



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال هفتم / شماره بیست‌وهشتم / زمستان ۱۳۹۷

## نقش مالی رفتاری در درک رفتار سرمایه‌گذاران فردی (مرور شواهد تجربی از بورس اوراق بهادار تهران)

کیوان دادرس

دانشجوی دکتری رشته مدیریت صنعتی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات، تهران  
keyvandadras@gmail.com

عباس طلوعی اشلقی

استاد، دلتشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات، تهران (نویسنده مسول)  
toloie@gmail.com

رضا رادفر

استاد، دلتشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات، تهران  
radfar@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۳/۰۱ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۵/۲۹

### چکیده

در پارادایم مالی رفتاری، فرض انسان به عنوان موجودی منطقی که همواره در بهینه‌سازی منافع‌اش کامیاب است مورد تردید قرار می‌گیرد. طرفداران دانش مالی رفتاری اعتقاد راسخی دارند که آگاهی از "تمایلات روان‌شناختی" در عرصه سرمایه‌گذاری، کاملاً ضروری و نیازمند توسعه جدی دامنه مطالعاتی است. اگرچه هنوز بسیاری از دانشگاهیان و حرفه‌ای‌های طرفدار مکتب مالی کلاسیک، بررسی جنبه‌های رفتاری انسان و تأثیر آن بر تصمیمات مالی را به‌عنوان یک شاخه مستقل مطالعاتی باور ندارند، اما توسعه کمی و کیفی تحقیقات تجربی در این حوزه، نشان دهنده اهمیت تحقیقات رفتاری در بازارهای مالی است. هدف این مطالعه شناسایی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار فردی و همین‌طور شناسایی تورش‌های رفتاری در بورس اوراق بهادار تهران از طریق مرور جامع تحقیقات انجام شده در ایران و مقایسه آنها با نتایج تحقیقات در بازارهای مالی سایر کشورها می‌باشد. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که، تحقیقات داخلی و خارجی، نسبتاً عوامل مؤثر مشابهی را همچون نسبت‌های مالی، توصیه‌ها، تورش‌های رفتاری و ... شناسایی کرده‌اند. همچنین تاکنون تاثیر عوامل دموگرافیک بر رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سهام تهران، مطالعه نشده است.

واژه‌های کلیدی: تورش‌های رفتاری، رفتار سرمایه‌گذار فردی، مالی رفتاری.

## ۱- مقدمه

بی‌تردید کارآمدی نظام مالی یک کشور به عنوان زیر مجموعه‌ای از نظام اقتصادی آن کشور و با توجه به روابط متقابل با دیگر اجزا، می‌تواند بر کارآمدی سیستم اقتصادی تأثیر بسزایی داشته باشد. بازار سرمایه در این میان به عنوان زیر مجموعه‌ای از نظام مالی، از جایگاه ویژه‌ای برخوردار بوده و نقشی اساسی در جذب، هدایت و تخصیص سرمایه موجود در جامعه را به سمت سرمایه‌گذاری در امر تولید و اشتغال‌زایی بر عهده دارد (یوسفی و شهرآبادی، ۱۳۸۸). بورس اوراق بهادار، یک بازار اقتصادی است که در آن، خرید و فروش اوراق بهادار تحت ضوابط و قوانین خاص صورت می‌گیرد. با عنایت به عرضه سهام بزرگ‌ترین و مهم‌ترین واحدهای اقتصادی کشور در تالارهای بورس، هرگونه تغییر در شرایط اقتصادی، سیاسی و ... می‌تواند به سرعت بر بورس اوراق بهادار تأثیر گذاشته و آن را دچار نوسان نماید (نیکلاس و تالر ۲۰۰۴). 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 (ایزدی نیا و حاجیان نژاد، ۱۳۸۸). سرمایه‌گذاران فردی بدلیل پس‌انداز مناسب‌شان نقشی حیاتی در بازار سهام ایفاء می‌کنند (شافی، ۲۰۱۴). بنابراین شناسایی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری آنان اهمیت بسیار زیادی دارد.

پارادایم غالب در تئوری‌های مالی کلاسیک (مالی مدرن) مبتنی بر حداکثر سازی مطلوبیت انتظاری و ریسک‌گریزی است در حالی که مطالعات تجربی از دنیای واقعی حجم‌های فراوانی را در سال‌های اخیر به تئوری‌های مدرن مالی و فرض انسان عقلایی وارد کرده است. مطالعات روانشناسان نشان می‌دهد که انسان‌ها در عمل، رفتاری متفاوت از آنچه که تئوری‌های مدرن مالی از انسان عقلایی ترسیم می‌کنند از خود بروز می‌دهند (فرناندز، پنا و تاباک، ۲۰۱۰). ادامه مطالعه‌های حوزه مالی از جمله بررسی علمی رفتار قیمت اوراق بهادار حاکی از وجود تناقض‌هایی در واقعیت‌ها و مفروض‌های بازار کارا (یکی از اصول اساسی نظریات مالی کلاسیک) بود؛ بنابراین اندیشمندان حوزه مطالعه‌های مالی که همواره درصدد شناخت و تبیین رفتارها و علل وقایع بازارهای مالی بودند، تلاش نمودند با کمک گرفتن از علوم رفتاری درصدد تشریح رفتار تصمیم‌گیرندگان در بازارهای مالی برآیند و با طرح محدودیت‌های تئوری‌های مالی کلاسیک در تبیین واقعیت‌ها از جمله محدودیت در آربیتراژ و محدودیت‌های شناختی انسان، عامل رفتار غیرعقلایی انسان، در کنار سایر متغیرهای اقتصادی به عنوان عوامل مؤثر بر رفتارهای اقتصادی شناخته شد (رودپشتی، هییتی و موسوی، ۱۳۹۱).

جهت توجیه وقایع متضاد با مفروضات مالی کلاسیک، یکی از مطالعاتی که در این زمینه به سرعت گسترش یافته، ادغام نظریه‌های اقتصادی با نظریه‌های رایج روانشناسی بود که تحت عنوان مالی رفتاری مطرح گردید. مالی رفتاری به دنبال تأثیر فرآیندهای روان‌شناختی در تصمیم‌گیری است و تلاشی برای توصیف دلایل بروز استثناها در ادبیات مالی است. به نظر لینتر، مالی رفتاری به مطالعه چگونگی تفسیر و عمل بر مبنای اطلاعات جهت انجام تصمیمات ساختار یافته سرمایه‌گذاری توسط افراد می‌پردازد (تلنگی، ۱۳۸۳). مالی رفتاری مقوله‌ای از مباحث مالی است که به نظریه‌های استاندارد مالی جنبه‌های رفتاری را در فرآیند تصمیم‌گیری اضافه می‌نماید. برخلاف

راهبرد شارپ و مارکوویتز مالی رفتاری با افراد و شیوه‌های گردآوری و بکارگیری اطلاعات تعامل دارد (اولسن، ۱۹۹۸).

