



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۳ / شماره ۱ (پیاپی ۴۹) / بهار ۱۴۰۳
صفحه ۱۵۳ تا ۱۷۰

ارزیابی تاثیر انگیزش نمایندگی مدیران بر انتخاب پرتفوی سرمایه گذاری در چارچوب تئوری چشم انداز

نجف کرمی

دانشجوی دکترای حسابداری، گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران
n_kpnu@yahoo.com

رسول عبدی

استادیار گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران
abdi_rasool@yahoo.com

نادر رضایی

استادیار گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران
naderrezaeimiyandoab@gmail.com

عسگر پاک مرام

استادیار گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران
pakmaram@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۹/۱۰/۲۸ تاریخ پذیرش: ۹۹/۱۲/۱۳

چکیده

تئوری نمایندگی عمدتاً به تضاد منافع موجود بین مدیریت و مالکیت اشاره دارد که ممکن است با وجود مشوق در قرارداد، مدیران رفتار متفاوتی در سرمایه گذاری داشته باشند. براین اساس، در مقاله حاضر ضمن بررسی مفاهیم مالی رفتاری، تئوری پرتفوی رفتاری تبیین شده و سپس به ارزیابی تاثیر انگیزش نمایندگی مدیران بر انتخاب پرتفوی سرمایه گذاری در چارچوب تئوری چشم انداز پرداخته شده است. در پژوهش حاضر داده های ده ساله بازدهی شاخص قیمت و باردهی نقدی بورس اوراق بهادار از ابتدای سال ۱۳۸۹ تا پایان سال ۱۳۹۸ مورد استفاده قرار گرفته و ضمن تفکیک داده های آزمون به دویخس داده های آزمون و ارزیابی براساس بازدهی های سه ماهه هفت سال اول، پرتفوی رفتاری پیشنهادی مبتنی بر انگیزش و تئوری چشم انداز تشکیل و محاسبه بازدهی و ریسک برای ۸۴ پرتفوی پیشنهادی برای دوره سه ساله آتی مورد بررسی قرار گرفته است. آزمون آماری فرضیه های تحقیق در سطح خطای ۵ درصد حاکی از آنست هرچند بازدهی پرتفوی حاصله در دومدل کلاسیک و رفتاری تفاوت معناداری نداشته لیکن ریسک پرتفوی مالی رفتاری کمتر از ریسک پرتفوی کلاسیک بوده است.

واژه‌های کلیدی: انتخاب پرتفوی، تئوری چشم انداز، انگیزش نمایندگی.

۱- مقدمه

مطالعات پیشین نشان می‌دهد که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران می‌تواند تصمیمات پرتفوی سرمایه‌گذاران را تحت تاثیر قرار دهد و منجر به تشدید مشکلات نمایندگی شود (جیانگ و همکاران، ۲۰۱۰). تحقیقات نسبت به انگیزش مدیریت در برنامه‌های پاداش، ریشه در تئوری نمایندگی دارد، یعنی برنامه‌های پاداش برای ایجاد منافع مشترک و هم‌سوئی منافع مدیران، با منافع سهامداران می‌باشد (موگاتو اوگوچا و داکا، ۲۰۱۷) به عبارتی هم راستا کردن منافع مدیران با منافع مالکان در قالب ارزش آفرینی، هدف اصلی قراردادهای پاداش است. بطور عام پاداش مدیریت، راه حل اصلی مساله نمایندگی تصور می‌شود (مارفی، ۲۰۱۳)

مکتب یا دیدگاه مالی رفتاری که از تلفیق روانشناسی و مالی به وجود آمده است اظهار می‌دارد که روان‌شناسی در تصمیم‌گیری مالی نقش ایفا می‌نماید. از آنجا که خطاهای شناختی و انحرافات بر نظریات سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارند، بنابراین بر گزینه‌های مالی نیز تاثیر گذارند. برای این منظور در این حوزه نظریات زیادی مطرح شده است یکی از این تئوری‌ها تئوری چشم‌انداز است که توسط کانمن و توریسکی برای بررسی الگوی تصمیم‌گیری رفتاری ارائه شده است این تئوری معتقد به تفاوت ترجیحات افراد در تصمیم‌گیری‌ها مخصوصاً شرایط ریسک آور است از این رو با ترکیب تئوری نمایندگی با روش‌های کمی به دنبال تبیین الگوی واقعی تصمیم‌گیری مدیران است.

با توجه به ویژگی‌های مطلوب تئوری چشم‌انداز و مکمل بودن با تئوری نمایندگی به توضیح ریسک‌پذیری مدیران کمک می‌کند، این مقاله ارزیابی تاثیر انگیزش نمایندگی مدیران بر انتخاب پرتفوی سرمایه‌گذاری در چارچوب تئوری چشم‌انداز پرداخته است.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۲-۱- مروری بر مطالعات مالی رفتاری

دانش مالی رفتاری برای نخستین بار توسط کافمن و هالند (۱۹۸۸) با انجام پژوهشاتی در زمینه کاربرد هایی در علوم اقتصادی مطرح گردید (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۱). برای کسانی که نقش روانشناسی در دانش مالی را به عنوان یک عامل اثرگذار بر بازارهای اوراق بهادار و تصمیمات سرمایه‌گذاران بدیهی می‌دانند، قبول وجود تردید در مورد اعتبار «مالی رفتاری» دشوار است. در عین حال هنوز بسیاری از دانشگاهیان و حرفه‌ای‌های طرفدار مکتب «مالی کلاسیک»^۳، بررسی جنبه‌های رفتاری انسان و تاثیر آن در تصمیمات مالی را به عنوان یک شاخه مستقل مطالعاتی باور ندارند. در طرف مقابل، طرفداران دانش «مالی رفتاری»^۴ اعتقاد راسخی دارند که آگاهی از «تمایلات روانشناختی»^۵ در عرصه سرمایه‌گذاری، کاملاً ضروری و نیازمند توسعه جدی دامنه مطالعاتی است.

^۱Jiang^۲Kauffman & Holland^۳Standard Finance^۴Behavioral Finance^۵Psychological Biases

در ده سال گذشته، محققین برجسته‌ای به توسعه مالی رفتاری کمک کرده‌اند. شیلر^۱ (۲۰۰۰) در کتاب کثرت غیر عقلایی که تنها چند روز قبل از اوج بازار دهه ۹۰، تبدیل به کتاب پرفروشی شد، به سرمایه گذاران هشدار می‌دهد که بر اساس معیارهای تاریخی مختلف، قیمت سهام شرکت‌ها افزایش بی‌رویه‌ای داشته است. او پیش‌بینی می‌کند که ممکن است مردم از عملکرد آتی بازار سهام بسیار ناخشنود شوند. با این حال تعداد کمی این هشدار را جدی گرفتند، اما پیش‌بینی او درست از آب درآمد و حساب ترکید (شیلر، ۲۰۰۰).

