



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
دوره ۱۳ / شماره ۳ (پیاپی ۵۱) / پاییز ۱۴۰۳  
صفحه ۳۱۹ تا ۳۳۸

## تبیین مدل سوگیری‌های احساسی سرمایه‌گذاران مؤثر بر نوسانات قیمت سهام (با تکیه بر سوگیری‌های داشته بیش نگری، کوتاه نگری، بهینه بینی و سازگار گرای)

مهدی عباسی اصل

دانشجوی دکتری گروه مدیریت مالی واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

محمد رضا رستمی

استادیار گروه مدیریت دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد دانشگاه الزهراء، تهران، ایران. (نویسنده مسئول)  
rostami1973@yahoo.com

مهرزاد مینویی

استادیار گروه مدیریت مالی واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران  
ramin.com@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۹/۱۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۱۱/۰۱

### چکیده

یکی از حیاتی‌ترین برنامه‌های پژوهشی دانش مالی امروز که در رأس رد نظریه بازارهای کارا قرار دارد، نظریه مالی رفتاری است که عامل تشریک‌مساعی بین علوم مالی و علوم اجتماعی است و باعث ژرف‌تر شدن دانش ما از بازارهای مالی شده است. پارادایم حاکم بر مباحث مالی امروز که ما قصد توضیح، تشریح و مقایسه آن را داریم، رفتار مالی نام دارد، که به زبان ساده عبارت است از یک الگوی فکری که در آن بازارها با استفاده از الگوهای مرکب از علوم اجتماعی، روانشناسی، مالی و چند رشته دیگر مطالعه می‌شوند و به عبارت بهتر عوامل اقتصادی در الگوهای رفتاری برخلاف نظریه‌های نئوکلاسیک منطقی نیستند، بلکه یا به خاطر ترجیحاتشان و یا به دلیل سوگیری‌های شناختی نرمال‌اند. هدف این تحقیق طراحی و تبیین مدل شناسایی عوامل رفتاری مؤثر بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. این تحقیق از لحاظ هدف کاربردی است و از لحاظ روش کار از نوع تحقیقات پیمایشی است. داده‌های این تحقیق با استفاده از نرم‌افزار SmartPLS مورد بررسی قرار گرفته‌اند. نتایج حاصل شده از تحقیق نشان داد که سوگیری احساسی کوتاه نگری، سوگیری احساسی بهینه بینی و سوگیری احساسی سازگار گرای بر نوسانات قیمت سهام شرکت‌ها تأثیرگذار می‌باشند.

**واژه‌های کلیدی:** سوگیری‌های احساسی، نوسانات قیمت سهام، سوگیری‌های رفتاری.

## ۱- مقدمه

مالی رفتاری به‌عنوان زیرشاخه‌های اقتصاد رفتاری، یافته‌های روان‌شناسی، جامعه‌شناسی و انسان‌شناسی را در قالب تئوری‌های مالی بیان می‌کند. مدل‌های مالی رفتاری برای توضیح رفتار سرمایه‌گذاران یا پدیده‌های غیرمعمول توسعه‌یافته‌اند، جایی که مدل‌های عقلایی توضیح کافی در خصوص این پدیده‌ها ندارند. اندیشمندان این رشته بیان می‌کنند که مالی رفتاری می‌تواند استثناهای تجربی موجود در نظریه‌های رایج مالی را تبیین کند. نظریه رایج مالی که همانا فرضیه بازار کاراست، معتقد است بازار مالی کلیه اطلاعات مربوط به یک سهم را در اختیار کلیه سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد و از طرف دیگر رقابت سرمایه‌گذاران برای استفاده از فرصت‌های سودآور استثنایی، این فرصت‌ها را به حداقل و نهایتاً صفر می‌رساند. به عبارت دیگر رفتار بازار رفتاری عقلایی است. مالی رفتاری به این‌که اطلاعات به شکلی متقارن در اختیار همگان قرار می‌گیرد معتقد نیست. ضمناً وجود محدودیت‌های متعدد که موضوع این نوشته است، باعث می‌شود بازارها و به خصوص بازار مالی از قالب استاندارد و باید‌های خود فاصله بگیرند. تئوری‌های مالی کلاسیک بر اساس دو فرض بنانهاده شده‌اند: این‌که افراد به شکل عقلایی عمل می‌کنند و تمامی اطلاعات در دسترس را در فرآیند تصمیم‌گیری مورد استفاده قرار می‌دهند. در همین حال مثال‌های زیادی از رفتار غیر عقلایی و اشتباهات مکرر در قضاوت و تصمیم‌گیری در مطالعات دانشگاهی به ثبت رسیده است (جسیکا و همکاران،<sup>۱</sup> ۲۰۲۰).

مالی رفتاری پدیده‌های متغیر را در طیف وسیعی از رفتار سرمایه‌گذاران از سطح انفرادی تا پیامدهایی در سطح کل بازار، مدل‌سازی و تفسیر می‌کند. این مسئله تعریف ما از موضوع دانش «مالی رفتاری» را با مشکل مواجه می‌سازد. به منظور ایجاد ادبیات مشترک در طول بحث از این‌پس ما دو عنوان «مالی رفتاری خرد»<sup>۲</sup> (BFMI) و «مالی رفتاری کلان» (BFMA)<sup>۳</sup> مورد استفاده قرار می‌گیرد.

۱) مالی رفتاری خرد (BFMI): تمایلات یا «سوگیری‌های»<sup>۴</sup> سرمایه‌گذاران را در سطح فردی بررسی می‌کند

، به‌گونه‌ای که آن‌ها را از «بازیگران عقلانی»<sup>۵</sup> مفروض در تئوری اقتصاد کلاسیک، متمایز می‌سازد.

۲) مالی رفتاری کلان (BFMA): خلاف قاعده‌های<sup>۶</sup> «فرضیه بازار کار»<sup>۷</sup> را که مدل‌های رفتاری قادر به

توضیح آن است، شناسایی و توصیف می‌کند.

در بحث «مدیریت دارایی»<sup>۸</sup> و سرمایه‌گذاری، تمرکز اصلی بر «مالی رفتاری خرد» است یعنی مطالعه رفتار سرمایه‌گذاران در سطح فردی، به‌ویژه تأکید بر شناسایی سوگیری‌های رفتاری و تأثیر آن بر تصمیمات تخصیص دارایی‌ها، با این هدف که بتوانیم اثر این سوگیری‌ها را در فرآیند سرمایه‌گذاری کنترل کنیم. در مالی رفتاری کلان، این پرسش مطرح است که آیا بازارهای مالی کارا هستند یا اینکه در معرض تأثیرات رفتاری قرار دارند؟ اما در

<sup>۱</sup> Jessica Paule-Vianez, Raúl Gómez-Martínez, Camilo Prado-Román

<sup>۲</sup> Behavioral Finance Micro

<sup>۳</sup> Behavioral Finance Macro

<sup>۴</sup> Biases

<sup>۵</sup> Rational Locators

<sup>۶</sup> Anomalies

<sup>۷</sup> EMH

<sup>۸</sup> Wealth Management

سطح مالی رفتاری خرد، پرسش این است که آیا سرمایه‌گذاران عقلانی رفتار می‌کنند، یا اینکه اشتباهات احساسی و شناختی می‌تواند بر تصمیمات مالی آن‌ها تأثیرگذار باشد؟ رفتار مالی خرد به دو بخش روان‌شناسی شناختی و محدودیت در آربیتراژ<sup>۱</sup> تقسیم می‌گردد. بحث اصلی ما در این تحقیق حول روان‌شناسی شناختی<sup>۲</sup> می‌باشد. روان‌شناسی شناختی خود به دو بخش سوگیری‌های احساسی سرمایه‌گذار<sup>۳</sup> (مفروضات ترجیحی سرمایه‌گذار) و سوگیری‌های شناختی سرمایه‌گذار<sup>۴</sup> تقسیم می‌شود. بنابراین در این تحقیق به تبیین مدل سوگیری‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. این پژوهش با طرح مبانی نظری و پیشینه پژوهش‌های مرتبط با موضوع و همچنین تبیین روش پژوهش و فرضیه‌های برگرفته از مسئله و مبانی نظری پژوهش ادامه یافته و سپس به تشریح نتایج آزمون فرضیه‌ها پرداخته شد و در نهایت نتیجه‌گیری و پیشنهادها بیان می‌شود.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

یکی از حیاتی‌ترین برنامه‌های پژوهشی دانش مالی امروز که در رأس رد نظریه بازارهای کارا<sup>۵</sup> قرار دارد، نظریه مالی رفتاری است که عامل تشریک‌مساعی بین علوم مالی و علوم اجتماعی است و باعث ژرف‌تر شدن دانش ما از بازارهای مالی شده است. پارادایم حاکم بر مباحث مالی امروز که ما قصد توضیح، تشریح و مقایسه آن را داریم، رفتار مالی نام دارد، که به زبان ساده عبارت است از یک الگوی فکری که در آن بازارها با استفاده از الگوهای مرکب از علوم اجتماعی، روانشناسی، مالی و چند رشته دیگر مطالعه می‌شوند و به عبارت بهتر عاملان اقتصادی در الگوهای رفتاری برخلاف نظریه‌های نئوکلاسیک منطقی نیستند، بلکه یا به خاطر ترجیحاتشان و یا به دلیل سوگیری‌های شناختی نرمال‌اند (مانچونا<sup>۶</sup>، ۲۰۲۰).