رفتار سرمایه‌گذاران در بورس، نحوه تصمیم‌گیری، تخصیص منابع پولی، قیمت‌گذاری و ارزیابی بازده شرکت‌ها را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد. شرایط مبهم و اشتباهات شناختی که در روانشناسی انسان ریشه دارد، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران اشتباهاتی در شکل‌دهی انتظارات خود داشته باشند و در نتیجه رفتارهای ویژه در هنگام سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی از خود بروز دهند (سینائی و داودی، ۱۳۸۸). گاهی اوقات ممکن است در بازار سهام (اوراق بهادار) تصمیم‌گیری توسط سرمایه‌گذاران به صورت شهودی و بر مبنای آزمون و خطا و تجربه باشد. همچنین، گاهی ممکن است رفتار سرمایه‌گذاران به صورت دنباله‌روی از جمع یا رفتار توده‌وار<sup>۱</sup> باشد. در این گونه رفتار، اشخاص گرایش دارند تا در تصمیم‌گیری‌هایشان با دیگران هم‌نوا شوند، از دلایل دیگر دور شدن بازارهای مالی از رفتارهای منطقی، بروز رفتارهای واکنشی توسط سرمایه‌گذاران در این بازارهاست. یکی از مفروضات مهم بازار کارای سرمایه این است که سرمایه‌گذاران به طور منطقی به اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهند شواهد بسیاری وجود دارد که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید واکنش بیش از اندازه نشان داده و بر این اساس تصمیم می‌گیرند. بر اساس تحقیقات انجام شده توسط محققان ایرانی، رفتارهای متعددی از سرمایه‌گذاران همچون رفتار عقلانی، رفتار توده‌وار، رفتار واکنشی<sup>۲</sup> (بیش واکنشی و کم واکنشی) و تصمیم‌گیری شهودی در دوره‌های مختلف در بورس اوراق بهادار تهران مشاهده شده است (وکیلی فرد، خشنود و فروغ نژاد، ۱۳۹۲). ظهور رفتارهای توده‌وار و واکنشی می‌تواند به بی‌ثباتی بازار، شکنندگی بازار و ناعادلانه شدن قیمت‌ها که یکی از مهم‌ترین اهداف کارکردی بازار سرمایه است، منجر گردد. رفتار توده‌وار به عنوان نوعی تورش رفتاری منشاء بروز و پیدایش ناهنجاری‌های متعددی، از قبیل: حباب و سقوط قیمت‌ها و شکل‌گیری نوسان‌های شدید در بازار و در نهایت، عدم کارایی در بازار سرمایه به حساب می‌آید (محمدی، راعی، قالیباف و گل‌ارضی، ۱۳۸۹). به‌عنوان مثال می‌توان به ظهور پدیده حباب قیمت‌ها طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۴ در بورس اوراق بهادار تهران و سقوط بازار سهام در سال ۱۳۸۳ اشاره نمود (صالح‌آبادی و دلیریان، ۱۳۸۹).

پر واضح است عدم توجه و نادیده گرفتن رفتار سرمایه‌گذاران فردی در بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند آسیب‌های زیادی به این بازار در حال رشد برساند. با توجه به مطالب بیان شده اهداف این مطالعه شامل، شناسایی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی، شناسایی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران فردی در بورس اوراق بهادار تهران از طریق مرور جامع بر تحقیقات انجام شده داخلی و همچنین مقایسه نتایج تحقیقات داخلی با نتایج تحقیقات در بازارهای سهام سایر کشورها از بعد عوامل اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار فردی می‌باشد. نتایج حاصل از این مطالعه می‌تواند مدیران، تصمیم‌گیرندگان، کارگزاران و فعالان بازار سرمایه را در درک رفتار سرمایه‌گذاران فردی، کمک نماید.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات زیادی در زمینه مالی رفتاری و تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذار فردی انجام شده است که در یک تقسیم بندی، آنها را می‌توان در دو گروه کلی قرار داد:

الف) در این گروه، تحقیقاتی قرار دارند که در آن محققین به بررسی و شناسایی عوامل مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذار فردی در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند این تحقیقات عوامل رفتاری، سیاسی، اقتصادی و مالی مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذار فردی را مورد بررسی و آزمون قرار داده‌اند

ب) گروه دوم تحقیقاتی را شامل می‌شود که در آن محققین به بررسی رفتار منطقی سرمایه‌گذار فردی و خطاهای رفتاری در تصمیمات سرمایه‌گذار فردی پرداخته‌اند. در این پژوهش‌ها به بررسی و آزمون تورش‌های رفتار مثل توده‌واری بیش واکنشی و کم واکنشی و تصمیم‌گیری شهودی در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. در ادامه تعدادی از این تحقیقات تشریح می‌گردد.

### ۲-۱- مرور تحقیقات انجام شده با هدف شناسایی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار فردی

آقایی و مختاریان در مطالعه‌ای به بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نتایج مطالعه آنها نشان داد که معیارهای مالی از قبیل تقسیم سود و سود هر سهم بسیار مربوط هستند (آقایی و مختاریان، ۱۳۸۳).

بهرام‌فر و مهرانی نیز با هدف شناسایی برخی از عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری در سهام، به بررسی رابطه بین سود، سود تقسیمی و سرمایه‌گذاری پرداختند. آنها با طراحی مدل‌های رگرسیونی رابطه میان متغیرهای مورد بررسی را تأیید کردند (بهرام‌فر و مهرانی، ۱۳۸۳).

تهرانی و خوشنود با انجام پژوهشی به شناسایی و رتبه‌بندی گروه‌های تأثیرگذار بر تصمیم خرید و فروش سرمایه‌گذاران فردی پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که سرمایه‌گذاران فردی به شدت تحت تأثیر شایعات و اخبار تأیید نشده و همچنین جو بازار قرار دارند و برای تصمیم‌گیری خود به ندرت از مشاوره متخان مالی و نیز کارگزاران بهره می‌گیرند و بعلاوه سرمایه‌گذاران فردی معتقدند که پیروی از جو بازار و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران بزرگ و نهادی بیشترین سود را برای آنها دارد (تهرانی و خوشنود، ۱۳۸۴).

خادمی و قاضی‌زاده با استفاده از مدل معادلات ساختاری به بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سهامداران پرداختند. در پژوهش مذکور ابتدا از طریق پرسشنامه، اطلاعات جمع‌آوری و با استفاده از روش تحلیل عاملی، عوامل شناسایی شدند. نتایج این پژوهش نشان داد که به ترتیب عوامل سیاسی، عوامل روانی بازار، عوامل اقتصادی و عوامل مالی در سطح شرکت، بالاترین تأثیر را بر تصمیم‌گیری سهامداران دارند (خادمی و قاضی‌زاده، ۱۳۸۶).

فلاح شمس و عزیزی در مطالعه‌ای به بررسی عوامل تأثیرگذار بر قصد سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران حقیقی پرداختند. نتایج این مطالعه نشان داد که به ترتیب اطلاعات عمومی، اطلاعات حسابداری و مالی، انتظار

سرمایه‌گذار و نیاز سرمایه‌گذار بر قصد سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران بالاترین اثر را دارند (فلاح شمس و عزیزی، ۱۳۸۷).

ساعدی و مختاریان در تحقیقی به بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی پرداختند. نتایج مطالعه آنها نشان می‌دهد که در مورد تصمیم‌گیری برای خرید سهام، معیارهای مالی از قبیل تقسیم سود و درآمد هر سهم بسیار مربوط هستند. با این حال اهمیت آنها کمتر از نوسان‌های قیمت و روند قیمت سهام در بورس است (ساعدی و مختاریان، ۱۳۸۸).

سینائی و داودی در مطالعه‌ای رابطه شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران را بررسی نمودند. نتایج مطالعه آنها نشان داد که هر سه بعد شفافیت یعنی افشای اطلاعات مالی؛ شفافیت ساختار مالکیت و شفافیت ساختار هیئت مدیره بر رفتار سرمایه‌گذاران فردی در بورس تأثیر گذار است. البته سرمایه‌گذاران بیش از هر چیز به افشای اطلاعات مالی اهمیت می‌دهند (سینائی و داودی، ۱۳۸۸).

لاری در تحقیقی با عنوان ارزیابی تأثیر افشای اطلاعات غیر مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران بیان کردند که بین اطلاعات غیر مالی و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران رابطه وجود دارد و اهمیت افشای اطلاعات غیر مالی برای سرمایه‌گذاران نیز به ترتیب عبارتند از: حضور در بازار، کیفیت مدیریت مشتریان و فرهنگ سازمانی (لاری، ۱۳۸۹).

خلیفه سلطانی، ملانظری و پاکدل بیان کردند که پیش بینی سود هر سهم باعث تغییرات بازار سهام و واکنش مستقیم سرمایه‌گذاران بازار سرمایه می‌شود همچنین بین میانگین عمق قیمتی سهام قبل و بعد از انتشار گزارش‌های مالی تفاوت هست (خلیفه سلطانی، ملانظری و پاکدل، ۱۳۸۹).

