



Shahid Bahonar  
University of Kerman



Iranian E-Commerce Scientific  
Association

## Explanation of Financial Defense Mechanisms and Financial Phantasy on the Investor Financial Bubble

*Ali Bahrami\**

*Amirhossein Taebi Noghondari\*\**

*Hadis Zeinali\*\*\**

### Abstract

**Objective:** Capital markets are among the most important and popular financial markets in most countries. Due to its importance in the nation's economy, capital market problems have always been considered. One of the problems faced by Iran's capital market in recent years is the financial bubble. When investors are invested in a bubble form, irrational feelings and dreams are often used instead of rational analysis. There are also some changes in stock price without any fundamental reason from the unconscious and powerful emotions of capital (financial defense mechanisms and financial phantasy) so that investors in the capital market cannot bring back prices because of the high excitement created. In addition, due to recent events in the Iranian stock market, it is possible to research to understand the relationship between the unconscious processes (defense mechanisms and financial phantasies) with the financial bubble of investors. On the other hand, the subject is considered by researchers due to the new aspects of financial unconscious feelings (financial defense mechanisms and financial phantasy) and financial collapse of capital.

**Method:** This research is a mixed type that is applied in terms of purpose and descriptive. For this purpose, 415 questionnaires (300 electronic questionnaires, 115 paper questionnaires) were distributed among investors, of which 288 questionnaires were accepted. Data analysis was performed using structural equations modeling (SEM) in Amos and using maximum likelihood estimation method. Also in this study, the bootstrap method was used to solidify the results. In addition, in order to evaluate the effect of unanswered questionnaires, the maximum likelihood method with complete information and Spss and Amos software were used.

**Results:** The results show that the proposed model has a good fit to express the relationship between financial unconscious feelings (financial defense and financial phantasy) and investor

Journal of Development and Capital, Vol. 6, No.2, Ser. 11, 135-155.

\* Ph.D Candidate in Accounting, Kerman Branch, Islamic Azad University, Kerman, Iran. (Email: a.bahrami7193@gmail.com).

\*\* **Corresponding Author**, Assistant Professor of Accounting, Kerman Branch, Islamic Azad University, Kerman, Iran. (Email: taebi@iauk.ac.ir).

\*\*\* Assistant Professor of Accounting, Kerman Branch, Islamic Azad University, Kerman, Iran.

(Email: hadisazeinali@gmail.com).

**Submitted:** 29 August 2021

**Revised:** 15 November 2021

**Accepted:** 24 November 2021

**Publisher:** Faculty of Management & Economics, Shahid Bahonar University of Kerman.

**DOI:** 10.22103/jdc.2021.18140.1153

©The Authors.



## Abstract

---

financial bubble. Also, financial defense mechanisms have a positive and significant relationship with the financial bubble of investors. In addition, financial phantasy has a positive and significant effect on the financial bubble of investors.

**Conclusion:** Generally, it can be concluded that increasing the unconscious feelings caused by financial defense mechanisms and financial phantasy can raise the possibility of financial collapse. Therefore, the Iranian stock market is sensitive to the types of unconscious feelings, such as financial defense mechanisms and financial phantasy. The findings of this research can help capital market experts control the price volatility and prevent financial bubbles because by recognizing the roots of the formation of financial bubbles, they can provide the necessary warnings to educate and finance the transaction. However, it should not be noted that the effect of contagion on the stock market and the formation of financial bubbles should not be ignored. Therefore, the stock market planners and macro policymakers of the country are recommended to use all the capital market support levers to protect and protect the capital market and protect micro and macro and with intelligent management of the market before the occurrence of big disasters prevent capital flight and public confidence.

**Keywords:** *Financial Defense Mechanisms, Financial Phantasy, Investor Financial Bubble.*

**JEL Classification:** G00, G40, G41.

**Paper Type:** *Research Paper.*

**Citation:** Bahrami, A., Taebi Noghdari, A.H., Zeinali, H. (2021). Explanation of financial defense mechanisms and financial phantasy on the investor financial bubble. *Journal of Development and Capital*, 6(2), 135-155 [In Persian].