احساسات نقش بسیار مهمی در موفقیت یا عدم موفقیت سرمایه‌گذار ایفا می‌کنند. از آنجاکه سرمایه‌گذاران برخی اوقات منطقی تصمیم نمی‌گیرند و بر اساس احساسات و تحت تأثیر شرایط موجود عمل می‌کنند، لذا این گرایش‌های احساسی و طبیعی افراد باعث می‌شوند در مواردی واکنش‌هایی کم یا زیاد توأم با هیجان رخ داده و در نتیجه به بروز سوگیری‌های رفتاری مختلف منجر شوند. این سوگیری‌ها در دو چارچوب شناختی و احساسی قرار می‌گیرند. سوگیری‌های شناختی باعث اختلال در شناخت شده و از واقعیت، تصویری نادرست ایجاد می‌کنند که این امر موجب بروز خطا در ادراک و در نهایت خطا در تصمیم‌گیری می‌شود. این در حالی است که احساسات نیز نقش بسیار مهمی در موفقیت یا عدم موفقیت یک معامله‌گر بازی می‌کنند و می‌تواند بر شیوه تعقل فرد تأثیرگذار بوده و در نتیجه یک سوگیری احساسی را برای سرمایه‌گذار به همراه بیاورند. در فرآیند تصمیم‌گیری، مهم‌ترین مرحله، شناخت و دریافت صحیح اطلاعات پیرامون یک موضوع است. هراندازه که این شناخت به شکل

<sup>۱</sup>- Arbitrage

<sup>۲</sup>- Cognitive Psychology

<sup>۳</sup>- Investor Emotional Bias

<sup>۴</sup>- Investor Cognitive Bias

<sup>۵</sup>- Efficient Market

<sup>۶</sup> Manchuna Shanmuganathan

بهتری انجام شده و کامل‌تر باشد، بدیهی است که در ادامه مراحل تصمیم‌گیری، کار به نحو بهتری دنبال می‌شود و در غیر این صورت، تصمیم‌گیری پیامد مناسبی نخواهد داشت. شناخت‌ها با چگونگی اندیشیدن انسان‌ها در ارتباط هستند و چارچوبی را برای درک شیوه پندار و کردار افراد در رابطه با ثروت شخصی‌شان فراهم می‌کنند. برای بیشتر مردم غیرممکن است در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری بی‌طرف رفتار کنند. با این حال سرمایه‌گذاران می‌توانند با درک و شناسایی سوگیری‌ها، آن‌ها را کاهش دهند، سپس وضع قوانین تجارت و سرمایه‌گذاری است که در مواقع لزوم این سوگیری‌ها را کاهش دهد. در کل سوگیری سرمایه‌گذاری به دو دسته‌بندی اصلی تقسیم می‌شود: شناختی و احساسی. هر دو سوگیری‌ها معمولاً نتیجه پیش‌داوری در انتخاب یک گزینه بر گزینه دیگر است. سوگیری‌های احساسی معمولاً خودبه‌خود بر اساس احساسات شخصی هر فرد در زمان تصمیم‌گیری اتفاق می‌افتد. این تعصبات ممکن است عمیقاً ریشه در تجربیات شخصی داشته باشد که در تصمیم‌گیری تأثیر می‌گذارد. موضع‌گیری احساسی معمولاً ریشه در روانشناسی سرمایه‌گذار دارد و غلبه بر آن معمولاً سخت‌تر از غلبه بر سوگیری شناختی است. سوگیری‌های احساسی لزوماً همیشه اشتباه نیستند. در بعضی موارد سوگیری احساسی یک سرمایه‌گذار ممکن است به او کمک کند تصمیم‌های مناسب‌تری بگیرد که از او محافظت کند. (مصطفی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹). در این تحقیق سعی بر این است تا به طراحی مدل تورش‌های داشته بیش نگری، کوتاه نگری، بهینه بینی و سازگار گرای سرمایه‌گذاران بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شود. هنگام بررسی رفتار سرمایه‌گذاران باید به مسئله نوظهور بودن بازارها نیز توجه شود. طبق تحقیقات انجام‌گرفته توسط چانگ و همکاران رفتار جمعی در بازارهای نوظهور نمایان‌تر است. در بازارهای نوظهور کمیابی اطلاعات و به‌موقع و دقیق نبودن اطلاعات در مورد یک شرکت خاص و همچنین اثرگذاری عوامل سیاسی و اقتصادی کلان بر بازارهای مالی سبب تمرکز سرمایه‌گذاران بر رفتار سایر سرمایه‌گذاران و پیروی از آن‌ها و در نتیجه شکل‌گیری رفتار جمعی در این بازارها می‌گردد. در نگاه دیگر به موضوع جمعی در بازارهای سرمایه، به این نکته باید توجه کرد که بیش‌ازحد شبیه شدن رفتارها باعث می‌شود فرصت‌های سودجویی (آربیتراژی) در این بازارها از بین برود. این موضوعی است که باعث سکون و کم‌حرکی فرایند معاملاتی در بازارهای ثانویه می‌شود. بحران چارتریست‌ها در شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری از جمله معضلات بیش‌ازحد شبیه شدن رفتارهای سرمایه‌گذاری تلقی می‌شود. در اینجا مسئله، فراگیری استفاده از متخصص ریاضی در تبیین الگوهای بازار توسط مدیر پرتفوی شرکت یا صندوق است که وی بر اساس الگوهای خاص چارتریست‌ها به سرمایه‌گذاری می‌پردازد. چارتریست‌ها یا متخصصان مدل‌های ریاضی در بازار، عموماً مدل‌های مشابهی را در زمان‌های یکسان به مدیران پیشنهاد می‌کنند همین عامل باعث می‌شود رفتار این مدیران شبیه یکدیگر شده و سود مورد انتظار از سرمایه‌گذاری یا کاهش پیدا کند و یا تبدیل به زیان شود. البته باید خاطر نشان کرد که چنانچه اکثر سرمایه‌گذاران اقدام به خرید سهام پرتفودار نمایند این امر می‌تواند تنها ناشی از ورود اطلاعات مرتبطی باشد که به‌طور مستقل منجر به واکنش سرمایه‌گذاران شده است. (هیگ<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳)

<sup>1</sup> Mustafa Yurttadur, Havva Ozcelik

<sup>2</sup> Haigh, M., & List, J

نظر به آنچه در بالا مطرح گردید و با حاکمیت پارادایم مالی رفتاری و به چالش کشیده شدن تئوری‌های مالی استاندارد به دلیل ناتوانی آن‌ها در تبیین ناهنجاری‌های مشاهده‌شده در بازار سرمایه، مطالعه و پژوهش درباره موضوع‌های رفتاری و روانی سرمایه‌گذاران اهمیت خاصی یافته است، چراکه به اعتقاد کارشناسان و صاحب‌نظران این حوزه، عامل اصلی بروز این قبیل ناهنجاری‌ها در بازار سرمایه، مسائل رفتاری و روانی سرمایه‌گذاران است. بر این اساس، طی سال‌های اخیر مطالعات گسترده‌ای در خصوص موضوع‌های مختلف رفتاری در بورس‌های مطرح دنیا صورت گرفته است. در پژوهش‌های مذکور، رفتارهای مختلف سرمایه‌گذاران که به‌نوعی می‌تواند عملکرد بازار و کارایی آن را تحت تأثیر قرار دهد، مطالعه و بررسی علمی می‌گردد. حال بنا بر آنچه در بالا بیان شد این تحقیق به دنبال شناسایی تبیین مدل سوگیری‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

### پیشینه پژوهش

فانگ و همکاران<sup>۱</sup> ۲۰۲۲ به بررسی استراتژی‌های معاملاتی کمی مبتنی بر سقوط: دیدگاه مالی رفتاری پرداختند. آن‌ها با الهام از مطالعات در مورد سقوط بازار سهام، از شاخص‌های مستند از امور مالی رفتاری برای ایجاد دو استراتژی معاملاتی کمی استفاده نمودند، یعنی استراتژی سقوط + زمان‌بندی و استراتژی سقوط + مومنوم-واژگونی. تحلیل‌های تجربی نشان داد که هر دو استراتژی مؤثر و قوی هستند. عوامل رفتاری زمانی می‌توانند برای سرمایه‌گذاران مفید باشند که در استراتژی‌های معاملاتی آن‌ها گنجانده شوند.