یحیی‌زاده فر، زالی و شبابی در مطالعه‌ای به بررسی عوامل تعیین‌کننده رفتار سرمایه‌گذاران پرداختند مطالعه آنها نشان داد که عوامل سیاسی (اخبار سیاسی داخلی، رویدادهای سیاسی داخلی و ...)، عوامل اقتصادی (نرخ بهره، نرخ تورم و ...)، عوامل روان‌شناختی (شرکت‌های مشاوره‌ای، پیشنهادات کارگزاران سهام و ...) و عوامل درونی (حجم معامله و اقلام ترازنامه ...) بر رفتار سرمایه‌گذاران اثر مستقیم دارد (یحیی‌زاده فر، زالی و شبابی، ۲۰۰۹).

فهیمی دوآب به بررسی عوامل رفتاری خاص در تصمیم خرید سرمایه‌گذاران سهام عادی در تالار بورس اوراق بهادار مشهد و مقایسه تطبیقی آن با تصمیم خرید سرمایه‌گذاران در تالار بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج تحقیق حاکی از آن بود که تصمیم خرید سرمایه‌گذاران در هر دو تالار تحت تأثیر عوامل فرهنگی خاص می‌باشد. تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در مشهد به ترتیب تحت تأثیر قدرت نقد شوندگی سهام عادی، وجود عوامل فرهنگی خاص و سودآوری شرکت‌ها می‌باشد و تصمیم سرمایه‌گذاران تهرانی به ترتیب تحت تأثیر قدرت نقد شوندگی و سودآوری شرکت‌ها می‌باشد (فهیمی دوآب، ۱۳۸۹).

اصغری‌زاده و حاج زوار به تحلیل پس‌بهینگی رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری پرداختند. این پژوهشگران ابتدا شاخص‌های مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را شناسایی کرده و سپس با استفاده از تکنیک TOPSIS شرکت‌های پذیرفته شده را برحسب شاخص‌های شناسایی شده رتبه‌بندی نمودند. نتایج مطالعه

نشان می‌دهد، پنج شاخص سود ناویژه به فروش، درآمد هر سهم، نسبت توزیع سود، افزایش تعداد تولید و در آخر نرخ پوشش هزینه‌های مالی، شاخص‌های حساس بوده‌اند و از بین این شاخص‌ها درآمد هر سهم، به دلیل ایجاد کمترین تغییرات، حساس‌ترین شاخص شناخته شد (اصغری‌زاده و حاج زوار، ۱۳۹۰).

موسوی در مطالعه خود نشان داد که عدم تقارن اطلاعات بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران مؤثر است. رضایت سرمایه‌گذاران از افشای اطلاعات توسط شرکتها بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران مؤثر است. همچنین ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بر عملکرد سرمایه‌گذاری آنها مؤثر است. عملکرد سرمایه‌گذاری افراد نیز بر رضایت آنها از سرمایه‌گذاری و قصد سرمایه‌گذاری مجدد آنها تأثیر می‌گذارد (موسوی، ۱۳۹۰).

ودیدی و شکوهی‌زاده به بررسی معیارهای مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار مبادرت ورزیدند. نتایج نشان داد معیارهایی چون سرعت و قدرت نقد شوندگی سهام، روند قیمت سهام و وضع بازار سهام از عوامل معروفی چون سود هر سهم و نسبت قیمت به سود با اهمیت‌تر می‌باشند (ودیدی و شکوهی‌زاده، ۱۳۹۱).

خانی‌فر، جمشیدی و محمدی نژاد عوامل مؤثر بر تصمیم تحلیل‌گران بازار سهام را در بورس تهران با رویکرد تحلیل بنیادی مطالعه کردند. نتایج این مطالعه نشان داد که عوامل مرتبط با شرکت مثل سود هر سهم<sup>۳</sup> واقعی، سود هر سهم پیش‌بینی‌شده، حاشیه سود، نسبت قیمت به سود هر سهم<sup>۴</sup> و نرخ فروش در مقایسه با عوامل مرتبط با بازار/ اقتصاد و عوامل مرتبط با صنعت، مهم‌ترین عوامل مؤثر بر تصمیم تحلیل‌گران هستند (خانی‌فر، جمشیدی و محمدی نژاد، ۲۰۱۲).

سعادت امام و شجری در پژوهشی به شناسایی و تحلیل عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران پرداختند. بر اساس نتایج این مطالعه، مهم‌ترین عوامل مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در بازار سهام تهران به ترتیب عبارتند از: موضوعات سیاسی، شفافیت داده‌های مالی، نوع صنعت و حجم مبادلات سهام (سعادت امام و شجری، ۲۰۱۳).

شاه علی، سرشت و میرلوهی در مطالعه‌ای تلاش نمودند تا عوامل مؤثر بر رفتار (تصمیم‌گیری) سهامداران برای خرید سهام عادی در بورس تهران را تعیین و با استفاده از روش فرآیند تحلیل سلسله‌مراتبی<sup>۵</sup> و فرآیند تحلیل شبکه‌ای<sup>۶</sup> اولویت‌بندی نمایند. نتایج حاصل از بکارگیری دو تکنیک در اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سهامداران نشان داد که عوامل سیاسی در مقایسه با عوامل اقتصادی، عوامل شرکت، عوامل روان‌شناختی بازار و وضعیت مالی کسب و کار، دارای اولویت بالاتری می‌باشند (شاه علی، سرشت و میرلوهی، ۲۰۱۳).

مرادی، شفیعی و رحمانی در مطالعه‌ای به شناسایی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در خرید سهام پرداختند. آنها ابتدا با مراجعه به مطالعات مشابه و نظرات خبرگان، عوامل بالقوه انتخاب سهام را شناسایی و سپس با به‌کارگیری روش کارآمد دیمتل<sup>۷</sup>، ساختاری سلسله‌مراتبی از عوامل به همراه روابط تأثیرگذاری و تأثیرپذیری متقابل، تبیین نمودند. و در نهایت عوامل مهم و تأثیرگذار بر تصمیم سرمایه‌گذار در انتخاب سهام را استخراج نمودند (مرادی، شفیعی و رحمانی، ۱۳۹۲).

ستوده و محمدی با هدف شناسایی و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر انگیزه سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار اقدام به انجام مطالعه‌ای نمودند. بدین منظور مدلی جامع مشتمل بر عوامل کلان (عوامل سیاسی و اقتصادی) و عوامل خرد (اطلاعات شرکت، عوامل روانی و اطلاعات معاملات در بازار سرمایه) ارائه نمودند. نتایج تحقیق نشان داد تمامی متغیرها به جز نتایج تحلیل‌های علمی (تکنیکال و بنیادی) دارای رابطه مثبت و معنادار با انگیزه سرمایه‌گذاری در سهام بوده‌اند. بعلاوه عامل اطلاعات مالی شرکت در رتبه اول و عوامل سیاسی، اطلاعات معاملاتی بازار، عوامل اقتصادی، اطلاعات عمومی، شایعات و تحلیل‌های علمی به ترتیب در رتبه‌های دوم تا هفتم قرار گرفتند (ستوده و محمدی، ۱۳۹۴).

## ۲-۲- مرور تحقیقات انجام شده در حوزه بررسی و آزمون تئوری‌های رفتاری

بررسی پژوهش‌های انجام شده طی سال‌های گذشته در بورس اوراق بهادار تهران و در خصوص تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، چهار نوع رفتار سرمایه‌گذاری را تایید می‌نماید. این چهار نوع رفتار (تصمیم) سرمایه‌گذاری عبارتند از: رفتار منطقی و عقلانی، رفتار (تصمیم‌گیری) شهودی، رفتار واکنشی به رویدادها و وضعیت‌های خاص بازار و در نهایت، تصمیمات مبتنی بر رفتار اکثریت (رفتار توده‌وار) (وکیلی فرد، خشنود و فروغ نژاد، ۱۳۹۲). نیکبخت و مرادی به ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی پرداخته‌اند. آنان اقدام به بررسی شصت شرکت و با محاسبه بازده غیرعادی انباشته با استفاده از قیمت و شاخص‌های هفتگی در طول دو دوره سه ساله، پدیده عکس‌العمل بیش از اندازه را بررسی کردند نتایج تحقیق آنان واکنش بیش از اندازه را در بلند مدت تأیید کرده است (نیکبخت و مرادی، ۱۳۸۴).