انجمن علمی حسابداری ایران

# مجله توسعه و سرمایه

شماره پانزدهم: ۲۰۰۸-۲۴۲۸ شماره کنونی: ۲۶۰۶-۲۶۴۵

Homepage: <https://jdc.uk.ac.ir>



دانشگاه شهید باهنر کرمان

## بررسی تأثیر مکانیسم‌های دفاعی مالی و فانتزی‌های مالی بر حساب‌سازی مالی سرمایه‌گذار

علی بهرامی\*

امیرحسین تائبی نقندری\*\*

حدیث زینلی\*\*\*

### چکیده

هدف: در سال‌های اخیر بازار سرمایه ایران با مشکل حساب مالی روبرو بوده است. حساب‌های مالی نشان می‌دهند برخی تغییرات قیمت سهام بدون هیچ دلیل بنیادی‌ای از احساسات ناخودآگاه و قدرتمند سرمایه‌گذاران ناشی از مکانیسم‌های دفاعی مالی و فانتزی‌های مالی سرچشمه می‌گیرند، به نحوی که بازارگردانان بازار سرمایه هم به دلیل هیجان بالای ایجادشده قادر به برگرداندن قیمت‌ها نیستند. موضوع فوق از موضوع‌های جدید در بازار سرمایه است که با توجه به نو بودن حوزه‌های مربوط به احساسات ناخودآگاه مالی (مکانیسم‌های دفاعی مالی و فانتزی‌های مالی) و حساب‌سازی مالی سرمایه‌گذار، این پژوهش به بررسی تأثیر مکانیسم‌های دفاعی مالی و فانتزی‌های مالی بر حساب‌سازی مالی سرمایه‌گذار می‌پردازد.

روش پژوهش: برای این منظور تعداد ۴۱۵ پرسشنامه (۳۰۰ پرسشنامه الکترونیکی، ۱۱۵ پرسشنامه کاغذی) بین سرمایه‌گذاران توزیع شد که از این تعداد ۲۸۸ پرسشنامه مورد قبول واقع شد. تحلیل داده‌ها با استفاده از معادلات ساختاری در نرم‌افزار آموس به روش برآورد حداکثر درست‌نمایی انجام گرفت.

یافته‌ها: نتایج نشان می‌دهد مکانیسم‌های دفاعی مالی با حساب‌سازی مالی سرمایه‌گذار ارتباط مثبت و معناداری دارند. علاوه بر این، فانتزی‌های مالی بر حساب‌سازی مالی سرمایه‌گذار تأثیر مثبت و معناداری می‌گذارند.

مجله توسعه و سرمایه، دوره ششم، شماره ۲، پیاپی ۱۱، صص. ۱۳۵-۱۳۵.

\* دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد کرمان، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمان، ایران. (وایانامه: a.bahrami7193@gmail.com).

\*\* نویسنده مسئول، استادیار گروه حسابداری، واحد کرمان، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمان، ایران. (وایانامه: taebi@iauk.ac.ir).

\*\*\* استادیار گروه حسابداری، واحد کرمان، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمان، ایران. (وایانامه: hadisazeinali@gmail.com).

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۹/۳

تاریخ بازنگری: ۱۴۰۰/۸/۲۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۶/۷

ناشر: دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان.

DOI: 10.22103/jdc.2021.18140.1153

©The Authors.



نتیجه‌گیری: به‌طورکلی افزایش احساسات ناخودآگاه ناشی از مکانیسم‌های دفاعی مالی و فانتزی‌های مالی امکان حساب‌سازی مالی سرمایه‌گذار را بالا می‌برد.

**واژه‌های کلیدی:** مکانیسم‌های دفاعی مالی، فانتزی‌های مالی، حساب‌سازی مالی سرمایه‌گذار.

**طبقه‌بندی JEL:** G00، G40، G41.

**نوع مقاله:** پژوهشی.

**استناد:** بهرامی، علی؛ تائبی نقندری، امیرحسین؛ زینلی، حدیث. (۱۴۰۰). بررسی تأثیر مکانیسم‌های دفاعی مالی و فانتزی‌های مالی بر حساب‌سازی مالی سرمایه‌گذار. *مجله توسعه و سرمایه*، ۶(۲)، ۱۵۵-۱۳۵.

