۷)، طراحی مدل فرآیند محوری کسب و کار با رویکرد مدل‌سازی ساختاری تفسیری (ISM)، نشریه مدیریت فناوری اطلاعات، دوره ۱، شماره ۱، صص ۳ تا ۱۸.
- * آذر، عادل؛ تیزرو، علی؛ مقبل، عباس؛ انواری، اصغر. (۱۳۸۹)، طراحی مدل چابکی زنجیره تامین با رویکرد مدل‌سازی تفسیری-ساختاری، پژوهش‌های مدیریت در ایران (مدرس علوم انسانی)، دوره ۱۴، شماره ۴ (پیاپی ۶۹)؛ صص ۱-۲۵.
- * اصغرپور، محمدجواد. (۱۳۹۲)، تصمیم‌گیری گروهی و نظریه بازی‌ها با نگرش تحقیق در عملیات، دانشگاه تهران، موسسه انتشارات و چاپ
- * اسلامی بیدگلی، غلامرضا و شهریاری، سارا (۱۳۸۶). بررسی و آزمون رفتار توده وار سرمایه‌گذاران با استفاده از انحرافات بازده سهام از بازده کل بازار در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۵-۴۴.
- * تاجمیر ریاحی، حامد؛ رهنمای رودپشتی، فریدون. ۱۳۹۳، مدل‌سازی تأثیر تورش‌های رفتاری بر رکود بازار سرمایه براساس رویکرد تفسیری ساختاری، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار
- * شماره نوزدهم، تابستان ۹۳
- * خداپرست، جلیل. ۱۳۹۱، بررسی تأثیر رفتار گله‌ای در تشکیل حباب عقلایی، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
- * سعیدی، علی؛ فراهانیان، محمدجواد. ۱۳۹۰، رفتار توده وار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار زمستان ۹۰، دوره ۴، شماره ۱۶
- * سیف الهی، راضیه. ۱۳۹۴، بررسی مقایسه‌ای عوامل رفتاری در سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری

- * سرداری، امیر. ۱۳۹۲، شناسایی و اولویت بندی عوامل تاثیر گذار بر حباب قیمتی در بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت، کارآفرینی و توسعه اقتصادی
- * ستوده اصل، نعمت. نشاط دوست، حمید طاهر. کلانتری، مهرداد. طالبی، هوشنگ. خسروی، علیرضا. (۱۳۸۹). مقایسه دو روش دارو درمانی و درمان شناختی- رفتاری بر ابعاد کیفیت زندگی بیماران مبتلا به فشار خون اساسی. *مجله علمی دانشگاه علوم پزشکی سمنان*، ۱۱(۴)، ۲۹۴-۳۰۱
- * خواجویها، کیومرث؛ لوبون، گوستاو. (۱۳۹۵)، روانشناسی توده ها، انتشارات روشنگران و مطالعات زنان چاپ چهارم
- * فهیمی، دوآب. ۱۳۸۹، بررسی عوامل رفتاری خاص بر تصمیم خرید سرمایه گذاران سهام عادی (مطالعه تطبیقی بورس اوراق بهادار تهران و مشهد)، *مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی*
- * کرباسیان، مهدی؛ جوانمردی، محمد؛ خوشانی، اعظم؛ زنجیرچی، محمود. (۱۳۹۰)، طراحی یک رویکرد تلفیقی از الگوی ساختار تفسیری (ISM) و TOPSIS-AHP فازی برای انتخاب و رتبه بندی تامین کنندگان چاپک، مدیریت تولید و عملیات، دوره دوم، شماره ۱، صص: ۱۰۷-۱۳۴.
- * کشاورز، حداد؛ حیدری، هادی. بررسی تاثیر اخلاق سیاسی بر تلاطم بازار سهام تهران، تحقیقات اقتصادی دوره چهل و پنجم ادیبهشت ۱۳۹۰، شماره ۹۴
- * وکیلی فرد، حمیدرضا؛ افتخاری، اکبر؛ سعیدی، علی. ۱۳۹۲، ارزیابی رفتار سرمایه گذاران در بورس تهران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری

- * Agarwal, A., Shankar, R., & Tiwari, M. K. (2007). Modeling agility of supply chain. *Industrial marketing management*, 36(4), 443-457.
- * BenMabrouka, Houda; Litimib, Houda. (2018). Cross herding between American industries and the oil market' *North American Journal of Economics and Finance*
- * Beysül, Aytacı; Guillaume, Coquereta; Cyrille, Mandoub. (2018). Herding behavior among wine investors' *Economic Modelling* 68 (2018) 318-328
- * Baker, H. K., Haslem, J. A. (1974). The impact of investor socioeconomic characteristics on risk and return preferences. *Journal of Business Research*, 2, 469-476.
- * Barberis, N. and Shleifer, A., 2003, "Style Investing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, pp. 161-199.
- * Bushman, R and Smith, A (2015). Financial accounting information and corporate governance . *Journal of accounting and economics* ,32(1-3): 237-333.
- * Baker, M., Wurgler, J., 2007. Investor sentiment in the stock market. *J. Econ. Perspect.* 21 (2), 129-152
- * Christoph Rülke, Jan; Silgoner, Maria ; WorzPeterson , Julia. (2016) . Herding behavior of business cycle forecasters .*International Journal of Forecasting* 32 (2016) 23-33
- * Christie, W. G., & Huang, R. D. (1995). Following the Pied Piper: Do Individual Returns Herd around the Market? *Financial Analysts Journal*, 31-37.
- * Demirel, R., & Kutan, A. M. (2006). Does herding behavior exist in Chinese stock markets? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 132-142.
- * Demirel R. and Kutan A. M. (2006). Does Herding Behavior Exist in Chinese Stock Market?. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 16, pp. 123-142.
- * Falkenstein, E.G., 1996. Preferences for stock characteristics as revealed by mutual fund portfolio holdings. *J. Finance* 51, 111-135.

- * Friedman, M. (1977). "Nobel Lecture: Inflation and Unemployment". *Journal of Political Economy*, 85(3), 451-472
- * Froot, K. A., D. S. Scharfstein and J. C. Stein (1992), "Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short-Term Speculation", *The Journal of Finance*, vol. 47, no. 4, pp. 1461-1484.
- * Hambrick, D., and P. Mason. (2015). Upper Echelons: The Organization as a Reflection of its Top Managers. *The Academy of Management Review*, Vol. 9, (April), Pp.193-206.
- * Kahneman, D and Reipe, M. (2004), "Aspects of investor psychology", *Journal of Portfolio Management*, 52-64
- * Litimia, Houda; BenSaïdab, Ahmed ; Bouraouiba ISG, Omar. (2016). Herding and excessive risk in the American stock market: A sectoral analysis' *Research in International Business and Finance* 38 (2016) 6-21
- * Lao P., Singh H., (2011), "Herding behavior in the Chinese and Indian stock markets", *Journal of Asian Economics*, Volume 22, Issue 6, Pages 495-506.
- * Lovreglio, Ruggiero ; Fonzone, Achille; dell' Luigi ; Olio c, Dino Borri. (2016). A study of herding behaviour in exit choice during emergencies based on random utility theory' *Safety Science* 82 (2016) 421-431
- * M. Humayun, Kabir, Shamim, Shakur. (2018). Regime-dependent herding behavior in Asian and Latin American stock markets' *Pacific-Basin Finance Journal* 47 (2018) 60-78
- * Markowitz, Harry M. (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, John Wiley & Sons.
- * Omer'kamara. 2017. Industry herd behaviour in financing decision making' *Journal of Economics and Business* 94 (2017) 32-42
- * Papapostolou, Nikos; Pouliasis, Panos ; Kyriakou, Ioannis. (2017). Herd behavior in the drybulk market: an empirical analysis of the decision to invest in new and retire existing fleet capacity' *Transportation Research Part E* 104 (2017) 36-51
- * Peterson, R. L., (2007), "Affect and Financial Decision-Making: How Neuroscience Can Inform Market Participants", *The Journal of Behavioral Finance*, Vol. 8, No. 2, pp. 70-78.
- * Ros, Westerfield and Jaffe (1999), *Corporate Finance*, Richard D. Irwin.
- * Ryan, R. M. & Deci, E. L. (2000). Self-determination theory and the facilitation of intrinsic motivation. *American Psychologist*, 55, 68-78.
- * Simões, Elisabete F ; Márcia S, Vieira. Valente Pereira. (2015). Herding behaviour and sentiment: Evidence in a small European market' *Revista de Contabilidade - Spanish Accounting Review* 18 (1) (2015) 78-86
- * Sage A. P.; *Interpretive structural modeling: Methodology for large-scale systems*; New York, NY: McGraw-Hill, 1977
- * Shefrin, H. J. and Statman, M., (1984), "The Disposition to Sell Winners too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence", *The Journal of Finance*, no. 40, Pp: 777-790.
- * Sharpe, William F. (1978), *Investments*, Prentice-Hall.
- * Scharfstein, D. S. and J. C. Stein (1990), "Herd Behavior and Investment", *American Economic Review*, vol. 80, no. 3, pp. 465-479.
- * Tversky, Amos, and Daniel Kahneman, (1986), "Rational choice and the framing of decisions". *The Journal of Business*, 59(4), S251-S278.
- * Tversky, Amos, and Daniel KAHNEMAN, (1981), "The framing of decisions and the psychology of choice", *Science*, 211(4481), 453-458.
- * Trueman, B., 1994. Analyst forecasts and herding behavior. *Rev. Financ. Stud.* 7 (1), 97-124.
- * Ud Din Shaha, Mohay; Shaha, Attaullah ; Khanb, Safi Ullah. (2017). Herding behavior in the Pakistan stock exchange: Some new insights' *Research in International Business and Finance* 42 (2017) 865-873