یکی دیگر از محققان برجسته مالی رفتاری، تالر^۲ استاد دانشگاه شیکاگو^۳ است که با کمک لامونت^۴ مطلبی را با عنوان "آیا بازارها می‌توانند جمع و تفریق کنند؟" منتشر نمود. پژوهش انجام شده در رابطه با تفکیک پالم از شرکت تری کام نشان می‌دهد بعد از توزیع سهام پالم بین سهامداران شرکت تری کام در مارس ۲۰۰۰، سهام پالم با قیمت بالاتری از قیمت سهام شرکت مادر معامله شد. تالر می‌گوید چنین موردی نباید در یک دنیای عقلانی رخ دهد (تالر و لامونت، ۲۰۰۳).

از دیگر چهره‌های برجسته در زمینه مالی رفتاری توسط شفرین^۵ (۲۰۰۴) از دانشگاه سانتا کلارا^۶ است که به نگارش مقالات بسیاری، به توسعه دانش مالی رفتاری کمک قابل ملاحظه‌ای نموده است. کتاب وی با عنوان «آن سوی حرص و نگرانی: درک مالی رفتاری و روانشناسی سرمایه گذاری»، ترکیب حساب قیمتی اوراق بهادار را پیش‌بینی می‌کند. وی معتقد است سرمایه گذاران به جنبه‌های مثبت رویدادهای گذشته بیش از رویدادهای منفی اهمیت می‌دهند و این نگرش نهایتاً منجر به ترویج خوشبینی بیش از حد در بازار می‌شود (زالسیویکز^۷، ۲۰۰۶). پروفسور شلیفر^۸ (۲۰۰۰) کتابی با عنوان «بازارهای ناکارا: مقدمه‌ای بر مالی رفتاری» منتشر کرد که مطالعه آن برای علاقمندان به مباحث بازار کارا جالب است. از کارهای دیگر وی، انتشار مقاله‌ای با عنوان «مالی رفتاری: چالش‌های گذشته و وعده‌های آینده» است که یک پژوهش کلاسیک موثر در مالی رفتاری به شمار می‌آید (شلیفر، ۲۰۰۰).

تئوری چشم اندازمدلی توصیفی از فرآیند تصمیم‌گیری در شرایط عدم اطمینان است. در واقع تئوری چشم انداز، در صدد جبران ضعف‌های تئوری مطلوبیت مورد انتظار، به عنوان فرایند تصمیم‌گیری از طریق بازیابی ترجیحات ذهنی گذشته افراد مطرح می‌شود. در تئوری مطلوبیت مورد انتظار احتمال رخداد هر نتیجه بصورت عامل عینی به وقوع پدیده نسبت داده می‌شود در حالیکه در تئوری دورنما احتمال وقوع از طریق ترجیحات افراد وزن دهی می‌شود و افراد عموماً وزن کمتر به احتمال‌های بیشتر و وزن بیشتر به احتمال‌های کمتر نسبت می‌دهند. در تئوری چشم انداز، ارزش جایگزین مطلوبیت شده است. مطلوبیت با محاسبه ثروت خالص افراد سنجیده می‌شود در حالیکه ارزش با معیار سود و زیان (انحراف از نقطه مرجع ذهنی) مورد سنجش قرار می‌گیرد.

¹Shiller

²Thaler

³Chicago

⁴Lamont

⁵Shefrin

⁶Santa Clara

⁷Zaleskiewicz

⁸Shleifer

پدیده حسابداری ذهنی به فرایند ذهنی ارزشیابی مبادلات مالی اطلاق می‌شود. برخلاف تئوری‌های کلاسیک اقتصادی که معتقدند انسان‌ها ثروت خود را بصورت یک کل قابل تعویض می‌پندارند، تئوری‌های مالی رفتاری معتقدند انسان‌ها ثروت خود را به مجموعه‌ای از حساب‌های کوچک تر تقسیم و برای هر یک از فعالیت‌های اقتصادی از محل یکی از این حساب‌ها پرداخت می‌کنند.

به طور خلاصه سوگیری‌های رفتاری به عنوان اشتباهات سیستماتیک^۱ در قضاوت تعریف شده است. محققین فهرست بلندی از انواع سوگیری‌های رفتاری را شناسایی و ارائه نموده‌اند. مطالعات اخیر بیش از پنجاه نوع سوگیری-های رفتاری شناخته شده در مورد سرمایه‌گذاران را معرفی کرده‌اند در حالی است که بسیاری از تمایلات رفتاری هنوز به روشنی مورد شناسایی قرار نگرفته است. برخی از مهمترین سوگیری‌های حوزه مالی رفتاری به صورت جدول (۱) می‌باشد.

جدول (۱) برخی از مهم‌ترین سوگیری‌های حوزه مالی رفتاری

عنوان سوگیری	نام محقق	شرح
فرااعتمادی ^۲	اودین ^۳ (۱۹۹۹)	افراد هم در مورد توانایی‌های خود در پیش‌بینی و هم در مورد دقت اطلاعاتی که در اختیار آنان قرار می‌گیرد، برآوردی بیش از اندازه دارند.
نماگری ^۴	کانمن، اسلوویک و تورسکی ^۵ (۱۹۸۲)	زمانی که افراد با پدیده جدیدی مواجه می‌شوند و این پدیده با طبقه‌بندی‌های پیش ساخته آنان ناسازگار است، سعی می‌کنند به هر طریق ممکن این پدیده را با طبقه‌بندی‌های پیشین خود تطبیق دهند.
اتکاوتعدیل ^۶	کانمن، اسلوویک و تورسکی (۱۹۸۲)	برای تخمین مقدار یک متغیر، افراد عموماً فرآیند تخمین را با مبنا قرار دادن یک رقم اولیه ذهنی (نقطه اتکاء ^۷) آغاز می‌کنند و سپس سعی می‌کنند روی این رقم تعدیل مثبت یا منفی مورد نظر خود را انجام دهند؛ تا اطلاعات جدید حاصل شود.
سازگارگرایی ^۸	فستینگر ^۹ (۱۹۵۷)	وقتی افراد با اطلاعات جدید مواجه می‌شوند که با ادراکات قبلی آنها در تعارض است، غالباً نوعی ناراحتی ذهنی احساس می‌کنند که در واقع یک پدیده روانشناختی است و از آن باعثان سازگارگرایی نام برده می‌شود.

^۱Systematic Errors^۲Over Confidence^۳Odean^۴Representativeness^۵Kahneman, Slovic & Tversky^۶Anchoring & Adjustment^۷Anchor^۸Cognitive Dissonance^۹Festinger