#### مقدمه

امروزه بازار سرمایه ایران توانسته است از نظر حجم و ارزش معاملات و تعداد شرکت‌های فعال رشد زیادی داشته باشد، اما بررسی‌ها نشان می‌دهد که بازار سرمایه در اثر عواملی نظیر اخبار فضای مجازی، شایعات هدفمند و پیش‌بینی‌های احساسی تحلیل‌گران مالی، نوسانات و تلاطم‌های خیره‌کننده‌ای را تجربه کرده است که این موضوع در بلندمدت روی رونق این بازار اثرات منفی می‌گذارد. با رشد بازار سرمایه، روزنامه‌ها، فضای مجازی، رادیو و رسانه‌های اینترنتی با یکدیگر بر سر جلب توجه مردم رقابت می‌کنند. در این شرایط، داستان‌های احساسی و مهیج جذاب‌تر از تحلیل‌های منطقی با اعداد و ارقام واقعی است. در مطالعه‌ای که توسط **فاما<sup>۱</sup> (۲۰۱۴)** در این رابطه انجام شده، تحلیل‌های احساسی به‌صورت ناخودآگاه به‌عنوان مهم‌ترین عامل قدرتمند برای افزایش حبابی قیمت سهام شرکت‌ها و در نتیجه آن افزایش غیرمنطقی شاخص بازار سرمایه معرفی شده است.

در این راستا اخیراً پژوهش‌گران به نظریه جدیدی به نام «مالی احساسی» روی آورده‌اند که این نظریه را مکمل نظریه کلاسیک و نظریه مالی رفتاری می‌دانند. نظریه مالی احساسی سعی در درک روانکاوانه احساسات ناخودآگاه و گروهی سرمایه‌گذاران دارد و نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران عمدتاً تحت تأثیر احساسات خود قرار می‌گیرند، مخصوصاً احساساتی که از وجود آن آگاه نیستند (**تافلر<sup>۲</sup>، ۲۰۱۸**). به عبارت دیگر بر اساس نظریه مالی احساسی، بازار سرمایه زندگی ذهنی ناخودآگاه سرمایه‌گذاران خود را در پیش گرفته و مستعد انجام همان احساسات ناخودآگاه مانند هیجان، سرخوشی، وحشت، افسردگی و شیدایی است که گاهی اوقات این امر می‌تواند بحران مالی ایجاد کرده و بازار سرمایه را دچار حباب نماید (**تافلر، ۲۰۱۸**).

بر این اساس، بی‌اعتنایی و بی‌اعتقادی نسبت به احساسات ناخودآگاه از جمله احساسات ناشی از مکانیسم‌های دفاعی مالی سرمایه‌گذاران در بحران مالی جهانی سال ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۸ اهمیت خود را نشان داد، چرا که سرمایه‌گذاران در زمان انجام معامله نگران کیفیت اطلاعاتی هستند که باید براساس آن‌ها تصمیم‌گیری کنند. علاوه بر این، به علت غیرقابل پیش‌بینی بودن نتیجه سرمایه‌گذاری، معامله‌گر اضطراب و استرس دیگری را نیز تحمل می‌کند (**تافلر و تاکت<sup>۳</sup>، ۲۰۱۰**). در این حالت

مکانیسم‌های دفاعی مالی به صورت خودکار و ناخودآگاه در رویارویی با احساسات منفی قرار می‌گیرند و اضطراب و نگرانی احساس شده را کنترل کرده و کاهش می‌دهند که می‌تواند بر تصمیم‌گیری‌های مالی اثرگذار باشد (دومانی و سلیم، ۲۰۲۱).