دموری، سعیدا و فلاح زاده به بررسی عکس‌العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران پرداختند. نتایج مطالعه آنها نشان داد که سرمایه‌گذاران نسبت به متغیرهای سود قبل از اقلام غیر مترقبه، فروش و بازده سهام، عکس‌العمل بیش از اندازه نشان می‌دهند ولی نسبت به متغیر جریان نقدی، عکس‌العمل بیش از اندازه نشان نمی‌دهند (دموری، سعیدا و فلاح زاده، ۱۳۸۷).

رستمی و حکمی فر در مطالعه‌ای به بررسی عکس‌العمل بیش از اندازه سهامداران بورس طی دوره زمانی هشت ساله (۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸) پرداختند. تجزیه و تحلیل این تحقیق براساس مدل‌های رگرسیون و نمودارهای کنترلی انجام شده بود. نتایج به دست آمده حاکی از آن بود که سرمایه‌گذاران نسبت به بند تداوم فعالیت گزارش حسابرسی شرکت‌ها واکنش بیش از اندازه (مثبت و منفی) نشان می‌دهند (رستمی و حکمی فر، ۱۳۹۱). مرادی، صالحی و حسن زاده طی پژوهشی به ارزیابی واکنش‌های افراطی مبادرت نمودند. این پژوهشگران براساس شواهدی در دوره (۲۰۰۹-۲۰۱۱) در بورس تهران بیش واکنشی را بررسی کردند که نتایج آزمون‌های انجام شده حاکی از وجود واکنش‌های بیش از اندازه در بورس تهران بوده است (مرادی، صالحی و حسن زاده، ۲۰۱۱).

مهرانی و نونهال نهر به بررسی امکان افزایش بازده سرمایه‌گذاری‌ها و کسب بازده‌های غیر عادی از طریق به کارگیری راهبرد معاملاتی معکوس پرداختند. نتایج تحقیق آنها عکس‌العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران را در

بورس اوراق بهادار تهران تأیید نمود. علاوه بر این به گفته آنها عکس‌العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران ایرانی به اخبار بد بسیار بیش تر از عکس‌العمل بیش از اندازه آنها نسبت به اخبار خوب می‌باشد (مهرانی و نونهال نهر، ۱۳۸۷).

شهریاری با استفاده از انحراف بازده سهام از بازده کل به بررسی رفتار توده وار پرداخت. یافته این تحقیق حاکی از آن است که رفتار توده وار در دوران رونق بازار در بورس تهران وجود ندارد، ولی شواهدی از توده‌واری در زمان رکود بازار با استفاده از داده‌های روزانه بدست آمد (شهریاری، ۱۳۸۶).

یوسفی و شهرآبادی نیز رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار را در (دوره ۱۳۸۶-۱۳۸۲) با استفاده از مدل هوانگ و سالمون مورد بررسی و آزمون قرار گرفت. نتایج این مطالعه، وجود رفتار توده‌وار را تأیید می‌نماید (یوسفی و شهرآبادی، ۱۳۸۸).

ایزدی‌نیا و حاجیان نژاد نیز به بررسی و آزمون رفتار توده‌وار در صنایع منتخب پرداختند. نتایج نشان داد که رفتار توده‌وار در چهار پرتفوی مورد آزمون وجود نداشته است و همچنین نتایج تحقیق برای دوران تنش همراه با افول بازده سهام و دوران تنش همراه با صعود بازده سهام یکسان بود. بنابراین رفتار سرمایه‌گذاران عقلایی به نظر می‌رسد. به عبارت دیگر مطابق با الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای انحراف معیار بازده سهام در دوران تنش بازار افزایش یافته است (ایزدی‌نیا و حاجیان نژاد، ۱۳۸۸).

محمدی، راعی، قالیباف و گل ارضی در پژوهشی اقدام به تجزیه و تحلیل رفتار جمعی سرمایه‌گذاران با استفاده از مدل فضای حالت نمودند این پژوهش که با استفاده از داده‌های بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۱۳۸۷-۱۳۸۰ انجام شد، نشان می‌دهد، سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران به صورت جمعی و مستمر از عامل بازار تبعیت می‌کنند علاوه بر این سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود به عامل اندازه و ارزش توجه جمعی ندارند که بر این اساس می‌توان گفت که توجه هم‌زمان به سهم شرکت‌های کوچک یا بزرگ و یا توجه هم‌زمان به سهام شرکت‌های ارزشی یا رشدی نمی‌تواند تأثیری بر روابط تعادلی بازار سرمایه در ایران داشته باشد (محمدی، راعی، قالیباف و گل ارضی، ۱۳۸۹).

فلاح‌پور و عبداللهی به شناسایی و وزن‌دهی سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با روش تحلیل سلسله مراتبی فازی<sup>۱</sup> پرداختند. در این پژوهش خطاهای رفتاری واکنش‌های افراطی و رفتار توده‌وار و رفتارهای مکاشفه‌ای رتبه‌های بالایی را کسب کردند. از نتایج مهم این پژوهش آن است که در بورس اوراق بهادار تهران رابطه قوی بین شخصیت سرمایه‌گذاران با خطاهای رفتاری مشاهده می‌شود و سرمایه‌گذاران هنگام تصمیم‌گیری به جای رفتار منطقی و محاسبات علمی بیشتر احساسی رفتار می‌کنند (فلاح‌پور و عبداللهی، ۱۳۹۰).

خوش سیرت و سالاری ایجاد و تشکیل رفتار توده‌وار را در یک بررسی کردند. نتایج مطالعه نشان داد صنایع مختلف در دوره دوره زمانی هشت ساله (۲۰۰۹-۲۰۰۱) توده‌واری در دو گروه (صنعت) خودرو و معدنی وجود داشته است (خوش سیرت و سالاری، ۲۰۱۱).

هیبتی و زندیه در پژوهش بر آن شدند تا بر اساس دو فرضیه بیش واکنش و عدم قطعیت اطلاعات، به ارزیابی و تبیین رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سهام ایران در دوره زمانی دو ساله (۱۳۸۷-۱۳۸۹) بپردازند. یافته‌های



پژوهش سازگاری بازدهی سهامداران با دو فرضیه فوق‌الذکر و در نتیجه افزایش عدم قطعیت بازار در برخی سهام و همچنین بیش واکنش سهامداران را در بعضی از صنایع بورسی مورد بررسی در هنگام انتشار اخبار بروز و یا خروج بحران مالی جهانی به اثبات رساند (هیبتی و زندیه، ۱۳۹۰).

علاوه بر تحقیقات بیان شده در بالا، تعدادی از محققین به بررسی سایر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران فردی در بورس تهران پرداخته‌اند. تعدادی از آنها عبارتند از:

سیف الهی، کردلو و دشتی در مطالعه‌ای به بررسی عوامل رفتاری مؤثر همچون دوری از تاسف و پشیمانی<sup>۹</sup>، اثر تمایلی<sup>۱۰</sup>، حسابداری ذهنی<sup>۱۱</sup>، بیش اطمینانی<sup>۱۲</sup>، شهود نمایندگی<sup>۱۳</sup>، رفتار توده وار بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاری (دارایی‌های مالی) سرمایه‌گذاران فردی پرداختند. نتایج نشان داد که تمام عوامل به غیر از عامل «بیش اطمینانی» روی سرمایه‌گذاری تأثیر گذار هستند و میزان این تأثیر برای هر یک متفاوت می‌باشد (سیف الهی، کردلو و دشتی، ۱۳۹۴).

نیکو مرام، رود پشته، هیبتی و یزدانی در مقاله‌ای با عنوان «تأثیر سوگیری شناختی سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران بر ارزشیابی سهام» دریافتند که تأثیر سوگیری‌هایی نظیر اطمینان بیش از اندازه، نمایندگی، لنگراندازی (نقطه اتکا)<sup>۱۴</sup> توجه و دسترسی، به عنوان مفهومی کلیدی در تصمیمات شهودی بر ارزشیابی سهام مؤثر می‌باشند (نیکو مرام، رود پشته، هیبتی و یزدانی، ۱۳۹۱).