جینیو زو و همکاران<sup>۲</sup> ۲۰۲۱ به بررسی پارامتر مدل مالی رفتاری گروه‌های سرمایه‌گذار با استفاده از یک مدل آماری و هوش مصنوعی پرداختند، با توجه به نتایج، دریافتند که مدل طراحی‌شده آن‌ها بر اساس رفتارهای گروهی سرمایه‌گذاران می‌تواند برای توضیح نوسانات سهام استفاده شود. با این حال، پیش‌بینی قیمت‌های آتی سهام هنوز پایدار و دقیق نیست.

جسیکا و همکاران<sup>۳</sup> ۲۰۲۰ به تجزیه و تحلیل کتابشناختی مالی رفتاری با ابزار تحلیل نقشه‌برداری پرداختند. نتایج به‌دست‌آمده با تجزیه و تحلیل دوره ۱۹۸۷-۲۰۱۷ پتانسیل رشد مالی رفتاری را نشان می‌دهد. احساسات سرمایه‌گذار موضوع اصلی در بین سیزده موضوع اصلی این حوزه است.

مانچوا<sup>۴</sup> ۲۰۲۰ به بررسی امور مالی رفتاری در عصر هوش مصنوعی: مطالعه موردی لگاریتمی مشاوران روبو در تصمیمات سرمایه‌گذاری به پیامدهای واقعی و بالقوه برنامه‌های کاربردی مبتنی بر هوش مصنوعی (AI) و موضوعات فنی مربوط به امور مالی رفتاری پرداخته است. در این مقاله یک مطالعه موردی طولی مبتنی بر مشاوران روبو و فرایند تصمیم‌گیری مالی رفتاری توسط سرمایه‌گذاران ارائه شده است، زیرا این تصور وجود دارد که تصمیمات مالی رفتاری برای اجرای موفقیت‌آمیز مدیریت اوراق بهادار مالی مشتری مهم است.

<sup>1</sup> YanFang, JieYuan, J. JimmyYang, ShangjunYing

<sup>2</sup> Jinwu Zhuo, Xinmiao LiChangrui Yu

<sup>3</sup> Jessica Paule-Vianez, Raúl Gómez-Martínez, Camilo Prado-Román

<sup>4</sup> Manchuna Shanmuganathan

مصطفی و همکاران<sup>۱</sup> ۲۰۱۹ به ارزیابی اولویت‌های سرمایه‌گذاری مالی سرمایه‌گذاران انفرادی از امور مالی: رفتار استانبول پرداختند. نتایج تحلیل آن‌ها نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران فردی که در استانبول زندگی می‌کنند در هنگام ترجیح سرمایه‌گذاری چندان منطقی نیستند و تحت تأثیر تعصبات روان‌شناختی هستند. این نتایج به موازات آزمون‌های مشابهی که در کشور ما انجام شده است.

سوجا کاپور و همکاران<sup>۲</sup> ۲۰۱۷ امور مالی رفتاری، تحولات مالی رفتاری را در طول تاریخ مالی بررسی می‌کند. این اولین شواهد از ناهنجاری‌های رفتاری گزارش شده توسط محققان در بورس سهام است. این بحث با مالی سنتی شروع می‌شود و به دنبال آن تجزیه و تحلیل تئوری‌های سنتی در موقعیت‌هایی که به نظر آن‌ها ناکافی است، می‌شود. آن‌ها سپس به اهمیت امور مالی رفتاری و موقعیت بی‌نظیر آن در ایجاد شکاف بین موقعیت‌های واقعی زندگی و نظریه‌های سنتی می‌پردازند.

جین و ژو<sup>۳</sup> (۲۰۰۸) در مقاله‌ای با عنوان "انتخاب پرتفوی رفتاری در دوره‌های زمانی پیوسته" در چارچوب پیشنهادی کانمن و تورسکی به بررسی پرتفوی بهینه رفتاری بر اساس رفتار احتمالی و تصادفی متغیرها پرداختند و به بحث در مورد آثار مفاهیم رفتاری بر مدل انتخاب پرتفوی در بازه‌های زمانی پیوسته پرداختند.

مراد اقلو و دیگران<sup>۴</sup> (۲۰۰۵) در مقاله‌ای با عنوان "رویکرد رفتاری به تشکیل پرتفوی کارا" به بررسی پیش‌بینی‌های ذهنی از بازدهی‌های آتی افراد سرمایه‌گذار پرداختند و نشان دادند که پرتفوی‌های حاصل از بازدهی‌های ذهنی افراد به صورت نقطه‌ای، و فاصله‌ای در مقایسه بازدهی واقعی پرتفوی‌های حاصل از تخمین بازدهی با استفاده از مدل‌های آماری بازدهی بیشتری دارند.

هورت فراملت<sup>۵</sup> (۲۰۰۱) ضمن تشریح تفاوت رویکردهای اقتصاد نئو کلاسیک و رفتاری و همچنین تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران، چک لیستی از تورش‌های احتمالی سرمایه‌گذاران و راه‌های مقابله با آن‌ها را ارائه نموده است.

شفرین و استاتمن<sup>۶</sup> (۲۰۰۰) با ارائه الگوی اثباتی پرتفوی سرمایه‌گذاری مبتنی بر مالی رفتاری به صورت لایه‌های هرم<sup>۷</sup> سرمایه‌گذاری ادعا نمود که انتخاب دارایی‌ها در چارچوب مالی رفتاری همانند لایه‌های هرمی است که با توجه به هدف سرمایه‌گذار و کوواریانس بین لایه‌ها قابل تبیین می‌باشد. آن‌ها لایه‌های هرم پیشنهادی را با توجه به نسبت میان دارایی ریسکی و بدون ریسک، وجود تورش خانگی و انتظار از رشد و سطح درآمد سرمایه‌گذار تبیین نمودند.

در ایران جمالی و همکاران<sup>۱</sup> ۱۴۰۱ به ارزیابی سوگیری‌های رفتاری مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران با فرایند سلسله‌مراتب تحلیل فازی پرداختند. و اولویت‌بندی سوگیری‌های رفتاری مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاران نشان

<sup>1</sup> Mustafa Yurttadur, Havva Ozcelik

<sup>2</sup> Sujata Kapoor, Jaya M. Prosad

<sup>3</sup> Hanqing Jin and Zun Yu Zhou

<sup>4</sup> Muradoghlu, Altay-Salih, and Mercan

<sup>5</sup> Hurbert Fromlet

<sup>6</sup> Shefrin and Statman

<sup>7</sup> Layered Pyramids

داد که سوگیری اعتماد بیش از حد با وزن ۰/۲۳۵ در رتبه اول قرار، سوگیری بیزاری با وزن ۰/۱۶۸ در رتبه دوم و سوگیری حسابداری ذهنی با وزن ۰/۱۴۹ در رتبه سوم قرار دارد. بایاس در دسترس بودن، با وزن ۰/۱۱۹ در رتبه چهارم، بایاس آژانس با وزن ۰/۱۰۸ در رتبه پنجم، سوگیری پیشیمانی با وزن ۰/۰۹۵ در رتبه ششم، بایاس لنگر با وزن ۰/۰۷۳ در رتبه هفتم و درنهایت، سوگیری گله با وزن ۰/۰۵۴ در رتبه هشتم قرار دارد.