همچنین مکانیسم‌های دفاعی مالی می‌توانند مانند بسیاری از رؤیاهای و فانتزی‌های مالی احساسی باشند چرا که فانتزی‌های مالی نیز ویژگی مقابله با اضطراب و نگرانی را دارند، به نحوی که افراد با فانتزی‌های مالی به طور ناخودآگاه احساساتی از قبیل «دانای کل بودن»، «همه چیز تحت کنترل است» را به خود تلقین می‌کنند که این امر احساس ترس را از بین می‌برد و فرصت را برای سرمایه‌گذاری‌های پُریسک فراهم می‌کند تا به رؤیاهای و فانتزی خود برای کسب درآمد و موفقیت زیاد دست یابند. از طرفی سفته‌بازان بازار با سوءاستفاده از رویاهای و فانتزی‌های سرمایه‌گذاران از طریق ایجاد شایعات، جهت‌دهی احساسات گروهی و ترغیب و تشویق آن‌ها در جهت سرمایه‌گذاری می‌توانند بستر را برای حباب‌های مالی بازار سرمایه رقم بزنند (آرن و حمامچی، ۲۰۲۰)؛ زیرا سرمایه‌گذار در چنین شرایطی نمی‌تواند به درستی سهام را براساس ارزش ذاتی آن تحلیل کند چون مکانیسم‌های دفاعی و همچنین فانتزی‌های مالی زمینه را برای انتظارات غیرمنطقی و عدم توجه به واقعیت بازار فراهم می‌کنند. در کشورهای توسعه‌نیافته یا درحال توسعه از جمله ایران، به علت عدم درک صحیح از مباحث مالی و همچنین به دلیل عدم ثبات اقتصادی، سرمایه‌گذاران پیوسته به دنبال راهی هستند که بتوانند از طریق آن وضعیت مالی خود را رونق ببخشند. از این رو هنگامی که مباحث علمی و تجربه و تحلیل منطقی رنگ می‌بازند، جایگاه عواطف و احساسات غیرمنطقی فراتر خواهد رفت و به نوبه خود حباب در این بازارها را بیشتر نمایان خواهد کرد. در نتیجه در این شرایط سرمایه‌گذار به سمت سهامی که اخیراً رشد زیادی نسبت به ارزش ذاتی کرده و جزء سهام پُریسک بازار سرمایه است، هدایت می‌شود چرا که مورد اغفال جریان‌های خبری هیجان‌انگیز درباره رشد اخیر قیمت سهام قرار می‌گیرد، به نحوی که سرمایه‌گذار با سهام پُریسک ارتباط احساسی و رؤیای‌پردازی مالی می‌کند. به عبارت دیگر، بر اساس مفهوم حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار، معامله‌گر تا ارتباط احساسی با سهام برقرار نکند قصد معامله نخواهد داشت، حتی اگر ریسک سرمایه‌گذاری را کم بداند (تافلر و همکاران، ۲۰۲۰).

با توجه به این که حوزه مالی احساسی یکی از حوزه‌های نوظهور مالی است، به نحوی که اکثر مطالعات صورت گرفته به صورت نظری و مفهومی بوده و به صورت محدود مطالعه تجربی در این زمینه انجام شده است، با این حال دیدگاه نظریه مالی احساسی در مورد اثر احساسات ناشی از فانتزی‌های مالی و مکانیسم‌های دفاعی مالی بر حباب‌های مالی در بازار سهام کشورهای مختلف توسط سیاست‌گذاران و تنظیم‌کننده‌های بازار به رسمیت شناخته شده است (تافلر و همکاران، ۲۰۱۷).

همچنین انجام پژوهش جهت درک درست نحوه ارتباط فرآیندهای مکانیسم‌های دفاعی و فانتزی‌های مالی با حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذاران از اولویت‌های پژوهشی سازمان بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۴۰۰ است (سازمان بورس اوراق بهادار تهران، ۱۴۰۰)؛ زیرا یکی از مشکلات روز بازار سهام ایران وجود معامله‌گرانی است که آموزش‌های کافی و اصولی برای تحلیل بازار بورس را نیاموخته‌اند و عموماً بر اساس هیجان‌ات و احساسات از جمله احساسات حاصل از فانتزی‌های مالی و مکانیسم‌های دفاعی مالی تصمیم‌گیری می‌کنند.