خدابنده لو در پایان نامه خود با موضوع «بررسی عوامل رفتاری اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» میزان تأثیر عوامل رفتاری بیان شده در چارچوب تئوری چشم‌انداز<sup>۱۵</sup> (ضرر‌گریزی<sup>۱۶</sup>، حسابداری ذهنی، دوری از تاسف و پشیمانی) و عوامل رفتاری بیان شده در چارچوب تئوری ابتکاری<sup>۱۷</sup> (یافتن نقطه اتکا، شهود نمایندگی بیش اطمینانی، تورش دسترسی اطلاعات، سفسطه قماربازان<sup>۱۸</sup>) بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرده است. نتایج نشان می‌دهد به جز عامل رفتاری حسابداری ذهنی، بقیه عوامل رفتاری برای متغیر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نقش پیش‌بینی‌کننده‌ای داشته و بر متغیر وابسته تأثیر دارند. عامل رفتاری دسترسی اطلاعات دارای اثرگذاری بالاتری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری نسبت به سایر عوامل رفتاری تئوری ابتکاری است و عامل رفتاری دوری از تاسف و پشیمانی دارای اثرگذاری بالاتری نسبت به سایر عوامل رفتاری تئوری چشم‌انداز است (خدابنده لو، ۱۳۹۰).

باغدارم در پایان نامه خود با موضوع «بررسی عوامل مالی رفتاری مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی عامل‌های اطمینان بیش از حد سرمایه‌گذاران، تشدید تعهد و رفتار توده وار پرداخته است. نتایج نشان می‌دهد بین عوامل مالی رفتاری مورد بررسی قرار گرفته، تن‌ها رفتار توده وار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مؤثر است و اطمینان بیش از حد و تشدید تعهد سرمایه‌گذاران تأثیری بر تصمیمات آنها ندارد (باغدارم، ۱۳۹۰).

جهانخانی، نوفرستی و قراگوزلو در مقاله‌ای با عنوان «بررسی اطمینان بیش از اندازه سرمایه‌گذاران و حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی رابطه<sup>۱۹</sup> بین اطمینان بیش از اندازه در بازار سهام و افزایش حجم

معاملات سرمایه‌گذاران پس از تحقق بازده در دوره‌های قبل، پرداختند. نتایج این تحقیق وجود هر نوع رابطه‌ای بین این متغیرها را رد کرد و در نهایت اینکه اطمینان بیش از اندازه بین سرمایه‌گذاران و فعالان بازار وجود ندارد (جهانخانی، نوفرستی و قراگوزلو، ۱۳۸۸).

### ۲-۳- مرور تحقیقات انجام شده در سایر کشورها

در این زمینه می‌توان به دو مطالعه ارزشمند که توسط کائور و هرا (۲۰۱۲) و شافی (۲۰۱۴) صورت گرفت، اشاره نمود.

کائور و هرا به منظور درک رفتار سرمایه‌گذاران فردی به مرور شواهد تجربی و تحقیقات صورت گرفته (سالهای ۲۰۱۱-۱۹۷۵) در بازارهای مالی کشورهای متعددی همچون هند، چین، بحرین، آمریکا، امارات متحده عربی، تونس و یونان پرداختند. هدف از مطالعه آنان به روز کردن مطالعات انجام شده پیرامون رفتار سرمایه‌گذاران فردی در بازارهای مالی، کشف عوامل مختلف مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران فردی و همچنین ارائه یک مرور جامع از مطالعات در این حوزه بود. جدول (۱) طبقه‌بندی آنها را از عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران فردی، نشان می‌دهد (کائور و هرا، ۲۰۱۲).

#### جدول ۱- عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران فردی

عوامل دموگرافیک <sup>۱۹</sup> : جنسیت، سن، درآمد، وضعیت ازدواج، تحصیلات آموزش و شغل سرمایه‌گذار و غیره
اصول بنیادی سهام <sup>۲۰</sup> : بتا، بازده گذشته، ریسک، سود هر سهم، اندازه شرکت، عمر شرکت، قیمت سهام، نقل و انتقال سهام
ویژگی‌های سبک زندگی <sup>۲۱</sup> : توانایی‌های شخصی، سطح اعتماد و سطح وابستگی سرمایه‌گذار
اثرات روان‌شناختی <sup>۲۲</sup> : تمایلات، اهداف، پیش قضاوت‌ها، سوگیری‌ها و احساساتی که تصمیمات سرمایه‌گذاران را هدایت می‌کند
ظرفیت غلبه بر ریسک <sup>۲۳</sup> : پارامترهای امنیت، نقدینگی، درک سرمایه‌گذاری، بازده و پوشش ریسک
ارزش‌های شخصی <sup>۲۴</sup> : ویژگی‌های بارز مذهبی و اجتماعی که نوع گرایش سرمایه‌گذاران را به سمت سهام‌های بحث‌برانگیز، سهام‌هایی با اثرات محیطی، سهام‌هایی با عملیات حمایتی برای زنان، اقلیت‌ها و... تعیین می‌کنند.
سایر عوامل: (a) اطلاعات طبیعی (خنثی) <sup>۲۵</sup> (b) اطلاعات حسابداری <sup>۲۶</sup> (c) انطباق تصویر خود / تصویر شرکت <sup>۲۷</sup> (d) پیشنهادات حمایتی <sup>۲۸</sup> (e) نیازهای مالی شخصی <sup>۲۹</sup>

(منبع: کائور و هرا، ۲۰۱۲)

همینطور در مطالعه دیگر، شافی به مرور تحقیقات صورت گرفته بین سال‌های ۱۹۸۰ الی ۲۰۱۳، در بازار سرمایه کشورهای مختلفی همچون امارت، یونان، تونس، استرالیا، پاکستان، عمان، نیجریه، آمریکا و هند پرداخت. هدف وی از این مرور، شناسایی عوامل تأثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران فردی در بازار سرمایه کشورهای مختلف بود. مطالعه وی به نوعی تکمیل‌کننده مطالعه کائور و هرا بعد از سال ۲۰۱۱ می‌باشد وی ابتدا یک طبقه‌بندی از عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران فردی ارائه نمود که تفاوت چندانی با طبقه‌بندی

مطالعه کاتور و وهرا (جدول ۴) ندارد؛ و در یک تقسیم‌بندی دیگر، عوامل تأثیرگذار رایج بر رفتار سرمایه‌گذاران فردی را به چهار گروه دموگرافیک، اقتصادی، اجتماعی و روان‌شناختی تقسیم‌بندی نمود. به زعم وی این عوامل، رایج‌ترین عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران فردی در کشورهای مختلف می‌باشند (جدول ۲).

جدول ۲- رایج‌ترین عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی

ردیف	گروه	عوامل
۱	عوامل دموگرافیک	جنسیت، درآمد، سن و تحصیلات
۲	عوامل اقتصادی	سود تقسیمی، عامل ریسک، عملکرد گذشته شرکت، اطلاعات حسابداری، ساختار مالکیت و سود مورد انتظار شرکت
۳	عوامل اجتماعی	خانواده و دوستان، تمایل به هم‌رنگی
۴	عوامل روانشناختی	تفکر غیر عقلانی، سوگیری‌های شناختی، واکنش بیش از حد، دسترسی سریع به ثروت، اعتماد بیش از حد

(منبع: شافی، ۲۰۱۴)

### ۳- روش شناسی پژوهش

این مقاله از نوع مروری می‌باشد. بدین منظور، تحقیقات انجام شده که توسط محققین مختلف طی سالهای ۱۳۸۳ الی ۱۳۹۴ در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده و همینطور تحقیقات انجام شده در بازارهای سرمایه سایر کشورها، مورد بررسی قرار گرفته است.

### ۴- یافته‌های پژوهش

با بررسی و تحلیل تحقیقات داخلی ذکر شده در پیشینه پژوهش، عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در بورس اوراق بهادار تهران جمع‌بندی و خلاصه گردید جدول (۳) نتایج حاصل از این جمع‌بندی را نشان می‌دهد.