- * Uchida, Hirofumi; Nakagawa, Ryuichi.(2007). Herd behavior in the Japanese loan market:Evidence from bank panel data' J. Finan. Intermediation 16 (2007) 555-583
- * Yao J., Ma C., Peng He W., (2014), "Investor herding behavior of Chinese stock market", international Review of Economics & Finance, Volume 29, Pages 12-29
- * Wermers, Russ (1999)" Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices"Journal of Finance, 2, April, 581-622.
- * Warfield J.N.; Societal systems: Planning, policy and complexity; Willy Interscience, New York. 1976.

Investigating the effect of financial-behavioral factors on investors' decisions from the perspective of managers of investment companies in Iran Stock Exchange

Ardalan Rajabi

Department of accounting, Kish International Branch, Islamic Azad University, Kish Island, Iran
(Arshamrajabe@yahoo.com)

Ataullah Mohammadi mlgrny

Department of Accounting, sanandaj Branch, Islamic Azad University, sanandaj, Iran (Corresponding Author:
ataata.mm@iausdj.ac.ir)

Mohsen Hamidiyan

Department of Accounting, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran
(Hamidian2002@yahoo.com)

Abstract

The present study identifies financial-behavioral factors in stock exchange investment companies. The methodology of this research is applied in terms of purpose, which at first, after library studies and collecting information about financial-behavioral factors on the decision of managers to obtain the opinion of experts in this field. The statistical population in this study was 200 managers of investment companies. In all cases, the factor load is greater than 0.6, indicating that the correlation between the latent variables and the observable variables is very strong. The value of t-value for all items is greater than 1.96, which indicates that the observed correlations between items and structures are significant and the average variance extracted in all cases is greater than 0.5. In this research, normal chi-square is obtained 1.85. The RMSEA index is 0.034 and the SRMR is 0.035, which indicates that the model fits, and finally, based on the results, all six dimensions are greater than 0.3 and the value of t-statistic is greater than 1.96. Six major behavioral financial factors correctly justify and interpret the effects of these behaviors.

Keywords: Financial-Behavioral Factors, Managers' Decision Making .