همچنین در نوسانات اخیر بازار سرمایه ایران، بعضاً رفتار معامله‌گران موجب افزایش قیمت برخی از سهام با اختلاف حباب گونه‌ای از ارزش بنیادین آن سهام شده است، از این رو شناسایی عوامل مؤثر بر حباب قیمتی در بازار سرمایه ایران حائز اهمیت است. بنابراین با توجه به اتفاقات اخیر بازار سرمایه ایران، جای این گونه تحقیقات که علاوه بر عوامل عینی، عوامل انتزاعی را نیز مورد بررسی قرار می‌دهد، در حوزه مالی خالی است، زیرا با مطالعه این گونه تحقیقات می‌توان تشکیل حباب‌های مالی را پیش‌بینی و از وقوع نوسانات نامتقارن در بازارهای مالی جلوگیری کرد که متأسفانه در جهت غنا این ادبیات و رفع آثار زیان‌بار آن تاکنون در ایران تحقیقی صورت نگرفته است. پژوهش حاضر سعی در برطرف کردن این خلأ تحقیقاتی دارد و همچنین باید اذعان داشت که تاکنون مکانیسم‌های دفاعی و فانتزی‌ها از دیدگاه مالی در تحقیقات داخل کشور مورد بررسی قرار نگرفته است که در این ارتباط تأثیر مکانیسم‌های دفاعی مالی و فانتزی‌های مالی بر حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار در بازار سرمایه ایران مورد بررسی قرار می‌گیرد.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

مشاهده اولین موضوع روانشناسی در زمینه مالی توسط **داریل بزم** (۱۹۶۵) صورت گرفت. در این دوره هنوز نظریه بازار کارا مطرح و فرضیه غالب بود. اولین مقالات و نگرش‌های مالی رفتاری در دهه ۱۹۷۰ شکل گرفت. کانمن و تورسکی<sup>۷</sup>، با ارائه نظریه چشم‌انداز، بنیان مالی سنتی عقلایی را به هم ریختند. آن‌ها در دهه ۱۹۸۰ از علم روانشناسی برای ارتقای مدل‌های مالی رفتاری استفاده کردند. در دهه ۱۹۹۰ نیز همچنان نزاع بین نظریه بازار کارا و نظریه مالی رفتاری برقرار بود. در دهه ۲۰۰۰، موضوعات مالی شخصی، عصبانیت و جنسیت در پژوهش‌های مالی بیشتر لحاظ می‌شد. چیزی از ظهور نظریه مالی رفتاری نگذشته بود که کم‌کم زمزمه‌های نادیده گرفتن علوم رفتاری داشت شکل می‌گرفت. نظریه مالی رفتاری علی‌رغم به‌هم ریختن تمام مبانی مالی عقلایی، خود به پارادایم مستقلی برای توضیح ناکارایی‌های بازار سرمایه دست نیافت، چرا که نظریه‌های مالی رفتاری و مالی کلاسیک هنوز عقلانیت سرمایه‌گذار را یک ارزش می‌دانستند و اشاره می‌کردند ذهن سرمایه‌گذار باید منطقی باشد، حتی اگر این چنین نباشد (خواجوی و فتاحی نافچی، ۱۳۹۲ و یعقوبی و سعیدی، ۱۳۹۷).