جدول ۳- جمع‌بندی تحقیقات انجام شده بین سال‌های ۱۳۸۳-۱۳۹۴

ردیف	عوامل اثرگذار	محققین
۱	نسبت‌های مالی (سود هر سهم، نسبت P/E و بازده سهام)	ستوده و محمدی (۱۳۹۴)، سعادت امام و شجری (۲۰۱۳)، مرادی و همکاران (۱۳۹۲)، خانی فر و همکاران (۲۰۱۲)، ودیعی و شکوهی زاده (۱۳۹۱)، شیرازی و همکاران (۱۳۹۰)، خلیفه سلطانی و همکاران (۱۳۸۹)، ساعدی و مختاریان (۱۳۸۸)، دموری و همکاران (۱۳۸۷)، خادمی و قاضی زاده (۱۳۸۶)، تهرانی و خشنود (۱۳۸۴)، آقایی و مختاریان (۱۳۸۳)، بهرامفر و مهرانی (۱۳۸۲)

ردیف	عوامل اثرگذار	محققین
۲	پیشنهادهای حمایتی (کارگزاری و...)	ستوده و محمدی (۱۳۹۴)، سعادت امام و شجری (۲۰۱۳)، ساعدی و مختاریان (۱۳۸۸)، خادمی و قاضی‌زاده (۱۳۸۶)، تهرانی و خشنود (۱۳۸۴)، آقایبی و مختاریان (۱۳۸۳)
۳	وضع بازار <sup>۳۱</sup> (میزان رشد سود و قیمت سهام)	ساعدی و مختاریان (۱۳۸۸)، ودیعی و شکوهی زاده (۱۳۹۱)، فلاح شمس و عزیزی (۱۳۸۷)، تهرانی و خشنود (۱۳۸۴)، آقایبی و مختاریان (۱۳۸۳)
۴	روند قیمت سهام	مرادی و همکاران (۱۳۹۲)، ودیعی و شکوهی زاده (۱۳۹۱)، ساعدی و مختاریان (۱۳۸۸)، آقایبی و مختاریان (۱۳۸۳)
۵	نوسانات قیمت سهام	شافی (۲۰۱۴)، کاتور و ووهر (۲۰۱۲)، ساعدی و مختاریان (۱۳۸۸)، فلاح و عزیزی (۱۳۸۷)، آقایبی و مختاریان (۱۳۸۳)
۶	مدیریت شرکت	ستوده و محمدی (۱۳۹۴)، شافی (۲۰۱۴)، ساعدی و مختاریان (۱۳۸۸)، دوآب (۱۳۸۹)، خادمی و قاضی‌زاده (۱۳۸۶)، آقایبی و مختاریان (۱۳۸۳)
۷	شایعات <sup>۳۲</sup>	مرادی و همکاران (۱۳۹۲)، موسوی (۱۳۹۰)، خادمی و قاضی‌زاده (۱۳۸۶)، ساعدی و مختاریان (۱۳۸۸)، تهرانی و خشنود (۱۳۸۴)
۸	مبنای شناختسرمایه‌گذاری	سینایی و داودی (۱۳۸۷)، ساعدی و مختاریان (۱۳۸۸)، مختاریان و آقایبی (۱۳۸۳)
۹	شفافیت	سعادت امام و شجری (۲۰۱۳)، موسوی (۱۳۹۰)، لاری (۱۳۸۹)، سینایی و داودی (۱۳۸۸)
۱۰	افزایش سرمایه	ستوده و محمدی (۱۳۹۴)، ودیعی و شکوهی زاده (۱۳۹۱)، مرادی و همکاران (۱۳۹۲)
۱۱	گروه های پیشرو	تهرانی و خشنود (۱۳۸۴)
۱۲	اطلاعات پنهانی	آقایبی و مختاریان (۱۳۸۳)
۱۳	عمق بازار سهام	ستوده و محمدی (۱۳۹۴)، شافی (۲۰۱۴)، کاتور و ووهر (۲۰۱۲)، فلاح و عزیزی (۱۳۸۷)
۱۴	رسانه	خادمی و قاضی زاده (۱۳۸۶)
۱۵	روند شاخص بازار <sup>۳۳</sup>	ستوده و محمدی (۱۳۹۴)، فلاح و عزیزی (۱۳۸۷)، خادمی و قاضی زاده (۱۳۸۶)
۱۶	نرخ تورم	ستوده و محمدی (۱۳۹۴)، خادمی و قاضی زاده (۱۳۸۶)، سعادت امام و شجری (۲۰۱۳)
۱۷	توصیه غیر سهامداران	ستوده و محمدی (۱۳۹۴)، خادمی و قاضی زاده (۱۳۸۶)
۱۸	توصیه سایر سهامداران	ستوده و محمدی (۱۳۹۴)، شافی (۲۰۱۴)، کاتور و ووهر (۲۰۱۲)، دوآب (۱۳۸۹)، فلاح و عزیزی (۱۳۸۷)
۱۹	نوع یا مرحله صنعت	ساعدی و مختاریان (۱۳۸۸)، خادمی و قاضی‌زاده (۱۳۸۶)، آقایبی و مختاریان (۱۳۸۳)

(منبع: محقق)

همچنین با جمع‌بندی و طبقه‌بندی پژوهش‌های ذکر شده در بخش پیشینه تحقیق در مورد آزمون تورش‌های رفتاری و مرور پایانامه‌های کارشناسی ارشد (موجود در پژوهشگاه علوم و فناوری اطلاعات ایران- ایرانداک) که توسط محقق صورت گرفت. می‌توان از این منظر رفتار سرمایه‌گذاران فردی را به چهار دسته کلی تقسیم بندی نمود، که در جدول (۴) این تقسیم بندی ارائه شده است.

جدول ۲- جمع‌بندی پژوهش‌های انجام شده در حوزه آزمون رفتار سرمایه‌گذار فردی

ردیف	محور مطالعه	پژوهشگران	نتیجه پژوهش‌ها
۱	رفتار منطقی	ایزدی نیا و حاجیان نژاد (۱۳۸۹)	رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران منطقی است
۲	رفتار توده وار	یوسفی و شهرآبادی (۱۳۸۸) محمدی و همکاران (۱۳۸۹) فلاح پور و عبدالهی (۱۳۹۰) خوش سیرت و سالاری (۲۰۱۱) پیروتی (۱۳۸۹) ضیاحی (۱۳۹۲)	سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران رفتار توده وار دارند.
۳	رفتار واکنشی	فلاح پور و عبدالهی (۱۳۹۰) رستمی و حکیمی‌فر (۱۳۹۱) هیبتی و زندیه (۱۳۹۰) دموری و همکاران (۱۳۸۷) مهرانی و نونهال‌نهر (۱۳۸۷)	سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران در زمان‌های خاص دچار رفتار واکنشی (مثبت یا منفی) می‌شوند.
۴	رفتار شهودی	فلاح پور و عبدالهی (۱۳۹۰)	سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای تجربه و آزمون خطا تصمیم می‌گیرند.

(منبع: محقق)

با مقایسه نتایج تحقیقات انجام شده در بورس اوراق بهادار تهران (جدول ۳ و ۴) و نتایج تحقیقات در سایر کشورها (جدول ۱ و ۲)، می‌توان دریافت که عوامل شناسایی شده مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران فردی در بازار سهام تهران، با نتایج تحقیقات شافی و کائور و هرا بسیار مشترک است عواملی چون نسبت‌های مالی، توصیه دوستان، خانواده و کارگزاران و تورش‌های رفتاری در هر دو گروه از مطالعات، بعنوان عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذار فردی شناسایی شده‌اند. در این بین، می‌توان عواملی چون جنسیت، درآمد، تحصیلات و سن (عوامل دموگرافیک) را مشاهده کرد که شافی از آنها به عنوان عوامل تأثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران فردی در بازارهای

مالی کشورهای مورد تحقیق یاد کرده است، در حالی که این عوامل مورد توجه محققین ایرانی قرار نگرفته و تحقیقی پیرامون بررسی تأثیر این عوامل بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در بورس اوراق بهادار تهران صورت نگرفته است و بنابراین، شواهد تجربی مبنی بر تأثیر آنها بر رفتار سرمایه‌گذاران فردی در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد. وجود عوامل رفتاری چون تورش‌های شناختی در تقسیم‌بندی مطالعه شافی این نکته را نشان می‌دهد که این تورش‌ها در بازارهای کشورهای مورد بررسی وجود دارد و این مساله با نتایج مطالعات بازار سهام ایران مطابقت کامل دارد. در مورد عامل اعتماد پیش از حد نیز می‌توان بیان داشت که برخلاف نظر شافی که این عامل را به‌عنوان عامل تأثیرگذار در بازارهای مالی مورد مطالعه معرفی کرده است، در بازار سهام ایران دلایل روشنی برای تأیید این عامل به‌عنوان یک عامل اثرگذار، در بازار سهام ایران وجود ندارد درحقیقت تحقیقات انجام شده در بازار سهام ایران به نتایج یکسانی دست نیافته‌اند.