زمانی ۱۴۰۰ به بررسی تورش‌های رفتاری سهامداران عمده نهادی در بورس اوراق بهادار تهران از دیدگاه مالی رفتاری پرداختند. در این پژوهش با استفاده از مبانی نظری، تعداد ۶ تورش رفتاری مشتمل بر زبان‌گریزی، فرا اعتمادی، شهود نمایندگی، خود اسنادی، اثر مالکیت و بوم‌گرایی در بین مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری، از طریق مطالعه مبانی نظری شناسایی و استخراج و تشریح گردیده است.

اصغری و همکاران ۱۳۹۸ به بررسی مالی رفتاری، کاربرد روانشناسی در دانش مالی پرداختند. و نتایج حاکی از آن است که عوامل روان‌شناختی در رفتار مالی افراد تأثیرگذار هستند.

وحدتی و همکاران ۱۳۹۸ مروری بر مالی رفتاری و بررسی آثار آن در بورس اوراق بهادار تهران داشته‌اند. تحقیق آن‌ها می‌تواند راهنمای مناسبی برای سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی در بازار بورس اوراق بهادار باشد تا بتوانند با تکیه بر آن، اقدام به شناسایی و کنترل عوامل رفتاری خویش در بازار نمایندند و در زمان مناسب، رفتار ایمن‌تری از خود نشان دهند.

کریمی نصرت و همکاران ۱۳۹۸ مروری بر تئوری‌های مالی رفتاری و روانشناسی سرمایه‌گذاری داشته‌اند. نتایج حکایت از آن دارد که برخی از سرمایه‌گذاران برای تعیین ارزش سهام از روش‌های کمی استفاده نمی‌کنند قضاوت‌ها مبتنی بر تصورات ذهنی و اطلاعات غیرعلمی و شرایط روانی و احساسی در بورس است.

امانی مطلق و همکاران ۱۳۹۷ به بررسی دیدگاه مالی رفتاری در کارایی بازار سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان می‌دهد با توجه مقدار سطح اهمیت آماره  $t$  برای متغیر شاخص کل بورس و بازار اول و دوم و همچنین دوره بحران که برابر صفر می‌باشد و کمتر از سطح خطای ( $p\text{-value} \leq 0/05$ ) است سطح اهمیت کمتر از ۰/۵/۰ در نتیجه شاخص کل بورس و بازار اول و دوم و همچنین دوره بحران در یک دوره ۱۰ ساله ارتباط مثبت و معناداری با کارایی بازار سهام دارد و دیدگاه مالی رفتاری در کارایی بازار سهام تأثیرگذار است. همچنین ۷۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته یعنی کارایی بازار سهام به تغییرات شاخص‌های بورس در دوره بحران وابسته است.

وارث و همکاران ۱۳۹۷ به تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران در چارچوب مالی رفتاری در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهد که افراد در بازار سرمایه تا حدودی تحت تأثیر خطاهای ادراکی‌اند البته خطاهای ادراکی در افراد مختلف در سطوح متفاوت وجود دارد. به‌منظور تبیین بیشتر عوامل تأثیر حرفه افراد، جنسیت، سن و سابقه فعالیت در بازار سرمایه در اثرپذیری از خطاهای ادراکی سنجیده شده است. خانم‌ها معمولاً بیشتر از آقایان خطاهای ادراکی را تجربه می‌کنند. خطاهای ادراکی خطای قمارباز، جمع‌گرایی در بین کارگزاران بیشتر و خطاهای تمایلی و دسترسی در بین سرمایه‌گذاران بیشتر است. افراد بسته به سن و سابقه حرفه‌ای سطوح مختلفی از خطاهای ادراکی را حین تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری تجربه می‌کنند.

ملک‌زاده و همکاران ۱۳۹۶ به بررسی نظریه‌های مالی رفتاری با استفاده از روندها و انسجام در عملکرد مالی پرداخته‌اند. نتایج نشان داد گرایش احساسی، نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها و تبیین بازده ایفا می‌کند که این امر دارای اهمیت بسیاری است.

گرجی زاده و همکاران ۱۳۹۶ به بررسی اثرات عوامل مالی رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران انفرادی پرداختند. نتایج به‌دست‌آمده نیز حاکی از این موضوع است که به ترتیب میزان بازده جاری کسب‌شده سرمایه‌گذار در بورس، پس‌انداز، سال‌های حضور در بورس، درآمد و افق سرمایه‌گذاری بیشترین تأثیر را روی حجم سرمایه‌گذاری افراد در بورس اوراق بهادار دارا می‌باشند.

اردلانی و همکاران ۱۳۹۵ به بررسی تأثیر بازارهای قراردادهای آتی بر رویکرد مالی رفتاری پرداختند. نتایج نشان داد که، قراردادهای آتی تأثیر معناداری بر مالی رفتاری داشته است و از بین فرضیات فرعی قرارداد آتی اوراق بهادار در رتبه اول، قرارداد آتی بورس کالای ایران در رتبه دوم، قرارداد آتی نرخ سود در رتبه سوم و قرارداد آتی نرخ ارز در رتبه چهارم و آخر قرار گرفته و کمترین میزان تأثیر را به نسبت ابعاد دیگر بر رویکرد مالی رفتاری داشته است.

### ۳- روش پژوهش

#### ۳-۱. جامعه آماری، روش نمونه‌گیری و شیوه گردآوری اطلاعات

جامعه آماری این تحقیق خیرگان، مدیران، مشاوران و صاحب‌نظران در امور مالی می‌باشند. که به علت عدم دسترسی به تمامی افراد جامعه مورد مطالعه تنها دسترسی به تعداد ۱۶۰ نفر از آن‌ها میسر گردید و با استفاده از فرمول نمونه‌گیری کوکران، نمونه‌گیری صورت گرفت.

در این تحقیق از روش نمونه‌گیری تصادفی ساده استفاده شده است. با توجه به نامعلوم بودن انحراف معیار جامعه و در دسترس نبودن شواهد کافی مبنی بر برخوردار بودن توزیع جامعه آماری از توزیع نرمال، از تخمین نسبت موفقیت در جامعه استفاده می‌کنیم. برای نمونه‌گیری از فرمول کوکران با  $N=160$  استفاده شده است.

#### ۳-۲. روش پژوهش

از آن جهت که نتایج به‌دست‌آمده از این تحقیق، به‌منظور آگاهی مدیران و فعالان حوزه مالی کشور خصوصاً شرکت‌های بورسی در جهت شناسایی مدل سوگیری‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد، لذا این تحقیق از نظر هدف از نوع تحقیقات کاربردی است. از آن جهت که داده‌های لازم برای بررسی معناداری نظرات اعضای نمونه انتخابی، از طریق پرسشنامه میدانی به دست خواهد آمد، لذا این تحقیق از نوع تحقیقات میدانی است.



#### ۴- فرضیه‌های پژوهش

- ۱) سوگیری احساسی داشته بیش نگری سرمایه‌گذاران بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر می‌باشد.
- ۲) سوگیری احساسی کوتاه نگری سرمایه‌گذاران بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر می‌باشد.
- ۳) سوگیری احساسی بهینه بینی سرمایه‌گذاران بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر می‌باشد.
- ۴) سوگیری احساسی سازگار گرابی سرمایه‌گذاران بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر می‌باشد.

#### ۵- یافته‌های پژوهش

##### آمار توصیفی

نتایج به‌دست‌آمده از پرسش‌نامه‌های پژوهش حاکی از آن است که میانگین متغیر سوگیری احساسی داشته بیش نگری ۳/۸۷۴ می‌باشد همچنین میانگین متغیر سوگیری احساسی کوتاه نگری ۳/۸۵۴ به‌دست‌آمده است و به‌علاوه میانگین متغیر سوگیری احساسی سازگار گرابی ۴/۰۲۳ است.

جدول شماره ۱ میانگین و انحراف معیار متغیرهای پژوهش

انحراف معیار	میانگین	
۰/۵۹۶۲	۳/۸۷۴	سوگیری احساسی داشته بیش نگری
۰/۶۰۳۲	۳/۸۵۴	سوگیری احساسی کوتاه نگری
۰/۵۹۸۶	۳/۷۹۵	سوگیری احساسی بهینه بینی
۰/۶۵۳۲	۴/۰۲۳	سوگیری احساسی سازگار گرابی

#### روایی و پایایی

پایایی سازه معیاری است برای تعیین سازگاری درونی متغیرهای آشکار. به این معنی که اگر عدد بزرگی برای آن محاسبه شود به این معناست که تمام معیارها به‌طور سازگاری نشان‌دهنده موضوع واحدی هستند. این معیار به مفهوم آلفای کرونباخ نیز شباهت دارد. پایایی بر مبنای مربع مجموع بارهای عاملی یک سازه بیان می‌گردد. این مقدار بر اساس منابع معتبر باید بزرگ‌تر از ۰/۷ باشد تا بتوان ادعا کرد، سازگاری درونی میان داده‌ها وجود دارد.