اگرچه تورسکی و کانمن (۱۹۹۲) و شیران و اسپین<sup>۸</sup> (۲۰۱۷) این فرضیه جزمی که ذهن انسان منطقی است را به چالش می‌کشند، اما هنوز از دیدگاه مالی کلاسیک اعتقاد دارند که علی‌رغم ضعف‌های انسانی، سرمایه‌گذاران باید منطقی بودن را یاد بگیرند. علاوه بر این، همان‌طور که هیرشلیفر<sup>۹</sup> (۲۰۱۵) اشاره می‌کند، دیگر محدودیت نظریه مالی رفتاری این است که عمدتاً بر سوگیری‌های شناختی و خطاهای قضاوتی در سطح فردی تمرکز می‌کند و فرآیندهای اجتماعی و گروهی را نادیده می‌گیرد. اما نظریه مالی احساسی در جهت تکمیل نظریه‌های مالی رفتاری و مالی کلاسیک اشاره می‌کند که افراد ذاتاً غیرمنطقی بوده و عمدتاً تحت تأثیر احساسات خود هستند که این احساسات هم آگاهانه و هم ناخودآگاه است. احساسات ناخودآگاه قوی‌تر هستند زیرا مستقیماً در دسترس ذهن خودآگاه قرار ندارند. همچنین پارادایم مالی احساسی بازارها را گروه بزرگی از سرمایه‌گذاران می‌داند که رفتار آن‌ها منعکس‌کننده مکانیسم‌های دفاعی مالی و احساسات و خیال‌پردازی‌های غالباً

ناخودآگاه در هنگام برخورد با استرس، اضطراب و عدم قطعیت فرآیند سرمایه گذاری است. به عبارت دیگر، با استفاده از روانشناسی گروهی، رفتار بازار سرمایه را بررسی می کند (تافلر و تاکت، ۲۰۱۰؛ فوتاکی<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۲ و تافلر، ۲۰۱۸). بازارهای مالی محیط‌هایی هستند که به سرعت تغییر می کنند و عدم اطمینان بر آن‌ها حاکم است. به همین دلیل، سرمایه گذاران مالی اغلب مجبور به تصمیم‌گیری فوری هستند. همچنین تصمیمات آن‌ها می‌تواند باعث کسب درآمد و یا از دست دادن پول و حتی از دست دادن شغل شود. این وضعیت می‌تواند باعث ایجاد استرس و اضطراب شدید شود که تصمیمات اشتباه و حتی بی‌عملی را در پی دارد. مکانیسم‌های دفاعی، احساسات را وارد فرآیند تصمیم‌گیری می‌کنند به‌صورتی که احساسات به‌عنوان اطلاعات درک می‌شوند. اما این اطلاعات واقعی نیستند بلکه بازتابی از اطلاعات واقعی می‌باشند (دومانی و سلیم، ۲۰۲۱).

### مکانیسم دفاعی مالی

مکانیسم‌های دفاعی، فرآیندهای ناخودآگاه برای محافظت ذهنی از فرد در برابر حوادثی هستند که باعث اضطراب و نگرانی می‌شوند. مکانیسم‌های مذکور یکی از ویژگی‌های سازگاری انسان برای زنده ماندن هستند و به‌طور ناخودآگاه به کار گرفته می‌شوند (کرامر<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸؛ ریبادیر<sup>۱۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۶). به همین دلیل، درک این که چه زمانی فعال می‌شوند و همچنین چگونگی اثرگذاری آن‌ها آسان نیست، اما رفتاری که با فعال‌سازی مکانیسم‌ها پدید می‌آید، قابل مشاهده است. وقتی افراد با شرایط استرس‌زا روبرو می‌شوند، یک فرآیند دومارحله‌ای رخ می‌دهد. در اولین قدم ارزیابی می‌شود که آیا شرایط موجود به‌طور بالقوه تهدیدآمیز و مضر است یا خیر. اگر تهدیدی احساس نشود یا خسارت ناشی از تهدید بالقوه کم باشد، استرس کاهش می‌یابد و از بین می‌رود. اما اگر تهدید جدی باشد و میزان ضرر آن زیاد تخمین زده شود، مرحله دوم، مقابله با تهدید است. در این مرحله مکانیسم‌های دفاعی وارد عمل می‌شوند تا فرد احساس کند که می‌تواند وقایع یا عواقب آن را کنترل کند، بنابراین مکانیسم‌های دفاعی با کاهش استرس، رفتار فرد را تحت تأثیر قرار می‌دهند (فرنهام<sup>۱۳</sup>، ۲۰۱۲).