عنوان سوگیری	نام محقق	شرح
آشنا گرایی ^۱	کانمن، اسلوویک و تورسکی (۱۹۸۲)	سوگیری آشناگرایی یک قاعده سرانگشتی ^۲ یا راه میان بر ذهنی ^۳ است که موجب می شود افراد، احتمال وقوع یک پیامد را بر اساس میزان شیوع یا رواج آن در زندگی و تجربیات خود تخمین بزنند.
خوداسنادی ^۴	دون ^۵ (۱۹۸۹)	خوداسنادی یک پدیده شناختی است که موجب می شود افراد شکست های خود را به عوامل محیطی و موفقیت های خود را به عوامل ذاتی خود نسبت دهند.
توان پنداری ^۶	لانگر ^۷ (۱۹۷۵)	سوگیری توان پنداری، گرایشی را در انسان توصیف می کند که موجب می شود افراد تصور کنند که می -توانند پیامدها را کنترل کرده یا حداقل بر آنها تاثیر بگذارند. در حالی که واقعا اینگونه نیست.
دیرپذیری ^۸	مانتیر ^۹ (۲۰۰۲)	سوگیری دیرپذیری نوعی فرآیند ذهنی است که موجب می شود افراد به دیدگاه -ها یا پیش بینی های قبلی خود متمسک شده و اطلاعات جدید را نایده بگیرند و یا کمتر از حد لازم به آنها واکنش نشان دهند.
ابهام گریزی ^{۱۰}	ساواج ^{۱۱} (۱۹۷۲)	افراد در موقعیت های مبهم دچار تردید می شوند و گرایشی در آنها شکل می -گیرد که ابهام گریزی نام دارد.
داشته بیش نگری ^{۱۲}	کانمن، نتش و تالر ^{۱۳} (۱۹۹۱)	افراد در معرض سوگیری داشته بیش نگری زمانی که حقوق مالکیت یک دارایی برخوردار هستند، ارزش بیشتری را برای آن در مقایسه با زمانی که آن دارایی مایملک آنها نیست، قائل می شوند.
کوتاه نگری ^{۱۴}	تالر و شفرفین ^{۱۵} (۱۹۸۸)	سوگیری کوتاه نگری یک گرایش رفتاری در انسان است که افراد را برمی انگیزاند تا به جای اینکه برای فردا پس انداز کنند، امروز خرج کنند.
بهینه بینی ^{۱۶}	لاوالو و کانمن ^{۱۷} (۲۰۰۰)	سرمایه گذاران و مشتریان تمایل دارند در مورد بازارها، اقتصاد و پتانسیل های عملکرد مطلوب سرمایه گذاری خود، بیش از اندازه بهینه باشند.

¹Availability Bias

²Rule of thumb

³Mental shortcut

⁴Self-Attribution

⁵Dunn

⁶Illusion of Control Bias

⁷Langer

⁸Conservatism

⁹Montier

¹⁰Ambiguity Aversion Bias

¹¹Savage

¹²Endowment Bias

¹³Kahneman, Knetsch & Thaler

¹⁴Self-control Bias

¹⁵Thaler & Shefrin

¹⁶Optimism

¹⁷Lovallo & Kahneman

عنوان سوگیری	نام محقق	شرح
حساب نگاری ^۱	تالر (۱۹۸۰)	واژه حساب انگاری نخستین بار توسط تالر اینگونه توصیف شد: تمایل افراد به کد گذاری، طبقه‌بندی و ارزیابی پیامدهای اقتصادی از طریق گروه‌بندی امتیازات آنها در مجموعه‌ای از حساب‌های ذهنی.
باورگرایی ^۲	استتمن و فیشر ^۳ (۲۰۰۰)	سوگیری باورگرایی نوعی ادراک‌گزینشی است که بر ایده‌هایی تأکید می‌کند که موید باورهای ما باشد و در مقابل هر آنچه را که با نظرات ما در تضاد است، بی-اهمیت جلوه می‌دهد.
رویدادگرایی ^۴	فیشوف ^۵ (۱۹۸۰)	سوگیری رویدادگرایی انگیزه‌ای است که در فرد این ادعا را بوجود می‌آورد که «من از اول هم می‌دانستم که اینگونه می‌شود». پس از سپری شدن مدتی از وقوع یک رویداد، افراد دچار سوگیری رویدادگرایی، تمایل دارند که این رویداد را از قبل قابل پیش‌بینی توصیف کنند.
زیان‌گریزی ^۶	کانمن و تورسکی (۱۹۷۹)	از نظر روانی، امکان وقوع زیان به عنوان یک محرک، بطور متوسط دو برابر امکان کسب سودی به همان میزان در تصمیم افراد موثر است.
پشیمان‌گریزی ^۷	شفرین و استاتمن (۱۹۸۴)	افرادی که از تاسف و ندامت‌گريزانند، از انجام اعمال و اقدامات قاطعانه و پرهیز می‌کنند، زیرا می‌ترسند که رویدادگرایی ثابت کند هر آنچه که آنها انتخاب کرده‌اند، نتیجه‌ای کمتر از حد بهینه در پی داشته است.
شکل‌گرایی ^۸	کانمن و تورسکی (۱۹۸۴)	در سوگیری شکل‌گرایی، تصمیم‌گیرندگان به یک موقعیت خاص براساس نحوه ارائه آن، واکنش‌های متفاوتی نشان می‌دهند.
دگرگون‌گریزی ^۹	سامونلسون و زکهاوسر ^{۱۰} (۱۹۸۸)	سوگیری دگرگون‌گریزی در افرادی دیده می‌شود که ترجیح می‌دهند پدیده‌ها نسبتاً ثابت باقی‌مانده و تغییر نکنند.

مطالعات داخلی انجام شده در حوزه مالی رفتاری به طور عمده به کاربرد مباحث رفتاری در مسائل مالی پرداخته شده است و کمتر مطالعه‌ای تصمیم‌گیری مدیران را براساس مالی رفتاری بررسی کرده است. در ادامه به چند نمونه از مطالعات انجام شده در حوزه مالی اشاره می‌کنیم.

رهنمای رودپشتی و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی تحت عنوان بررسی الگوی ریاضی انتخاب پرتفوی سرمایه‌گذاری مبتنی بر مالی رفتاری، ضمن تفکیک داده‌ها به دو بخش داده‌های آزمون و ارزیابی، بر اساس بازدهی‌های

¹Mental Accounting

²Confirmation

³Statman & Fisher

⁴Hindsight Bias

⁵Fishoff

⁶Loss Aversion Bias

⁷Regret Bias

⁸Framing Bias

⁹Status Quo Bias

¹⁰Samuelson & Zechhouser

دوره‌های سه ماهه هفت سال اول، پرتفوی‌های پیشنهادی مبتنی بر الگوی مالی استاندارد و الگوی مالی رفتاری تشکیل و محاسبه بازده برای ۸۴ پرتفوی پیشنهادی برای دوره سه ساله، مورد بررسی قرار دادند. آزمون مقایسه میانگین‌ها در سطح خطای ۵ درصد حاکی از عدم تأیید فرضیه، یعنی برابری حاصل از الگوی رفتاری در مقایسه با الگوی استاندارد در بازار مالی ایران بوده است.

سجادی و همکاران در مطالعه ای تأثیر هزینه های نمایندگی و کیفیت گزارشگری مالی بر ریسک سرمایه گذاری را در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد ارزیابی قرار دادند. آنها در این راستا تعداد ۱۹۱ شرکت را برای دوره زمانی ۱۳۸۳-۱۳۸۶ مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد، هزینه های نمایندگی تأثیر مثبت و معنی دار اما، کیفیت گزارشگری مالی تأثیر منفی و معنی داری بر ریسک سرمایه گذاری شرکتها دارند (سجادی، ۱۳۲۱؛ ۲۷).