جدول شماره ۲ پایایی ترکیبی و آلفای کرونباخ

پایایی ترکیبی	آلفای کرونباخ	
۰/۷۸۴	۰/۷۵۹	سوگیری احساسی داشته بیش نگری
۰/۷۶۱	۰/۸۵۳	سوگیری احساسی کوتاه نگری
۰/۷۹۸	۰/۸۶۱	سوگیری احساسی بهینه بینی
۰/۸۱۴	۰/۷۸۵	سوگیری احساسی سازگار گرای

همان‌طور که در جدول بالا ملاحظه می‌شود کلیه مقادیر پایایی ترکیبی و ضریب آلفای کرونباخ بالای ۰/۷ می‌باشد در نتیجه پایایی ابزار تأیید گردید و از اعتبار بالای پرسشنامه حکایت داشتند.

جدول شماره ۳ نتایج میانگین واریانس‌های استخراجی (AVE)

نتایج میانگین واریانس‌های استخراجی	
۰/۶۸۴	سوگیری احساسی داشته بیش نگری
۰/۶۷۳	سوگیری احساسی کوتاه نگری
۰/۸۱۲	سوگیری احساسی بهینه بینی
۰/۷۶۸	سوگیری احساسی سازگار گرای

همان‌طور که در جدول نشان داده شده است تمامی مقادیر میانگین واریانس‌های استخراجی تقریباً از مقدار ۰/۵ بالاتر هستند، در نتیجه دومین شرط روایی همگرا نیز تأیید گردید.

جدول شماره ۴ نتایج ضریب تعیین R2، اندازه اثر F2 و معیار پیش‌بینی کننده‌ی Q2

Q2	F2	R2	
۰/۳۸۴	۰/۲۶۴	۰/۶۵۲	سوگیری احساسی داشته بیش نگری
۰/۳۳۶	۰/۲۵۵	۰/۵۵۴	سوگیری احساسی کوتاه نگری
۰/۳۷۴	۰/۲۴۱	۰/۵۸۹	سوگیری احساسی بهینه بینی
۰/۳۶۰	۰/۲۵۸	۰/۷۷۸	سوگیری احساسی سازگار گرای

برای برازش مدل درونی از ضرایب مسیر، R2، F2، Q2 استفاده می‌شود ضرایب مسیر در آزمون فرضیات بررسی شده است. ضریب تعیین نشان می‌دهد ارتباط قوی بین متغیرهای تحقیق وجود دارد. اندازه اثر یا F2 به معنای توان تبیین‌کنندگی مدل می‌باشد و رابطه‌ی بین سازه‌های مدل را تعیین می‌کند که مقادیر ۰/۰۲، ۰/۱۵ و ۰/۳۵ به ترتیب نشان از اندازه تأثیر کوچک، متوسط و بزرگ یک سازه بر سازه دیگر دارد. که توان پیش‌بینی‌کنندگی تمامی مدل‌های این تحقیق در رده بزرگ قرار دارند. شاخص دیگری که در این مرحله مورد بررسی قرار می‌گیرد شاخص

توان پیش‌بینی کنندگی Q2 مدل می‌باشد که درصد واریانس شاخص‌ها را در بین سایر شاخص‌های یک متغیر نشان می‌دهد. Q2 بالا نشان‌دهنده قدرت پیش‌بینی بالای مدل است.

جدول شماره ۵ شاخص‌های برازش مدل اصلی پژوهش

شاخص‌های برازش	کمیت فرضیه اول	کمیت فرضیه دوم	کمیت فرضیه سوم	کمیت فرضیه چهارم	مقدار مطلوب
شاخص SRMR	۰/۰۵	۰/۰۴	۰/۰۳	۰/۰۷	کمتر از ۰/۰۸
شاخص rms Theta	۰/۰۸۹	۰/۱۰۱	۰/۰۹۷	۰/۰۸۸	کمتر از ۰/۱۲
شاخص NFI	۰/۹۵۵	۰/۹۳۶	۰/۹۴۵	۰/۹۳۲	بیشتر از ۰/۹

همان‌طور که در جدول مشخص است کلیه مقدار به‌دست‌آمده برای شاخص‌های برازش در حد قابل قبولی می‌باشند بر این اساس برازش کلیت مدل تائید گردید. حال به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته می‌شود.

جدول شماره ۶ نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

آماره t	ضریب مسیر	فرضیه
۱۱/۸۱۷	۰/۸۱۴	۱. سوگیری احساسی داشته بیش نگرى سرمایه‌گذاران بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر می‌باشد.
۲/۱۱۷	۰/۲۴۹	۲. سوگیری احساسی کوتاه نگرى سرمایه‌گذاران بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر می‌باشد.
۲/۰۸۴	۰/۱۹۳	۳. سوگیری احساسی بهینه بینى سرمایه‌گذاران بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر می‌باشد.
۲/۸۱۱	۰/۱۹۴	۴. سوگیری احساسی سازگار گرایى سرمایه‌گذاران بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر می‌باشد.

با توجه به آماره تی که سطح معنی‌داری آن کمتر از ۵ صدم می‌باشد می‌توان بیان داشت که ۱. سوگیری احساسی داشته بیش نگرى سرمایه‌گذاران بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر می‌باشد. ۲. سوگیری احساسی کوتاه نگرى سرمایه‌گذاران بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر می‌باشد. ۳. سوگیری احساسی بهینه بینى سرمایه‌گذاران بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر می‌باشد. ۴. سوگیری احساسی سازگار گرایى سرمایه‌گذاران بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر می‌باشد.

متغیرهای نهایی شده مربوط به مؤلفه‌های رفتاری مؤثر بر نوسانات قیمت سهام شرکت‌ها  
متغیرهای شناسایی شده در زمینه مؤلفه‌های رفتاری مؤثر بر نوسانات قیمت سهام شرکت‌ها که جهت طراحی مدل  
به کار گرفته شده‌اند در جدول زیر آمده است.

منبع	گویه فرعی	ردیف	گویه اصلی
ویلیم فوربس ۲۰۰۹ و بیچ من و همکاران ۲۰۱۸ و لوسی و همکاران ۲۰۱۰ و میشل و همکاران ۲۰۱۱، چاچمین و همکاران ۲۰۰۱، تیم ریچارد و همکاران ۲۰۱۴، میشل ۲۰۱۲، ادوین و همکاران ۲۰۱۳، میشل ۲۰۲۱، میشل ۲۰۱۱	آیا اوراق بهاداری که به شما ارت رسیده است را حفظ و نگهداری می‌نمایید؟	۱	سوگیری احساسی داشته بیش نگری
	آیا از پیامدهای مالیاتی اوراق بهاداری که به شما به ارت رسیده است هراس دارید؟	۲	
	آیا اوراق بهاداری که خریداری کرده‌اید و هم کنون در تملک خود دارید را حفظ می‌کنید؟	۳	
	آیا نمی‌خواهید متحمل هزینه معاملات در رابطه با فروش اوراق بهادار به ارت رسیده شده یا خریداری شده گردید؟	۴	
	آیا اوراق نگهداری شده باعث ایجاد عملکردی ضعیف و غیرعقلانی در رابطه با سرمایه‌گذاری شما شده است؟	۵	
ویلیم فوربس ۲۰۰۹ و بیچ من و همکاران ۲۰۱۸ و لوسی و همکاران ۲۰۱۰ و میشل و همکاران ۲۰۱۱، چاچمین و همکاران ۲۰۰۱، تیم ریچارد و همکاران ۲۰۱۴، میشل ۲۰۱۲، ادوین و همکاران ۲۰۱۳، میشل ۲۰۲۱، میشل ۲۰۱۱	آیا میزان پس‌انداز شما به نظر خودتان کافی نمی‌باشد؟	۶	سوگیری احساسی کوتاه نگری
	آیا برنامه سرمایه‌گذاری مناسبی در سهام برای بازنشستگی خود دارید؟	۷	
	آیا میزان ریسک در پرتفوی سرمایه‌گذاری شما زیاد است؟	۸	
	آیا سرمایه‌گذاری‌های شما در دارایی‌های مختلف دارای توازن است؟	۹	
	آیا شما دارایی‌های با درآمد جاری مستمر را ترجیح می‌دهید؟	۱۰	
	آیا اصول اساسی دانش مالی از جمله ارزش زمانی پول و رفتارهای نظم‌دهنده مشابهی که می‌توانند به خلق ارزش در بلندمدت منجر شود برای آینده ندارید؟	۱۱	
	آیا سرمایه‌گذاری‌های شما دارای نظم و انضباط نمی‌باشد؟	۱۲	
ویلیم فوربس ۲۰۰۹ و بیچ من و همکاران ۲۰۱۸ و لوسی و همکاران ۲۰۱۰ و میشل و همکاران ۲۰۱۱، چاچمین و همکاران	من همیشه به آینده‌ام خوش‌بین هستم؟	۱۳	سوگیری احساسی بهینه بینی
	در مواقع نامشخص معمولاً انتظار بهترین‌ها را دارم؟	۱۴	
	به‌طور کلی، من انتظار دارم که اتفاقات خوب برای من بیفتد تا بد؟	۱۵	
	آیا سهام شرکت برای صندوق بازنشستگی خریداری شده است؟	۱۶	
	آیا بازده اکتسابی شما به اندازه بازده بازار بوده است؟	۱۷	