مکانیسم‌های دفاعی مالی از سه سبک دفاعی بالغ، روان رنجور و نابالغ تشکیل شده است که سبک بالغ (سازگار) شامل مکانیسم‌هایی است که درک افراد از واقعیت داخلی و خارجی در مواجهه با حوادث را تغییر نمی‌دهد. سبک روان رنجور شامل دفاعی است که درک واقعیت درونی را تغییر می‌دهد، بدون آن که تحریف بزرگی در واقعیت خارجی ایجاد کند. اما سبک نابالغ (ناسازگار) شامل مکانیسم‌های دفاعی ای است که درک واقعیت داخلی و خارجی را تغییر می‌دهد. از میان سبک‌های دفاعی مالی معمولاً سبک نابالغ از نظر تئوری و کاربردی بیشترین تأثیر را بر روی حباب‌های مالی دارد (تافلر، ۲۰۱۸). به‌طور کلی تحقیقات پیشین نشان می‌دهد که مکانیسم‌های دفاعی با جنبه‌های مختلف زندگی فرد ارتباط دارند، این جنبه‌ها عبارتند از: شخصیت، سن، جنسیت، اضطراب اجتماعی، رفتار خطرناک، رضایت از زندگی، اختلال روانی و هوش هیجانی. در ادامه به خلاصه‌ای از تحقیقات پیشین و جنبه‌هایی که مکانیسم‌های دفاعی بر آن اثر می‌گذارند، پرداخته می‌شود.

مکانیسم‌های دفاعی منعکس‌کننده شخصیت فرد هستند، به عبارتی شخصیت روان رنجور با مکانیسم‌های دفاعی نابالغ و روان رنجور رابطه مثبت و با مکانیسم‌های دفاعی بالغ رابطه منفی دارد. همچنین ویژگی شخصیتی برون‌گرایی با مکانیسم‌های

دفاعی بالغ و روان رنجور ارتباط مثبت و با مکانیسم‌های دفاعی نابالغ ارتباط منفی دارد (پری<sup>۱۴</sup> و همکاران، ۲۰۰۹؛ فرنهام، ۲۰۱۲). مطالعاتی وجود دارد که نشان می‌دهد مکانیسم‌های دفاعی با سن و رشد فرد ارتباط دارند و با افزایش سن تغییراتی در میزان استفاده از مکانیسم‌های دفاعی دیده می‌شود (کرامر، ۱۹۹۸؛ روتو<sup>۱۵</sup> و همکاران، ۲۰۰۶). در پژوهش‌هایی که نقش جنسیت در استفاده از مکانیسم‌های دفاعی بررسی شده است، یافته‌ها نشان می‌دهد که مردان بیش از زنان از دفاع نابالغ استفاده می‌کنند (ریبادیر و همکاران، ۲۰۱۶؛ پیوسکی<sup>۱۶</sup> و همکاران، ۲۰۱۵). مطالعاتی نیز وجود دارد که مکانیسم‌های دفاعی را در زمینه موفقیت در زندگی اثرگذار می‌دانند، زیرا مکانیسم‌های دفاعی از طریق حمایت اجتماعی درک می‌شوند و با کیفیت زندگی رابطه معناداری دارند (جیوازولیا<sup>۱۷</sup> و همکاران، ۲۰۱۷ و غریبی<sup>۱۸</sup> و همکاران، ۲۰۱۶). همچنین یافته‌ها نشان داده‌اند که بین مکانیسم‌های دفاعی رشدیافته و نوروپیک با هوش هیجانی رابطه مثبت معنادار و با مکانیسم‌های رشدنیافته همبستگی منفی وجود دارد (بهزادی و همکاران، ۱۳۹۳). مکانیسم‌های دفاعی، اضطراب اجتماعی را پیش‌بینی می‌کنند. مکانیسم‌های دفاعی رشدنیافته در اضطراب اجتماعی نقش به‌سزایی دارند (مسگریان و همکاران، ۱۳۹۶). همچنین پژوهش‌های گذشته نشان می‌دهد که مکانیسم‌های دفاعی با رفتار خطرناک رابطه دارند (جنابادی و زمانی، ۱۳۹۴). به‌علاوه مکانیسم‌های دفاعی بر اختلال روانی نیز اثر می‌گذارند (بشارت و همکاران، ۱۳۹۷).