دشتی و همکاران (۱۳۹۴) پژوهشی تحت عنوان « بررسی مقایسه ای عوامل رفتاری در سرمایه گذاری دارایی های مالی»، انجام دادند آنها در تحقیق خود اشاره نموده اند که بسیاری از حرکت ها و نابسامانی ها در بازار های مالی باتئوریهای مربوط به بازار کارا قابل توجیح نمی باشد و بسیاری از عوامل شناختی و رفتاری هستند که در جهت دهی سرمایه گذاران نقش ایفا میکنند. روش اجرای پژوهش مبتنی بر آزمون کولموگروف - اسمیرنوف، آزمون دو جمله ای و آزمون فریدمن استفاده شد. نتایج حاصل از این پژوهش پس از بررسی تأثیر هر یک از عوامل رفتاری بر روی سرمایه گذاری دارایی های مالی نشان می دهد که تمام عوامل به غیر از عامل «بیش اطمینانی» روی سرمایه گذاری تأثیر گذار هستند و میزان این تأثیر برای هر یک متفاوت می باشد.

میلاودیان و ضیایی پور (۱۳۹۴)، پژوهشی با عنوان «تأثیر سواد مالی و هوش هیجانی بر رفتار مالی سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران»، انجام دادند. این پژوهش تأثیر متغیرهای هوش هیجانی و سواد مالی بر رفتار مالی سرمایه گذاران حقیقی و حقوقی که به عنوان سوگیری شناخته می شود، را در یک بازه ۶ ماهه با ابزار پرسشنامه مورد سنجش قرار می دهد. روش انجام پژوهش مبتنی بر آزمون های رگرسیون چند گانه و رگرسیون لجستیک می باشد. نتایج این تحقیق نشان داد که ضریب استاندارد تأثیر هوش هیجانی از سواد مالی بالاتر بوده و تأثیر بیشتری بر رفتار مالی سرمایه گذاران دارد.

مصلح شیرازی و همکاران (۱۳۹۲)، پژوهشی با عنوان « تئوری چشم انداز و مدل سازی الگوی تصمیم گیری مدیران در بخش صنعت»، انجام دادند. این پژوهش این کار ابتدا با انتخاب یک نمونه آماری از مدیران بخش صنعت، داده های اولیه با استفاده از پرسشنامه جم آوری شد، سپس مقدار اولیه پارامترهای اثرگذار در تئوری چشم انداز با استفاده از روش حداقل خطا برآورد شد و در مرحله بعد با کارگیری روش «نیوتون رافسون»، مقدار اولیه پارامتر های محاسبه شده، بهینه سازی شد و بر این اساس الگوی تصمیم گیری مدیران بر اساس تئوری چشم انداز مدل سازی شد. نتایج پژوهش نشان داد که الگوی نقش رفتاری در تصمیم گیری که بر اساس شاخص تغییر حساسیت سود و زیان در تئوری چشم انداز ارزیابی می شود.

فیل سزایی و آتشی (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان « تئوری نمایندگی، قراردادهای انگیزشی و معیارهای اندازه گیری عملکرد»، انجام دادند. این پژوهش، در ابتدا نحوه تدوین مدل‌های نمایندگی برای غلبه بر مسائل انگیزشی

حاصل از مشکلات گزینش نادرست و خطر اخلاقی را تشریح نموده و سپس نتایج تئوری نمایندگی را در قالب مدلی ریاضی برای تدوین قرارداد استخدای نماینده (مدیر) بیان می‌دارد و خصوصیات معیارهای سنجش عملکرد که برای ارزیابی عملکرد نماینده در قرارداد مشخص شده را توصیف می‌کند. این خصوصیات شامل آگاهی بخشی، قابلیت کنترل، سنخیت و به موقع بودن است. انتخاب مناسب معیارهای سنجش عملکرد مبتنی بر حسابداری و یا مبتنی بر بازار در برانگیختن رفتار نماینده و کاهش تضاد منافع بین صاحبکار و نماینده تأثیرگذار است. معیارهای سنجش عملکرد گنجانده شده در قرارداد حقوق و طرح پاداش نماینده ممکن است شرایطی را به وجود آورد که در نتیجه آن مدیریت سود اتفاق بیفتد.

۲-۲- تئوری نمایندگی و قراردادهای انگیزشی

به دلیل گستره فعالیت شرکتها و تنوع زیاد سهامداران و مالکان شرکتها در عصر حاضر، جدایی مالکیت از مدیریت امری اجتناب ناپذیر است و بر این اساس پژوهشهای متعددی صورت گرفته است تا به گونه‌های هزینه‌های ناشی از این تضاد منافع (هزینه نمایندگی) بین مالک و مدیر رابه حداقل برساند (نجاگو و همکاران، ۲۰۱۷). براساس مفروضات نمایندگی، دو مسئله اصلی قابل شناسایی است: مورد اولی وجود اطلاعات کامل نسبت به اقدامات مدیر (کارگزار) است. در این وضعیت هیچ عدم تقارن اطلاعاتی میان مالک (کارگزار) و مدیر (کارگزار) وجود ندارد و مالک از تمامی اقدامات مدیر آگاهی دارد و فراهم کردن انگیزه‌های اضافی برای مدیران در این حالت ضرورتی ندارد. مورد دومی وضعیتی است که در آن مالک اطلاعات ناقصی درباره رفتار مدیر دارد. در این حالت مالک بطور کامل آگاهی نسبت به انحراف مدیر از منافع مالک ندارد. در این حالت مشکلات نمایندگی به دو دلیل شکل می‌گیرند: خطر اخلاقی ۱ و گزینش نامناسب ۲ (مارفی، ۲۰۱۳). با توجه به اینکه پاداش مدیران بیشتر مبتنی بر عملکرد آنها است، امکان مشاهده فعالیتها و تلاشهای واقعی مدیران برای طرفین دیگر قراردادهای به راحتی امکانپذیر نیست (فورسبک و اوگزهیم، ۲۰۱۵؛ شنگ و همکاران)، برای حل مشکلات مربوط به اطلاعات ناقص، مالک دارای دو راه است یا اطلاعات بیشتری در رابطه با تلاشها و رفتار مدیر کسب کند و یا انگیزه‌هایی را برای مدیر فراهم کند تا بدین وسیله منافع هر دو طرف قرارداد، همسو و تامین شود. با فراهم کردن انگیزه‌ها، ریسک انحراف از منافع مالک به خود مدیر برگشت داده خواهد شد. با توجه به اینکه مدیر ریسک‌گریز بوده و به دنبال حداکثر کردن منافع شخصی خود خواهد بود، انتظار بر این است که وی بر این انگیزه‌ها پایبند باشد که این رفتار مدیر منتج به نتایجی خواهد شد که برای مالک خوشایند است. پرداخت بهینه در قالب پاداش که به دنبال حداقل کردن هزینه‌های نمایندگی است، موازنه بین هزینه‌های نظارت و انگیزه‌ها خواهد بود. برای حداقل کردن زیان باقی مانده برای مالک، مشکلات مربوط به تحمل ریسک مطلوب از دیدگاه مدیر و انگیزه‌های مطلوب از دید مالک، در طراحی برنامه پاداش در تضاد با همدیگر هستند (پاندر و همکاران، ۲۰۱۴).