منبع	گویه فرعی	ردیف	گویه اصلی
۲۰۰۱، تیم ریچارد و همکاران ۲۰۱۴، میشل ۲۰۱۲، ادوین و همکاران ۲۰۱۳، میشل ۲۰۲۱، میشل ۲۰۱۱	آیا به تخمین‌های زده‌شده در رابطه با سود و گزارش‌های شرکتی تکیه بیش‌ازحد داشته‌اید؟	۱۸	
	آیا خود را فردی بالاتر از حد متوسط در رابطه با سرمایه‌گذاری نسبت به سایرین پنداشته‌اید؟	۱۹	
	آیا در نزدیکی منطقه جغرافیایی خود سرمایه‌گذاری نموده‌اید؟	۲۰	
	آیا به چشم‌انداز سرمایه‌گذاری مکان جغرافیایی محلی خود خوش‌بین هستید؟	۲۱	
ویلیام فوربس ۲۰۰۹ و بچ من و همکاران ۲۰۱۸ و لوسی و همکاران ۲۰۱۰ و میشل و همکاران ۲۰۱۱، جاچمین و همکاران ۲۰۰۱، تیم ریچارد و همکاران ۲۰۱۴، میشل ۲۰۱۲، ادوین و همکاران ۲۰۱۳، میشل ۲۰۲۱، میشل ۲۰۱۱	آیا اوراق بهادار زیان ده خود را (که منطقاً باید بفروشید) نگهداری می‌کنید؟ چرا که تمایل دارید از یک ناراحتی ذهنی ناشی از پذیرفتن تصمیمات نادرست اجتناب ورزید؟	۲۲	سوگیری احساسی سازگار گرابی
	آیا به سرمایه‌گذاری‌های انجام‌شده خود که با کاهش ارزش مواجه است ادامه می‌دهید، فقط به این منظور که تصمیم قبلی خود را تأیید کنید، بدن اینکه در این مورد به‌طور عینی، بی‌غرضانه و مستدل قضاوت کنید؟	۲۳	
	به نظر شما ادامه دادن سرمایه‌گذاری در یک موقعیت پرمخاطره برای رسیدن به نقطه سربه‌سر لازم است؟	۲۴	

### مدل نهایی سوگیری‌های احساسی سرمایه‌گذاران مؤثر بر نوسانات قیمت سهام

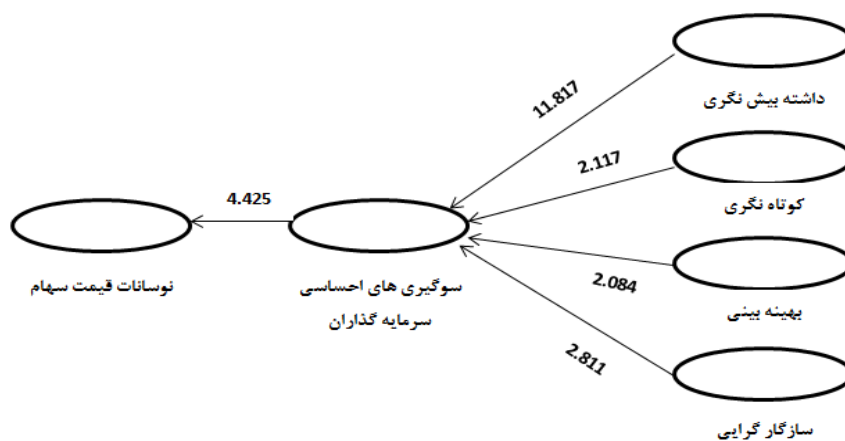
H0: سوگیری‌های احساسی سرمایه‌گذاران مؤثر بر نوسانات قیمت سهام شرکت‌ها تأثیرگذار نمی‌باشند.

H1: سوگیری‌های احساسی سرمایه‌گذاران مؤثر بر نوسانات قیمت سهام شرکت‌ها تأثیرگذار می‌باشند.

نتایج مربوط به این فرضیه در دو حالت ضرایب استاندارد و ضرایب معناداری ارائه گردیده است و با توجه به نتایج این دو حالت که در شکل‌های زیر مشخص می‌باشند و همچنین خلاصه این دو شکل که در جدول زیر آمده است نتیجه فرضیه مشخص شده است.



نمودار ۱ نتایج فرضیه سوگیری های احساسی سرمایه‌گذاران مؤثر بر نوسانات قیمت سهام در حالت معناداری



نمودار ۲ نتایج فرضیه سوگیری های احساسی سرمایه‌گذاران مؤثر بر نوسانات قیمت سهام در حالت استاندارد

جدول ۶ خلاصه نتایج فرضیه سوگیری های احساسی سرمایه‌گذاران مؤثر بر نوسانات قیمت سهام

نتیجه فرض H0	سطح معنی‌داری	مقدار تی	ضریب مسیر	
رد فرض صفر	۰/۰۰۰	۱۱/۸۱۷	۰/۸۱۴	تأثیر سوگیری احساسی داشته بیش نگری بر نوسانات قیمت سهام شرکت‌ها
رد فرض صفر	۰/۰۰۰	۲/۱۱۷	۰/۲۴۹	تأثیر سوگیری احساسی کوتاه نگری بر نوسانات قیمت سهام شرکت‌ها

نتیجه فرض H0	سطح معنی‌داری	مقدار تی	ضریب مسیر	
رد فرض صفر	۰/۰۰۰	۲/۰۸۴	۰/۱۹۳	تأثیر سوگیری احساسی بهینه بینی بر نوسانات قیمت سهام شرکت‌ها
رد فرض صفر	۰/۰۰۰	۲/۸۱۱	۰/۱۹۴	تأثیر سوگیری احساسی سازگار گرای بر نوسانات قیمت سهام شرکت‌ها

همان‌طور که نتایج نشان داده است سوگیری‌های احساسی سرمایه‌گذاران مؤثر بر نوسانات قیمت سهام تأثیر مثبت و معنادار می‌باشد و همچنین ضریب  $t$  به‌دست‌آمده دارای سطح معنی‌داری نیز کمتر از ۵ صدم می‌باشد لذا با اطمینان بالای ۹۵ درصد می‌توان گفت که سوگیری‌های احساسی سرمایه‌گذاران مؤثر بر نوسانات قیمت سهام شرکت‌ها شامل سوگیری احساسی داشته بیش نگری، سوگیری احساسی کوتاه نگری، سوگیری احساسی بهینه بینی، سوگیری احساسی سازگار گرای بر نوسانات قیمت سهام شرکت‌ها تأثیرگذار می‌باشند.