ضمناً عموماً، عوامل تأثیرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در بازار سهام ایران به دو دسته کلی معیارهای مالی و غیر مالی تقسیم‌بندی شده‌اند و تاکنون در این حوزه تقسیم‌بندی جامعی توسط محققین داخلی صورت نگرفته است.

#### ۵- نتیجه‌گیری و بحث

مالی رفتاری مطالعه تأثیر روانشناسی بر رفتار مشارکت‌کنندگان در بازارهای مالی و آثار آن بر رفتار بازار می‌باشد. این شاخه ترکیبی علوم مالی که در واقع علوم روانشناسی و در برخی موارد جامعه‌شناسی را برای تحلیل بهتر مسایل بازارهای مالی مورد استفاده قرار می‌دهد، اغلب به بررسی فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و واکنش آنان در قبال شرایط مختلف بازارهای مالی می‌پردازد و تأکید آن بیشتر به تأثیر شخصیت، فرهنگ و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است.

در این مطالعه، تحقیقات انجام شده در حوزه رفتار سرمایه‌گذاران فردی در بازار سهام ایران مورد بررسی قرار گرفته است و تلاش شده است با مقایسه نتایج این تحقیقات با تحقیقات در بازارهای مالی سایر کشورها، درک بهتری از رفتار سرمایه‌گذاران فردی ارائه گردد. درک صحیح رفتار سرمایه‌گذاران فردی و شناسایی رفتارهای غیر نرمال (تورش‌های رفتاری) در بازار سهام می‌تواند تصمیم‌گیرندگان، سیاست‌گذاران و مدیران را در برنامه‌ریزی برای مواجهه با این حالات رفتاری آماده نماید.

نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که عواملی چون جنسیت، درآمد، تحصیلات و سن (عوامل دموگرافیک)، در میان محققین داخلی، کمترین میزان توجه را به خود اختصاص داده است، حال آنکه در بازارهای مالی سایر کشورها، تأثیر این عوامل بر رفتار سرمایه‌گذاران مورد بررسی و مورد توجه محققین قرار گرفته است و به‌عنوان عوامل اثرگذار، شناخته می‌شوند. عوامل مالی مثل نسبت‌های مالی بیشترین میزان توجه را در میان محققین داخلی به خود جلب نموده و بیشترین تعداد تحقیق در بورس اوراق بهادار تهران، به روی تأثیر این عوامل، انجام شده است. همچنین، تورش‌های رفتاری مشاهده شده در بازارهای مالی کشورهای (هند، امارات و ...)، با نتایج مطالعات بازار سهام ایران مطابقت کامل دارد و نهایتاً در مورد عامل اعتماد پیش از حد نیز می‌توان بیان داشت

که برخلاف نتایج مطالعات در بازار های مالی سایر کشورها که این عامل را به‌عنوان عامل تأثیرگذار معرفی کرده است، در بازار سهام ایران دلایل روشنی برای تأیید این عامل به‌عنوان یک عامل اثرگذار بر رفتار سرمایه‌گذار، وجود ندارد.

### فهرست منابع

- \* احمدی، ر. (۱۳۹۰). بررسی رفتار توده وار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید چمران، اهواز.
- \* اصغری زاده، ع. و حاج زوار، ف. (۱۳۹۰). تحلیل پس‌بهینگی رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابرسی و حسابداری، ۱۸(۶۵)، ۱-۱۸.
- \* آقایی، م.ع. و مختاریان، ا. (۱۳۸۳). بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۱(۳۶)، ۳-۲۵.
- \* ایزدی نیا، ن. و حاجیان نژاد، ا. (۱۳۸۸). بررسی و آزمون رفتار توده وار در صنایع منتخب بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۲(۷)، ۱۳۲-۱۰۵.
- \* باغدارارم، ف. (۱۳۹۰). بررسی عوامل مالی رفتاری مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران.
- \* بهاری، م. (۱۳۹۲). تحلیل تاثیر متغیر های مالی رفتاری بر شکل‌گیری حباب شاخص قیمت سهام: مطالعه موردی از رفتار رمه ای شرکت های منتخب در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان.
- \* بهرام فر، ت. و مهرانی، ک. (۱۳۸۳). رابطه بین سود هر سهم، یود تقسیمی و سرمایه‌گذاری در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. بررسی حسابداری و حسابرسی، ۱۱(۳۶)، ۲۷-۴۶.
- \* پیروتی، ج. (۱۳۸۹). تحلیل چند فراکتالی و رفتار توده وار در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان..
- \* تلنگی، ا. (۱۳۸۳). تقابل نظریه نوین مالی و مالی رفتار. پژوهشهای مالی، ۶(۱۷)، ۳-۲۵.
- \* تهرانی، ر. و خوشنود، م. (۱۳۸۴). شناسایی و رتبه‌بندی گروههای تأثیرگذار بر تصمیم خرید و فروش سهام سرمایه‌گذاران فردی در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه فرهنگ مدیریت، ۳(۱۰)، ۲۱۹-۲۰۳.
- \* جهان‌خانی، ع.؛ نوفرستی، م. و قراگوزلو، ف. (۱۳۸۸). بررسی اطمینان بیش از اندازه سرمایه‌گذاران و حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران. چشم‌انداز مدیریت، ۸(۳۰)، ص ۰۱۳.
- \* جهانگیری، م. (۱۳۹۲). بررسی رفتار گروهی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران.

- \* خادمی، م.، و قاضی‌زاده، م. (۱۳۸۶). بررسی عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل معادلات ساختاری. دو ماهنامه دانشور رفتار، ۱۴ (۲۳)، ۱-۱۲.
- \* خداینده لو، ع. (۱۳۹۰). بررسی عوامل رفتاری اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران.
- \* خلیفه سلطانی، ا.؛ ملانظری، م.؛ پاکدل، س. (۱۳۸۹). ارتباط خطای پیشبینی سود و اقلام تعهدی. دانش حسابداری، ۱(۳)، ۵۹-۷۶.
- \* دموری، د.؛ سعید، س.؛ فلاح زاده، ا. (۱۳۸۷). بررسی عکس‌العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران به الگوهای عملکرد گذشته شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۵(۵۴)، ۴۷-۶۲.
- \* رستمی، م.ر.، و حکیمی‌فر، ن. (۱۳۹۱). بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار نسبت به اطلاعات حسابرسی تداوم فعالیت شرکت‌ها. فصلنامه حسابداری مدیریت، ۵(۱۳)، ۳۱-۴۵.
- \* رودپشتی، ف.ر.؛ هیبتي، ف.؛ موسوی، س. ر. (۱۳۹۱). بررسی الگوی ریاضی انتخاب پرتفوی سرمایه‌گذاری مبتنی بر مالی رفتاری. مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۱۲، ۱۷-۳۷.
- \* ساعدی، ر. و مختاریان، ا. (۱۳۸۸). بررسی عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه حسابداری مالی، ۳(۱۲)، ۱۶۸-۱۴۷.
- \* ستوده، ف.، و محمدی، ع. (۱۳۹۴). طراحی و تبیین مدلی جامع از عوامل خرد و کلان موثر بر انگیزه سرمایه‌گذاری سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۸(۲۶)، ۱۱۴-۱۰۳.
- \* سینایی، ح.، و داودی، ع. (۱۳۸۸). بررسی رابطه شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه تحقیقات مالی، ۱۱(۲۷)، ۴۳-۶۰.
- \* سیف‌الهی، ر.؛ کردلودی، ح.ر.، و دشتی، ن. (۱۳۹۴). بررسی مقایسه‌ای عوامل رفتاری در سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی. دانش سرمایه‌گذاری، ۴(۱۵)، ۳-۵۲.
- \* شاهینی تیران، ش. (۱۳۸۸). بررسی پدیده واکنش کمتر از حد در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران.
- \* شهریاری، س. (۱۳۸۵). بررسی و آزمون رفتار توده وار سرمایه‌گذاران با استفاده از انحرافات بازده سهام از بازده کل بازار در بورس اوراق بهادار تهران ۱۳۸۴. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
- \* صالح‌آبادی، ع.، و دلیریان، ه. (۱۳۸۹). بررسی حباب قیمتی در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بورس اوراق بهادار تهران، ۳(۹)، ۶۱-۷۵.
- \* ضیاچی، ا.ع. (۱۳۹۲). بررسی رفتار جمعی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد مبتنی بر حجم مبادلات. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه، سمنان.
- \* فرامرزی، م. (۱۳۹۱). بررسی عکس‌العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران و تاثیر دوره سرمایه‌گذاری بر این پدیده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، مرو دشت.