¹ managerial power theory

² Class hegemony theory

۳- روش شناسی پژوهش

مقاله حاضر در دو گام به شکل زیر انجام شده است:

در گام اول، ابعاد و مولفه‌های تئوری‌های مالی رفتاری بر اساس تئوری نمایندگی، توسط الگوهای ریاضی روابط میان متغیرهای مذکور، در قالب مدل ریاضی تبیین گردیده است. محاسبات این بخش توسط نرم افزار Mathematica انجام شده است. در گام دوم، با استفاده از داده‌های شاخص قیمت و بازدهی نقدی بورس اوراق بهادار تهران برای دوره‌های سه ماهه در بازه زمانی ۱۰ ساله از ابتدای سال ۱۳۸۹ تا پایان سال ۱۳۹۸ به آزمون تجربی الگوی پیشنهادی مالی رفتاری با تئوری نمایندگی در پرتفوی بهینه و مقایسه آن با الگوی کلاسیک پرداخته شده است. تحلیل گام دوم توسط آزمون مقایسه میانگین‌ها و نرم افزار SPSS انجام شده است. باتوجه به اهداف تحقیق، ارزیابی تاثیر انگیزش مدیران بر شیوه انتخاب پرتفوی سرمایه گذاری در چارچوب تئوری چشم انداز که عمدتاً شامل حسابداری ذهنی، زیان گریزی، و ریسک پذیری نامتقارن می باشد،

فرضیه های تحقیق عبارتند از:

- ۱) بازدهی مدل مالی رفتاری مبتنی بر انگیزش بیشتر از بازدهی مدل استاندارد است
 - ۲) ریسک مدل مالی رفتاری مبتنی بر انگیزش کمتر از بازدهی مدل استاندارد است
- بدین منظور آزمون فرضیه برابری میانگین بازدهی ۸۴ پرتفوی پیشنهادی بر اساس مدل استاندارد با استفاده از برابری میانگین‌ها در سطح خطای ۵ درصد انجام گرفته است.

۴- مدل پژوهش

تحقیق رفتاری مورد آزمون برگرفته از مدل فرناندز (۲۰۰۹) است که براساس تئوری چشم انداز کانمن و تورسکی ارائه شده است، لذا تصمیم گیری مدیران برای وزن دارایی ریسکی وابسته به نقطه مرجع و تغییرات ثروت قابل تبیین است. وزن دارایی ریسکی معادل θ در نظر گرفته شده و بدین ترتیب میزان سود یا زیان سرمایه گذار در دوره اول از روابط زیر بدست می آید.

$$x = \Delta W = [(1 - \theta)W_0(1 + R_f) + \theta W_0(1 + R_f)] - W_0 \quad (1)$$

$$.x = (1 - \theta)R_f + \theta R \quad (2)$$

$$.x = (1 - \theta)R_f + \theta(\mu + \sigma n) \quad (3)$$

برای بدست آوردن هزینه‌های نمایندگی، چنانچه استارکز (۱۹۸۷) نشان می‌دهد، قرارداد متقارن در حالی که لزوماً هزینه‌های نمایندگی را از بین نمی‌برد؛ بر ترکیب قرارداد محذب (پاداش) در هماهنگی منافع مدیر با سرمایه گذاران است. همچنین گرینبلات و تیتمن (۱۹۸۹) تصریح می‌کنند که جریمه‌ها برای عملکرد ضعیف باید حداقل

¹Starks

²Grinblatt & Titman

به میزان پاداش عملکرد خوب باشد که در رابطه (۱) به صورت زیر می‌باشد بنابراین W در رابطه (۱) به صورت زیر می‌باشد.

$$W(x) = \alpha x + \beta \quad (4)$$

این نشان می‌دهد که به نماینده مبلغ پایه‌ای برابر β به اضافه یک هزینه تشویقی محاسبه شده به عنوان نسبت α از کل شاخص عملکرد پرداخت می‌شود. ترتیب قرارداد قبلی، از طرح جبران بهینه تعریف شده‌ی هولمزرم و میلگرم (۱۹۸۷) و کارپنتر (۲۰۰۰) پیروی می‌کند. لزار (۲۰۰۰) استدلال می‌کند که پرداخت مداوم و متغیر در مورد ناهمگونی کارکنان مانند مدیران پرتفوی اهمیت دارد. در نهایت احتمال احتمال عملکرد خوب صندوق را می‌توان با ψ و احتمال عملکرد ضعیف را با $1-\psi$ نشان داده می‌شود. بنابراین معادلات هزینه نمایندگی را به صورت زیر می‌توان نوشت:

$$TCE = \psi[x_b + x - C_0 - t^2/2 - 1/2\alpha^2 r \sigma^2(x)] + (1-\psi)[x_b + x - C_0 - t^2/2 + 1/2\alpha^2 r \lambda \sigma^2(x)] \quad (5)$$

$$CE = \psi[\alpha x + \beta - C_0 - t^2/2 - 1/2\alpha^2 r \sigma^2(x)] + (1-\psi)[\alpha x + \beta - C_0 - t^2/2 + 1/2\alpha^2 r \lambda \sigma^2(x)] \quad (6)$$

$$CE_p = x_b + (1-\alpha)x - \beta \quad (7)$$

با توجه به موارد گفته شده، سرمایه‌گذار، وزن دارایی ریسکی را با هدف حداکثر کردن مطلوبیت مورد انتظار تعیین می‌کند. ضمن آن که ترجیحات فرد در چارچوب تئوری نمایندگی تعیین می‌شود. بدین ترتیب ارزش مورد انتظار حاصل از انتخاب فرد از رابطه زیر بدست می‌آید.

$$V = \int_{-\infty}^{+\infty} \frac{v(x)d}{dx} \pi(f(x)) dx \quad (8)$$

که در آن:

$v(x)$: ارزش مورد انتظار پیشامد x

$\pi(f(x))$: وزن تجمعی احتمال پیشامد x مبتنی بر تابع وزن دهی احتمال می‌باشد.

فرد سرمایه‌گذار وزن دارایی ریسکی را در هر مرحله از سرمایه‌گذاری به گونه‌ای انتخاب می‌کند که ارزش مورد انتظار سرمایه‌گذاری حداکثر شود.

$$\max V = \int_{-\infty}^{+\infty} \frac{v(x)d}{dx} \pi(f(x)) dx \quad (9)$$

با جایگزینی تابع ارزش و تابع وزن دهی احتمال در تابع ارزش نهایی، و ساده‌سازی تابع انتگرالی، با توجه به آن که در تئوری‌های مالی رفتاری هدف حداکثرسازی تابع ارزش است، انتخاب پرتفوی و تخصیص منابع مالی میان دارایی‌های ریسکی و بدون ریسک به طوری انجام می‌شود که رابطه (۹) حداکثر شود.