#### ۶- بحث و نتیجه‌گیری

در این تحقیق به تبیین مدل سوگیری‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. نتایج حاصل شده از آزمون فرضیه‌های تحقیق به‌صورت کلی نشان داد که عوامل رفتاری شامل سوگیری احساسی داشته بیش نگری، سوگیری احساسی کوتاه نگری، سوگیری احساسی بهینه بینی، سوگیری احساسی سازگار گرای بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار می‌باشند. سوگیری احساسی داشته بیش نگری با نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران دارای ضریب مسیر (ضریب همبستگی) به میزان ۰.۸۱۴ و مقدار آماره  $t$  برابر با ۱۱.۸۱۷ می‌باشد که سطح معنی‌داری آن ۰.۰۰۰ می‌باشد که کمتر از ۰.۰۵ می‌باشد و بنابراین سوگیری احساسی داشته بیش نگری بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار می‌باشند. همچنین سوگیری احساسی کوتاه نگری بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار می‌باشند و دارای ضریب مسیر (ضریب همبستگی) به میزان ۰.۲۴۹ و مقدار آماره  $t$  برابر با ۲.۱۱۷ می‌باشد که سطح معنی‌داری آن ۰.۰۰۰ می‌باشد که کمتر از ۰.۰۵ می‌باشد و بنابراین سوگیری احساسی کوتاه نگری بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار می‌باشند. و نیز سوگیری احساسی بهینه بینی سرمایه‌گذاران بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار می‌باشند و دارای ضریب مسیر (ضریب همبستگی) به میزان ۰.۱۹۳ و مقدار آماره  $t$  برابر با ۲.۰۸۴ می‌باشد که سطح معنی‌داری آن ۰.۰۰۰ می‌باشد که کمتر از ۰.۰۵ می‌باشد و بنابراین سوگیری احساسی بهینه بینی سرمایه‌گذاران بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار می‌باشند. و نیز سوگیری احساسی سازگار گرای سرمایه‌گذاران بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار می‌باشند و دارای ضریب مسیر (ضریب همبستگی) به میزان ۰.۱۹۴ می‌باشد و مقدار آماره  $t$  برابر با ۲.۸۱۱ می‌باشد که سطح معنی‌داری آن ۰.۰۰۰ می‌باشد که کمتر از ۰.۰۵ می‌باشد و بنابراین سوگیری احساسی سازگار گرای سرمایه‌گذاران بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار می‌باشند.

نتایج حاصل شده از تحقیق نتایج حاصل شده از تحقیق مانچوا ۲۰۲۰، مصطفی و همکاران ۲۰۱۹، مارتین لک (۲۰۰۶)، کریمی نصرت و همکاران ۱۳۹۸، غیب لو و همکاران ۱۳۹۳ هم‌راستا با نتایج حاصل شده از این تحقیق می‌باشد.

هدف اصلی از انجام این تحقیق تبیین مدل سوگیری‌های احساسی سرمایه‌گذاران مؤثر بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که تأکید اصلی آن بر چهار سوگیری است.

تشریح مساعی بین علوم مالی و علوم اجتماعی که با عنوان رفتار مالی شناخته می‌شود، باعث ژرف‌تر شدن دانش ما از بازارهای مالی، شده است. حضور علوم نامبرده در مباحث مالی مشاوران مالی را تبدیل به پزشکان مالی کرده است. میر استتمن به مشاوران مالی توصیه می‌کند: الگوی پزشکان را پیروی کنید: بپرسید، گوش کنید، تشخیص دهید، آموزش دهید و معالجه کنید. مشاوران مالی که به‌عنوان پزشک عمل می‌کنند، دانش مالی خود را با توانایی راهنمایی ارباب‌رجوع ترکیب می‌کنند. به دیگر سخن آن‌ها درباره ریسک و بازده فکر نمی‌کنند، بلکه درباره ترس، اشتیاق و اشتباهاتی که احتمالاً در مورد ارباب‌رجوع مرتکب خواهند شد، می‌اندیشند. همان‌گونه که پزشکان بهداشت و رفاه افراد را ارتقا می‌بخشند، مشاوران مالی نیز ثروت و رفاه افراد را بالا می‌برند. انقلاب الکترونیکی در ارتباطات، که مهم‌ترین رویداد دوران ماست، باعث دگرگونی کامل نهادهای مالی در آینده خواهد شد، بنابراین قدر مسلم این است که ما باید از تمام ذخایر علمی خود استفاده کنیم تا مطمئن شویم که این دگرگونی منجر به زندگی بهتری برای همه ما می‌شود و این بدین معنا است که ما باید هم نظریه‌های رفتاری و هم نظریه‌های نئوکلاسیک را به کار بگیریم.

با توضیحی که درباره نظریه‌های رفتار مالی ارائه شد، ناگفته پیداست که عامل تعیین‌کننده در اثربخش بودن یا نبودن این دسته نظریه‌ها خود سرمایه‌گذار است. میلتنون فریدمن معتقد است تنها کسی که به‌درستی می‌تواند شمارا متقاعد کند خود شما هستید و این خود شما هستید که باید مباحث را سر فرصت در ذهن خود تغییر دهید. بنابراین نظریه‌های کمی و بسیار دقیق که در متون علمی و درسی دیده می‌شوند، برای کارا تر شدن بازارها شرط لازم‌اند، اما قطعاً شرط کافی برای بازار کارا، سرمایه‌گذاران کارا هستند، یعنی سرمایه‌گذارانی که سوگیر نیستند و مشاورانشان پزشکان مالی هستند.

با توجه به نتایج به‌دست‌آمده از تحقیق، می‌توان این‌گونه پیشنهاد نمود که سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران در هنگام تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری‌های خود با در نظر گرفتن شرایط بازار و همچنین اطلاعات مالی شرکت‌ها و همچنین با استفاده از تجزیه و تحلیل‌های تکنیکال و فاندامنتال به سرمایه‌گذاری در سهام بپردازند و از سرمایه‌گذاری‌های احساسی و به‌دوراز منطق خودداری نمایند تا آن‌ها نیز در امواج رفتارهای احساسی گرفتار نشوند.

سوگیری‌های داشته بیش نگری، کوتاه نگری، بهینه بینی و سازگار گرایی از زبان‌آورترین سوگیری‌هایی است که سرمایه‌گذاران بروز می‌دهند؛ زیرا عدم درک ریسک از دست دادن سرمایه، انجام معامله در دفعات مکرر و یا انجام معامله برای یافتن سهام داغ و پر معامله آتی و در اختیار داشتن یک پرتفوی غیر متنوع، همگی مخاطرات جدی برای سرمایه به دنبال دارد. برای اینکه سرمایه‌گذاران در این دام رفتاری گرفتار نشوند هر موقع که ادعا



می‌کنند که توانایی پیش‌بینی سهم‌های داغ آتی را دارند، آن‌ها باید عملکرد تاریخی چند سال اخیر خود را مرور کنند در این صورت اگر نه همیشه، ولی در اغلب موارد، عملکرد ضعیفی مشاهده خواهند کرد که این خود باعث می‌شود آن‌ها از افتادن در این دام رفتاری دوری کنند. نکته مهم در ارتباط با سوگیری‌های داشته بیش نگری، کوتاه نگری، بهینه بینی و سازگار گرایی این است که، از آنجایی که همه آن‌ها سوگیری احساسی هستند، اطلاعات به‌روز شده، غالباً می‌تواند به سرمایه‌گذاران در درک نادرست بودن روش آن‌ها کمک کند. یکی از پیامدهای ضمنی رایج در سوگیری‌های احساسی داشته بیش نگری، کوتاه نگری، بهینه بینی و سازگار گرایی، عدم وجود آینده‌نگری واقعی است.