- \* فلاح پور، س.، و عبداللهی، غ. (۱۳۹۰). شناسایی و وزن دهی سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران (رویکرد فازی AHP). نشریه تحقیقات مالی، ۱۳(۳۱)، ۹۹-۱۲۰.
- \* فلاح شمس، م.ف.، و عزیزی، ش. (۱۳۸۰). بررسی عوامل تاثیرگذار بر قصد سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های اقتصادی، ۸(۴)، ۲۰-۱.
- \* فهیمی دوآب، ر. (۱۳۸۹). بررسی عوامل رفتاری خاص بر تصمیم خرید سرمایه‌گذاران سهام عادی (مطالعه تطبیقی بورس اوراق بهادار تهران و مشهد). مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، ۱(۳)، ۱۵۴-۱۳۵.
- \* لاری، ع. (۱۳۸۴). ارزیابی تاثیر افشای اطلاعات غیر مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه فردوسی مشهد.
- \* محمدی، ش.؛ راعی، ر.؛ قالیباف، ح.؛ گل ارضی، غ. (۱۳۸۹). تجزیه و تحلیل رفتار جمعی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل فضای حالت. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۲(۲)، ۶۰-۴۹.
- \* مرادی، م.؛ شفیعی سردشت، م.؛ و رحمانی، ح. (۱۳۹۲). کاربرد روش دیمتال در شناسایی عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار در خرید سهام (مورد مطالعه: کارگزاران شهر مشهد). بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲(۲)، ۸۷-۱۰۸.
- \* معتمدی، س. (۱۳۹۱). بررسی عکسالعمل سرمایه‌گذاران در مقابل خبر‌های اقتصادی و سیاسی غیر منتظره در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علوم اقتصادی، تهران.
- \* مهرانی، س.، و نونهال نهر، ع.ا. (۱۳۸۷). ارزیابی واکنش کمتر از حد انتظار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۵(۵۴)، ۱۱۷-۱۳۶.
- \* موسوی، س.ا. (۱۳۹۰). بررسی مکانیسم‌های روانشناختی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران.
- \* نیکبخت، م.ر.، و مرادی، م. (۱۳۸۴). ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۲(۴۰)، ۹۷-۱۲۲.
- \* نیکومرام، ه.؛ رودپشتی، ف.ر.؛ هیبتي، ف.؛ یزدانی، ش. (۱۳۹۱). تاثیر سوگیری شناختی سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران بر ارزشیابی سهام، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۵(۱۳)، ۸۱-۶۵.
- \* ودیعی، م.ح.، و شکوهی زاده، م. (۱۳۹۱). بررسی معیارهای مالی موثر بر تصمیم‌گیرسرمایه‌گذاران فردی در بورس اوراق بهادار. دانش حسابداری، ۳(۸)، ۱۷۱-۱۵۱.
- \* وکیلی فرد، ح.ر.؛ فروغ نژاد، ح.؛ خوشنود، م. (۱۳۹۲). ارزیابی رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با فرایند تحلیل شبکه‌ای. مدیریت دارائی و تامین مالی، ۲(۲)، ۳۴-۱۹.
- \* هیبتي، ف.، و زندیه، و. (۱۳۹۰). بیش واکنش رفتار سرمایه‌گذاران بازار سهام ایران به اخبار مالی جهانی. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۴(۹)، ۷۵-۱۰۰.
- \* یوسفی، ر.، و شهرآبادی، ا. (۱۳۸۸). بررسی و آزمون رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت توسعه و تحول، ۱(۲)، ۶۴-۵۷.

- \* Emam, S. S., &Shajari, H. (2013).Recognition and analysis of effective factors on investors' decision making in stock exchange of Tehran. *Journal of Management and Accounting Studies*,1:14-24.
- \* Fernandes, J. L. B.,Pena, J.I., &Tabak, B. (2010). Behavior finance and estimation risk in stochastic portfolio optimization. *Applied Financial Economics*, 20(9), 719-738.
- \* Kaur, D. M., & Vohra, T. (2012). Understanding individual investor's behavior: A review of empirical evidences. *Pacific business international*, 5(6):10-18.
- \* Khanifar, H., Jamshidi, N., & Mohammadinejad, M. (2012). Studying Affecting Factors on Analysts' Decisions Regarding Share Analysis in Tehran Stock Exchange: A Fundamental Analysis Approach. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, (44):77-86.
- \* Khoshsirar, M., & Salari, M. (2011). a study on behavioral finance in Tehran stock exchange: examination of herd formation. *European Journal of Economics Finance &Administrative Sciences*, 32:168-183..
- \* Lari,A. (2005). Evaluation of The Impact of Non-Financial Information Disclosure On Investors Decision Making, Thesis of M.A Degree, Ferdosi university. Mashhad. (in Persian)
- \* Moradi, M., Salehi, M., & Hasanzadehnamaghi, A. (2011). An evaluation of the investors overreaction to the past financial function criteria: Iranian evidence. *African Journal of Business Management*, 5(17): 72-84.
- \* Nicholas, B. and Thaler, R. (2004) A survey of behavioral finance." in Constantinides, *Journal of Psychology and Financial Markets*,2(4):182-189
- \* Olsen, R. (1998). Behavioral Finance and Its Implications for Earning Estimation Risk Assessment and Stock Return,". *Financial Analysts Journal*,52(4):37-44.
- \* Shafi, M. (2014). Determinants influencing individual investor behavior in stock market: a cross country research survey. *Arabian Journal of Business and Management Review*, 2(1):60-71.
- \* Shah Ali, P, Seresht, D. J., & Mirlohi, S. M. (2013). Effective Factors in Stockholders Decision Making Behavior in Ordinary Stock Purchasing Using AHP & ANP Techniques (Case Study: Tehran Stock Exchange). *Asian Journal of Research in Banking and Finance*, 3(11):86-96.
- \* Yahyazadehfar, M., Zali, M. R., & Shababi, H. (2009). Determinants Of Investors Financial Behavior In Tehran Stock Exchange. *Iranian Economic Review*, 14(23):61-77.

## یادداشت‌ها

1. Herding Behavior
2. Reaction
3. Earning per share
4. Price toEarning per share (P/E)
5. Fanatical Hierarchy Process (AHP)
6. Analytical Network process(ANP)
7. DEMATEL
8. Fuzzy Analytical Hierarchy Process(FAHP)
9. Regret Aversion
10. Disposition Effect
11. Mental Accounting
12. Over confidence
13. Representativeness

14. Anchoring & Adjustment
15. Prospect Theory
16. Loss Aversion
17. Heuristic Theory
18. Ambler's Fallacy
19. Demographic Factors
20. Stock Fundamentals
21. Lifestyle Characteristics
22. Psychological Influences
23. Risk Bearing Capacity
24. Personal Values
25. Neutral Information
26. Accounting Information
27. Self Image/Firm Image
28. Advocate Recommendation
29. Personal Financial Needs
30. Most Common Factors
31. Market Status
32. Humor
33. Market Index Trend