با جایگزینی رابطه (۱۰) در رابطه (۹) تابع ارزش نهایی به شکل رابطه (۱۱) خلاصه می‌شود.

$$\int_z^{\infty} e^{-\alpha \sigma x} d\phi(x) = e^{1/2\alpha^2 \sigma^2} \hat{\Phi}(-\alpha \sigma - z) \quad (10)$$

¹Holmstrom & Milgrom

²Carpenter

³Lazear

اگر یک تابع مطلوبیت استاندارد (که در همه خروجی‌های ممکن تابع، ریسک‌گریزی داریم) را در نظر بگیریم، مشاهده می‌شود که تابع ارزش از رابطه (۱۱) بدست می‌آید.

$$V^S = \lambda^+ - \lambda^+ e^{-\alpha B + 1/2 \alpha^2 C^2} \quad (11)$$

در نهایت، مقدار بهینه سرمایه گذاری در دارایی ریسکی θ^* به گونه‌ای تعیین می‌شود که تابع رابطه (۱۲) حداکثر شود.

$$V = \lambda^+ - (\lambda^+ + \lambda^-) \pi\left(-\frac{B}{C}\right) + e^{1/2 \alpha^2 C^2} \left[\lambda^- e^{\alpha B} \pi\left(-\frac{B}{C} - \alpha C\right) - \lambda^+ e^{\alpha B} \pi\left(\frac{B}{C} - \alpha C\right) \right] \quad (12)$$

که در این حالت مقدار B از رابطه (۱۳) محاسبه می‌شود.

$$B = [(1-\theta^*)R_f + \theta^*\mu], \quad C = \theta^*\sigma \quad (13)$$

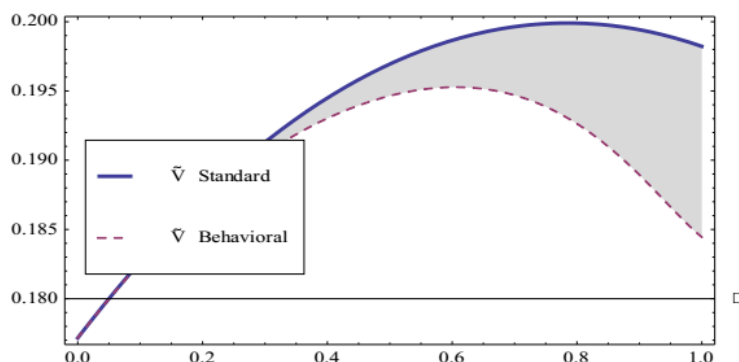
تابع ارزش هر انتخاب در صورتی که تابع مطلوبیت به شکل استاندارد باشد (ریسک‌گریزی برای تمامی نتایج مورد انتظار) آن گاه ارزش حاصل از هر انتخاب توسط رابطه (۱۱) حاصل می‌شود.

۵- نتایج پژوهش

در این پژوهش به منظور ارزیابی تاثیر انگیزش مدیران مدل پرتفوی بر اساس تئوری چشم انداز دو دوره سرمایه گذاری مدنظر قرار گرفته و بدین ترتیب داده‌ها پژوهش به دو بخش تقسیم شده‌اند. بخشی از داده‌ها به منظور محاسبه پرتفوی بهینه و بخشی دیگر از داده‌ها به منظور ارزیابی نتایج مورد استفاده قرار گرفته است.

۵-۱- نتایج ارزیابی مدل پرتفوی رفتاری

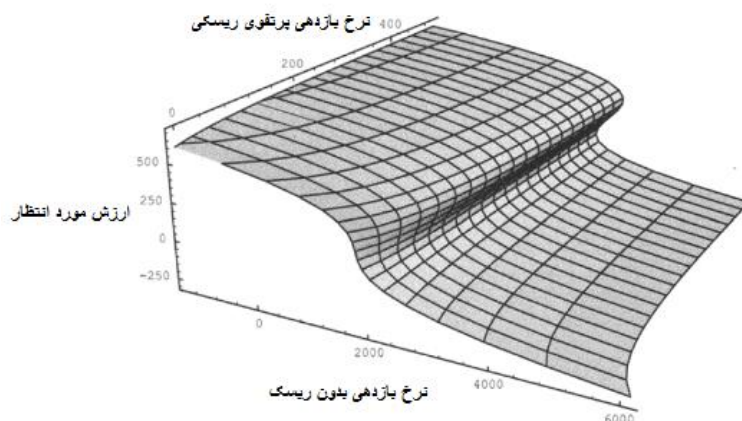
در این بخش از پژوهش، برای محاسبه پرتفوی بهینه پیشنهادی بر اساس بازدهی شاخص قیمت و بازدهی نقدی با استفاده از داده‌های هفت سال اول برای ۲۸ دوره سه ماهه، بازدهی و ریسک پرتفوی ریسکی برآورد گردید، و بر اساس ضرایب پیشنهادی فرناندز و کانمن، تورسکی که ضریب ریسک‌گریزی معادل $\alpha=3$ ، ضریب وزن دهی احتمال معادل $\gamma=0.9$ ، ضریب زیان‌گریزی $\lambda^+=1$ و $\lambda^-=2.25$ در نظر گرفته شد و برای دارایی بدون ریسک از متوسط نرخ سود سپرده‌های بانکی بلندمدت معادل ۱۵ درصد به عنوان تقریب بازدهی و شاخص انحراف معیار به عنوان شاخص ریسک در مدل رفتاری مورد استفاده قرار گرفته اند بر اساس محاسبات، متوسط بازدهی دوره آزمایش $10/44$ و انحراف معیار معادل $23/36$ در نظر گرفته شده است. نمودار تابع ارزش بر اساس مدل رفتاری و استاندارد به شرح نمودار (۱) می‌باشد.



نمودار (۱) تابع ارزش مدل پرتفوی رفتاری و مدل استاندارد

اکنون با استفاده از مدل رفتاری پژوهش و مدل استاندارد، وزن دارایی ریسکی در پرتفوی بهینه محاسبه می‌گردد. و محاسبات انجام شده نشان می‌دهد که مدل رفتاری پژوهش، وزن دارایی ریسکی را معادل ۷۰ درصد مدل استاندارد پرتفوی معادل ۸۱ درصد پیشنهاد نموده است.

اکنون به منظور ارزیابی مدل رفتاری و مقایسه آن با پرتفوی استاندارد، بر اساس هر یک از ۷ وزن پیشنهادی برای پرتفوی ریسکی (محاسبه شده بر اساس داده‌های ۲۸ دوره آزمایش) معادل ۱۲ پرتفوی (بر اساس ۴ دوره سه ماهه در سه سال) بازدهی پرتفوی‌های پیشنهادی محاسبه شده و ۸۴ پرتفوی مبتنی بر مدل رفتاری و ۸۴ پرتفوی مبتنی بر مدل استاندارد از دو بعد بازدهی و ریسک بر اساس شاخص انحراف معیار مورد ارزیابی قرار گرفته است. که نمودار (۲) ارزش مورد انتظار پرتفوی ریسکی بر اساس تغییرات بازدهی و ریسک در دوره ارزیابی را نشان می‌دهد.