برای اصلاح باورها و متعاقباً رفتارها و تصمیم‌های ناصحیح راهکارهایی مانند ارائه گزارش شفاف از عملکرد، فعالیت‌ها و چشم‌انداز شرکت (احیای پاسخگویی)، انتصاب مدیران کارآمد، آموزش از طریق رسانه ملی، آموزش اصول اولیه اقتصاد و سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاران به‌صورت رایگان و قابل‌فهم، اهتمام جدی به توییح و جریمه متقلب متناسب با جرم، پایبندی کامل به ویژگی‌های کیفی اطلاعات، ارائه صورتهای مالی متناسب با شرایط تورم، نظارت جدی بر معاملات اشخاص وابسته، شفاف‌سازی پیشینه مدیران، تقویت و معرفی ماهیت نهادهای مالی واسط و کارکرد آن‌ها و نظارت مستمر، دقیق و همه‌جانبه بر عملکرد این مؤسسه‌ها توسط سازمان بورس، تدوین مقررات بایات و دارای ضمانت اجرایی در جهت حفظ امنیت سرمایه‌گذاری، ایجاد نهادهایی صرفاً برای مشاوره در زمینه مسائل مالی و سرمایه‌گذاری، اصلاح ساختارهای بازار از طریق اصلاح عملکرد سازمان بورس و اعطای اختیارات و استقلال لازم، کنترل تورم برای ایجاد ثبات اقتصادی، تقویت حرفه حسابرسی و نظارت به‌منظور افزایش اعتماد سرمایه‌گذار و در بلندمدت اصلاح باورهای فرهنگی، خصوصی‌سازی، ترغیب و تشویق افراد به مطالعه و کسب دانش اقتصادی و آگاهی نسبت به سویه‌ها و پاک‌سازی بازار سرمایه از اهداف سیاسی پیشنهاد می‌شود که طبیعتاً پیامدهایی چون افزایش آگاهی نسبت به امور مالی و اقتصاد، کاهش فساد و سوءاستفاده، ارتقای امنیت سرمایه‌گذاری و گرایش بیشتر به بازار سرمایه، ایجاد اعتماد به صورتهای مالی، گرایش بیشتر به سمت صندوق‌ها، سبد گردان‌ها و سایر نهادهای مالی واسط، افزایش اعتماد به نهادهای مسئول (ناظر، مجری، قضا) و حرکت به سمت اقتصاد بازار آزاد را در پی خواهد داشت.

### فهرست منابع

- \* اردلانی، بابک؛ سیران چناره و عطاله محمدی، ۱۳۹۵، بررسی تأثیر بازارهای قراردادهای آتی بر رویکرد مالی رفتاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران، سومین کنفرانس بین‌المللی اقتصاد، مدیریت، حسابداری با رویکرد ارزش آفرینی، شیراز، موسسه آموزشی مدیران خبره نارون،
- \* اصغری، علی اصغر و مینو سلیمی باهر، ۱۳۹۸، مالی رفتاری، کاربرد روانشناسی در دانش مالی، اولین کنفرانس بین‌المللی و ملی مطالعات مدیریت، حسابداری و حقوق، تهران، موسسه پژوهشی مدیریت مدبر،

- \* امانی مطلق، مریم و محمود بخشی نژاد، ۱۳۹۷، بررسی دیدگاه مالی رفتاری در کارایی بازار سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس بین‌المللی تحولات نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، تهران، موسسه آموزش عالی علامه خویی (ره) - شرکت بین‌المللی کوش،
- \* جمالی، حسین، & بختیاری، مسعود. (۱۴۰۱). ارزیابی سوگیری‌های رفتاری مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران با فرایند سلسله‌مراتب تحلیل فازی. مطالعات اخلاق و رفتار در حسابداری و حسابرسی، (۳۱)، ۸۵-۱۱۴.
- \* زمانی، فرزاد، ۱۴۰۰، بررسی تورش‌های رفتاری سهامداران عمده نهادی در بورس اوراق بهادار تهران از دیدگاه مالی رفتاری، دهمین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و توسعه،
- \* کریمی نصرت، پرستو و روزین صالحی آزاد، ۱۳۹۸، مروری بر تئوری‌های مالی رفتاری و روانشناسی سرمایه‌گذاری، چهارمین همایش بین‌المللی مدیریت، حسابداری، اقتصاد و علوم اجتماعی، همدان، دبیرخانه دائمی کنفرانس،
- \* گرجی زاده، داود، خان محمدی، محمد حامد. (۱۳۹۶). بررسی اثرات عوامل مالی رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران انفرادی. دانش سرمایه‌گذاری، ۶(۲۴)، ۲۷۵-۲۹۲.
- \* ملک‌زاده، یوسف و عبدالله صدقی، ۱۳۹۶، نظریه‌های مالی رفتاری با استفاده از روندها و انسجام در عملکرد مالی، اولین کنفرانس ملی نقش حسابداری، اقتصاد و مدیریت، تبریز، موسسه آموزش عالی علم و فن آوری شمس،
- \* وارث، حامد و محمدجواد بناءزاده، ۱۳۹۷، تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران در چارچوب مالی رفتاری در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش‌های کاربردی در مدیریت و حسابداری ۳ (۱۲)،
- \* وحدتی، مسعود و محمدحسین عبدالرحیمیان، ۱۳۹۸، مروری بر مالی رفتاری و بررسی آثار آن در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس ملی تحقیقات بنیادین در مدیریت و حسابداری، تهران-دانشگاه شهید بهشتی -دانشکده مدیریت و حسابداری، دبیرخانه دائمی کنفرانس،

- \* Daniel Kahneman and Amos Tversky, 1979 "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk" *Econometrica* 47: 263-291.
- \* Haigh, M., & List, J. (2013). Do professional traders exhibit myopic loss aversion? An experimental analysis. *Journal of Finance*
- \* Jinwu Zhuo, Xinmiao Li, Changrui Yu 2021 "Parameter behavioral finance model of investor groups based on statistical approaches" *The Quarterly Review of Economics and Finance* 6 February 2021 Volume 80 (Cover date: May 2021) Pages 74-79
- \* Jessica Paule-Vianez, Raúl Gómez-Martínez, Camilo Prado-Román 2020 "A bibliometric analysis of behavioural finance with mapping analysis tools" *European Research on Management and Business Economics* 3 February 2020 Volume 26, Issue 2 (Cover date: May-August 2020) Pages 71-77
- \* Jin, Hanqing, and Xun Yu Zhou, (2008) "Behavioral Portfolio Selection in Continuous Time", *Mathematical Finance*, Vol. 18, No. 3, pp. 385-426.
- \* Manchuna Shanmuganathan 2020 "Behavioural finance in an era of artificial intelligence: Longitudinal case study of robo-advisors in investment decisions" *Journal of Behavioral and Experimental Finance* Volume 27 September 2020 Article 100297

- \* Muradoghlu, Yaz Gulnur, Altay-Salih, Aslihan, and Muhammet Mercan, (2005) "A Behavioral Approach to Efficient Portfolio Formation", The Journal of Behavioral Finance, Vo. 6, No. 4.
- \* Mustafa Yurttadur, Havva Ozcelik 2019 " Evaluation of the Financial Investment Preferences of Individual Investors from Behavioral Finance: The Case of Istanbul" Procedia Computer Science Volume 158 2019 Pages 761-765
- \* Shefrin Hersh and M. Statman (2000), "Behavioral Portfolio Theory", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 55, No. 6.
- \* Sujata Kapoor, Jaya M. Prosad 2017 " Behavioural Finance: A Review" Procedia Computer Science Volume 122 2017 Pages 50-5
- \* YanFang, Jie Yuan, J. Jimmy Yang, Shangjun Ying 2022 "Crash-based quantitative trading strategies: Perspective of behavioral finance" Finance Research Letters 30 May 2021 Volume 45 (Cover date: March 2022) Article 102185

**Explaining the model of investors' emotional biases affecting  
stock price fluctuations in Tehran Stock Exchange  
(By relying on the biases of Endowment, self-control,  
Optimism and Cognitive Dissonance)**

**Mahdi Abbasi Asl**

PhD student, Department of Financial Management, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran

**Mohammad Reza Rostami**

Assistant Professor, Department of Management, Faculty of Social Sciences and Economics, Al-Zahra University, Tehran, Iran.(Corresponding Author)

**Mehrzad minoi**

Associate Professor, Department of Financial Management, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran

**Abstract**

One of the most vital research programs of financial knowledge today, which is at the forefront of rejecting the theory of efficient markets, is financial behavior theory, which is the cause of joint efforts between financial sciences and social sciences and has deepened our knowledge of financial markets. Today's financial topics, which we are going to explain, describe and compare, are called financial behavior, which in simple terms is a pattern of thinking in which markets use patterns consisting of social sciences, psychology, finance and several other disciplines. They are studied, and in other words, economic agents are not rational in behavioral patterns contrary to neoclassical theories, but are normal either because of their preferences or because of cognitive biases. The purpose of this study is to design and explain a model for identifying behavioral factors affecting stock price fluctuations in the Tehran Stock Exchange. This research is applied in terms of purpose and in terms of working method is a type of survey research. The data of this research were analyzed using SmartPLS software. The results of the study showed that the emotional bias of short-sightedness, the emotional bias of optimism and the emotional bias of adaptation affect the fluctuations of stock prices of companies.

**Keywords:** Emotional biases, stock price fluctuations, behavioral biases