نمودار (۲) ارزش مورد انتظار پرتفوی ریسکی بر اساس تغییرات بازدهی و ریسک

۵-۲- نتایج آزمون فرضیه ها

در این بخش با استفاده از آزمون t دو نمونه‌ای و نرم افزار spss، به منظور تاثیر انگیزش مدیران بر اساس تئوری چشم انداز به مقایسه بازدهی و ریسک پرتفوی حاصل از مدل مالی رفتاری با مدل استاندارد مورد بررسی قرار گرفته است بدین منظور فرضیه های ذیل مورد بررسی قرار گرفته است :

۱- بازدهی

فرضیه صفر در فرضیه اول عبارت است از:

«میانگین بازدهی پرتفوی مدل مالی رفتاری مبتنی بر انگیزش بزرگتر از بازدهی پرتفوی استاندارد نیست.»
پیش فرض به کاربردن آزمون مقایسه میانگین ها، همسان بودن واریانس جوامع آماری تحت مطالعه می باشد برای بررسی برقراری فرض مذکور از آزمون لوین استفاده شده است. نتایج حاکی از سنجش برابری واریانس ها به ترتیب برابر ۰/۳۶۵ و ۰/۱۲۵ است؛ که چون بالاتر از سطح احتمال ۵ درصد است؛ لذا فرضیه صفر برابری واریانس ها تایید شده و واریانس دو جامعه برابر هستند. بنابراین با فرض برابری واریانس ها به بررسی برابری میانگین ها پرداخته شد.

نتایج بدست آمده از آزمون t دو نمونه‌ای در جدول (۲) نشان می‌دهد که سطح معناداری برای آزمون مقایسه میانگین بازدهی ها معادل ۰/۶۳ است؛ و چون از سطح احتمال ۵ درصد بالاتر است لذا فرضیه صفر برابری میانگین ها رد نشده و در نتیجه میانگین بازدهی های بدست آمده بر اساس دو مدل رفتاری و استاندارد تفاوت معنادار ندارند.

۲- ریسک

فرضیه صفر در فرضیه دوم عبارت است از:

«میانگین ریسک پرتفوی مدل رفتاری مبتنی بر انگیزش کمتر از ریسک پرتفوی استاندارد نیست.»
نتایج بدست آمده از آزمون t دو نمونه‌ای در جدول (۲) نشان می‌دهد که سطح معناداری برای آزمون مقایسه انحراف معیار مدل ها معادل ۰/۰۰ است که کمتر از سطح احتمال ۵ درصد می‌باشد. لذا فرضیه صفر برابری میانگین ها رد شده و در نتیجه میانگین ریسک های بدست آمده بر اساس دو مدل رفتاری و استاندارد تفاوت معنادار دارند. با توجه به آنکه حد بالا و حد پایین مثبت هستند، میانگین ریسک مدل رفتاری از مدل استاندارد کمتر است.

جدول (۲) نتایج بدست آمده از آزمون t دو نمونه‌ای

ردیف	مورد آزمون	فرضیه تحقیق	آماره آزمون	حد پایین	حد بالا	نتیجه
۱	مقایسه مدل رفتاری و استاندارد	بازدهی مدل رفتاری بزرگتر از مدل استاندارد است	۰/۶۳	-۰/۵۵	۰/۳۶	رد
۲	استاندارد	ریسک مدل رفتاری کمتر از مدل استاندارد است	۰/۰۰	۰/۸۶	۲/۱۲	عدم رد

۶- بحث و نتیجه‌گیری

در پژوهش حاضر سعی شد تا ضمن تبیین مفاهیم مالی رفتاری و ریسک‌پذیری مدیران شرکت‌ها بر اساس الگوی ارائه شده به مقایسه الگوی انتخاب پرتفوی براساس مالی رفتاری و الگوی استاندارد (مارکویتز) پرداخته شود. مهمترین مفاهیم مالی مورد توجه شامل حسابداری ذهنی، زیان‌گریزی، و ریسک‌پذیری نامتقارن و انگیزش مدیران می‌باشد. نتایج حاصل از ارزیابی دو مدل بر اساس داده‌های بورس اوراق بهادار تهران حاکی از آن است که وزن پیشنهادی دارایی ریسکی و به تبع آن بازدهی و ریسک در دو الگوی رفتاری و استاندارد متفاوت است و انتخاب پرتفوی مبتنی بر مالی رفتاری منجر به ریسک کمتر از الگوی مارکویتز داشته است ولی بازدهی پرتفوی‌ها تفاوت معناداری نداشته، به بیان دیگر، توجه به ابعاد مالی رفتاری در تشکیل پرتفوی از سوی مدیران شرکت‌ها نقش مهمی در شکل‌گیری انتظارات مدیران شرکت‌ها و سایر سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری داشته است.

لحاظ نمودن مفاهیم تئوری چشم‌انداز (حسابداری ذهنی، ریسک‌پذیری نامتقارن و زیان‌گریزی) و انگیزش مدیران در انتخاب پرتفوی منجر به تشکیل پرتفوی‌های شده است که ریسک کمتری دارند که با مطالعات انجام گرفته در سایر کشورها از جمله از پژوهش‌های لک (۲۰۰۶)، فرناندز (۲۰۰۷)، فرناندز (۲۰۰۹)، جورجی (۲۰۱۰) و مطالعات داخل کشور از جمله رهنمای رودپشتی و همکاران (۱۳۹۱) همخوانی داشته و حاکی از آن است که الگوی انتخاب پرتفوی مبتنی بر مفاهیم مالی رفتاری مزبور کارایی بیشتری با الگوی استاندارد (مارکویتز) داشته است. بنابراین با توجه به نتایج پژوهش پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی نسبت به دوره‌های زمانی بیشتر برای مقایسه دو مدل اقدام نمایند تا نتایج دقیق‌تری از موضوع مالی رفتاری با تئوری نمایندگی صورت گیرد. همچنین می‌توان با تغییرات در دوره‌های زمانی از دوره‌های سه ماهه، به دوره‌های ماهانه یا هفتگی می‌توان نتایج دقیق‌تری برای انتخاب پرتفوی در داده‌های بورسی ایران که با نوسانات بیشتری همراه است را بدست آورد.

فهرست منابع

- * آتشی گلستانی حجت اله، فیل سرایی مهدی (۱۳۹۴)، تئوری نمایندگی، فراداهای انگیزشی و معیارهای اندازه‌گیری عملکرد، پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
- * برادران حسن زاده، رسول، تقی زاده خانقاه، وحید، (۱۳۹۵)، تاثیر هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه‌گذاری، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۸(۳۲)، ۱۳۹-۱۶۳.
- * حمیدیان، محسن، سلمانیان، مریم، (۱۳۹۴)، تئوری نمایندگی، سومین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های کاربردی در مدیریت و حسابداری.
- * رهنمای رودپشتی، فریدون، هیبتی، فرهاد، موسوی، سیدرضا، (۱۳۹۱)، بررسی الگوی ریاضی انتخاب پرتفوی سرمایه‌گذاری مبتنی بر مالی رفتاری، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۱۲، ۳۷-۱۷.

* هیبیتی، فرشاد، تقوی، مهدی، موسوی، سیدرضا، (۱۳۹۳)، ارزیابی تاثیر شاخص های کلاسیک و مدرن اندازه گیری ریسک بر انتخاب پرتفوی در چارچوب تئوری مالی رفتاری، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۷(۲۱)، ۸۷-۹۹.

- * Berry, J., Karlan, D. & Pradhan, M., (2017). The impact of financial education for youth in Ghana, World Development.
- * Birnberg, J.G. (2011). A proposed framework for behavioral accounting research, Behavioral Research in Accounting, 23, 1-43.
- * Carpenter, J. (2000). Does Option Compensation Increase Managerial Risk Appetite ?, The Journal of Finance, 55(5), 2311-2331.
- * Dunn, D.S. (1989). Demonstrating a self-serving bias, Teaching of psychology, 16, 21-22.
- * Fan, Y. (2020). Does adversity affect long-term financial behaviour? Evidence from China's rustication programme, [Journal of Urban Economics](#), 115.
- * Festinger, L. (1957). A theory of cognitive dissonance, Stadford, C.A: Stanford University Press.
- * Fischhoff, B. (1980). Hindsight/Foresight: The effect of outcome knowledge on judgment under uncertainty, Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance, 1(3), 288-299.
- * Flynn, S.I. (2008). Behavioral Finance, Research Starters Business, pp. 11-13.
- * Grinblatt, M. & Titman, S. (1989). Adverse Risk Incentives and the Design of Performance-Based Contracts, Management Science, 35(7). 807-822.
- * Holmstrom, B. & Milgrom, P. (1987). Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives, Econometrica. Vol. 55, No. 2, pp. 303-328.
- * Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. The American Economic Review, 76(2), 323-329.
- * Jiang, G., Lee, C.M.C., Yue, H, (2010), Tunneling Through Intercorporate Loans: The China Experience. Journal of Financial Economics, 98(3), 1-20.
- * Kahneman, D., Knetsch, J.L. & Thaler, R.H. (1991). The endowment effect, Loss aversion, and status quo bias: Anomalies, Journal of Economic Perspectives, 5(1), 193-206.
- * Kahneman, D., Slovic, P. & Tversky, A. (1982). Judgment under uncertainty: Heuristics and Biases, New York: Cambridge University Press.
- * Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk, Econometrica, 47, 263-291.
- * Kahneman, D. & Tversky, A. (1984). Choices, values, and frames, American Psychology, 39, 341-350.
- * Langer, E. (1975). The Illusion of control, Journal of Personality and Social Psychology, 32, 311-328.
- * Lazear, E. (2000). The Power of Incentives, The American Economic Review, Vol. 90, No. 2, May, pp. 1346-1361.
- * Lovallo, D. & Kahneman, D. (2000). Delusions of success, How optimism undermines executives' decisions, Harvard Business Review, 81(7), 56-63.
- * Lyandres E., Zhdanov A, (2003), Underinvestment or Overinvestment? The Effect of Debt Maturity on Investment, Simon Business School, Working Paper N. FR 03-28.
- * Montier, J. (2002). Behavioral finance: Insights into irrational minds and markets, West Sussex, England: John Wiley & Sons.
- * Myers S, (1977), Determinants of Corporate Borrowing, Journal of Financial Economics, 5(1), 146-175.
- * Odean, T. (1999). Do investors trade too much?, American Economic Review, 1279-1298.

- * Paule-Vianez, J., Gomez-Martinez, R. & Prado-Roman, C. (2020). A bibliometric analysis of behavioural finance with mapping analysis tools, [European Research on Management and Business Economics](#).
- * Pompian, M. & Longo, J. (2004). A New Paradigm for Practical Application of Finance Behavioral: Creating Investment Programs Based on Personality Type and Gender to Produce Better Investment Outcomes, *Journal of Wealth Management*.
- * Samuelson, W. & Zeckhauser, R.J. (1988). Status quo bias in decision making, *Journal of Risk and Uncertainty*, 1(1), 7-59.
- * Savage, L.J. (1972). *The foundations of statistics*, 2nd rev. ed. New York: Dover.
- * Shaikh, I.A. & O'Connor, G. (2020). Understanding the motivations of technology managers in radical innovation decisions in the mature R&D firm context: An Agency theory perspective, [Journal of Engineering and Technology Management](#), 55.
- * Shefrin, H. & Statman, M. (1984). Explaining investors performance for cash dividends, *Journal of Financial Economics*, 13.
- * Starks, L. T. (1987). Performance Incentive Fees: An Agency Theoretic Approach, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22, pp- 17-32.
- * Statman, M. & Fisher, K.L. (2000). Cognitive biases and market forecasts, *Journal of Portfolio Management*.
- * Stromback, C., Skagerlund, K., Vastfjall, D. & Tinghog, G. (2020). Subjective self-control but not objective measures of executive functions predicts financial behavior and well-being, [Journal of Behavioral and Experimental Finance](#), 27.
- * Shiller, R.J. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- * Shleifer, Andrei. (2000). *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. New York: Oxford University Press.
- * Thaler, R.H. (1980). Towards a positive theory of consumer choice, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1, 39-60.
- * Thaler, R.H. & Lamont, O.A. (2003). Anomalies: The law of one price in financial markets, *Journal of Economic Perspectives*, 17(4), 191-202.
- * Thaler, R.H. & Shefrin, H.M. (1988). The behavioral life-cycle hypothesis, *Economic Inquiry*.
- * Tversky, A. & Kahneman, D. (1988). Extensional Versus Intuitive Reasoning: The Conjunction Fallacy in Probability Judgment, [Readings in Cognitive Science](#), 440-451.
- * Yurtadur, N. & Ozcelik, H. (2019). Evaluation of the Financial Investment Preferences of Individual Investors from Behavioral Finance: The Case of Istanbul, [Procedia Computer Science](#), 158, 761-765.
- * Zaleskiewicz, T. (2006). Behavioral Finance, *Handbook of Contemporary Behavioral Economics: Foundations and Developments*.

Assessing the Impact of Managers' Agency Motivation on Investment Portfolio Selection in the Framework of prospect Theory

Karami Najaf

Ph.D. Candidate. department of accounting . bonab branch. islamic azad university.bonab . iran
n_kpnu@yahoo.com

Abdi Rasul

Assistant Professor. Department of Accounting, Bonab Branch, Islamic Azad University, Bonab, Iran.(Corresponding Author)
abdi_rasool@yahoo.com

Nader Rezaei

Assistant Professor. Department of Accounting, Bonab Branch, Islamic Azad University, Bonab, Iran
naderrezaeimiyandoab@gmail.com

Pakmaram Asgar

Assistant Professor. Department of Accounting, Bonab Branch, Islamic Azad University, Bonab, Iran
pakmaram@gmail.com

Abstract

Agency theory mainly refers to the conflict of interests between management and ownership that managers may behave differently in investing despite contract incentives. Accordingly, in the present article, while examining the behavioral financial concepts, the behavioral portfolio theory is explained and then the effect of managers' motivation on the selection of investment portfolio is evaluated in the framework of prospect theory. In the present study, ten-year data on stock index yield and cash return Bahadar has been used from the beginning of 1389 to the end of 1398 and while separating test data into two parts of test and evaluation data based on quarterly returns of the first seven years, the proposed behavioral portfolio based on motivation and vision theory and calculation of returns and risk for 84 The proposed portfolio for the next three years is examined. The statistical test of the research hypotheses at an error level of 5% indicates that although the yield of the resulting portfolio was not significantly different between the classical and behavioral models, the risk of the behavioral financial portfolio was less than the classical portfolio.

Keywords: portfolio selection, Agency Motivation, prospect Theory