بنابراین باید اذعان کرد که با توجه به پژوهش‌های مذکور، مکانیسم‌های دفاعی با جنبه‌های مختلف زندگی فرد ارتباط دارند اما به جنبه مالی کمتر توجه شده است. بنابراین به نظر می‌رسد پرداختن به جوانب اثرگذار مکانیسم‌های دفاعی مالی گشایش بهتری در خصوص مسائل بازار سرمایه داشته باشد و اهمیت آن مشهود است، زیرا مکانیسم‌های دفاعی سبب می‌شوند فرد درک دیگری از واقعیت موجود برای سرمایه‌گذاری داشته باشد. چرا که این عامل سبب می‌شود فرد منطق را کنار بگذارد و همراه با جریانات و شایعات احساسی غالب در بازار شود که چنین شرایطی کمک به فاصله قیمت سهام از ارزش ذاتی اش می‌کند.

### فانتزی مالی

فانتزی برای بیان رویاهای ناخودآگاه استفاده می‌شود. به عبارت دیگر مردم به‌طور ناخودآگاه آنچه را که می‌خواهند باشند درک می‌کنند تا آنچه در واقع هستند. قدرت فانتزی از ناخودآگاه بودن ناشی می‌شود و همچنین فانتزی‌ها تعیین‌کننده رشد معنوی فرد هستند. اثر فانتزی‌ها می‌تواند مادام‌العمر باشد که آثار عمیقی بر رشد عاطفی و فکری به‌جا می‌گذارد (دومانی و سلیم، ۲۰۲۱). از سوی دیگر، فانتزی‌ها مانند مکانیسم‌های دفاعی ویژگی مقابله با اضطراب و نگرانی را دارند. با توجه به ویژگی مذکور، فرد تمایل به دوراندیشی، اعتماد بیش‌ازحد و توهم کنترل آینده را پیدا می‌کند که جهت‌گیری‌های ذکرشده سبب تصمیم‌گیری‌های اشتباه می‌شود. همچنین فانتزی‌های مالی از دوران نوزادی فرد گسترش می‌یابند و در طول زندگی به حیات خود ادامه می‌دهند به افراد در مدیریت استرس و اضطراب کمک می‌کنند و به‌عنوان راهی برای کنار آمدن با فرآیند استرس‌زای سرمایه‌گذاری هستند. به‌علاوه فانتزی‌های مالی از مفاهیم اصلی نظریه مالی احساسی و ویژگی بارز دوره‌های حبابی هستند (رینز و لترز<sup>۱۹</sup>، ۲۰۱۱). افراد با فانتزی‌های مالی به‌طور ناخودآگاه احساساتی از قبیل «دانای کل بودن»،



«همه چیز تحت کنترل است» را به خود تلقین می کنند که این امر احساس ترس را از بین می برد و تصمیمات مالی خطرناک را در پی دارد.

از آنجا که شرایط سرمایه گذاری مبهم است، این عدم قطعیت یا ابهام باعث ایجاد احساسات متناقض مانند اضطراب، ترس، امید و لذت می شود. این معضل باعث ایجاد ناراحتی در دنیای درونی آگاهانه فرد می شود. اگر ترس و اضطراب بیشتر باشد، سرمایه گذاری انجام نمی شود. اما اگر امید و لذت به میدان بیاید، سرمایه گذاری انجام می شود. افزایش مداوم قیمت ها در دوره های حبابی برای افرادی که دارای سطح معمولی از دانش مالی هستند، شگفت آور است. با این حال، خیالات و فانتزی های افراد مذکور دلیل ورود به معاملات حبابی است تا به رویاها و فانتزی خود برای کسب درآمد زیاد و موفقیت بسیار دست یابند (تافلر، ۲۰۱۸). این سرمایه گذاری ها سبب فاصله بسیار زیاد قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی آن می شود که خطر ترکیدن حباب مالی و تحمیل ضرر به سرمایه گذاران را به دنبال دارد.

با توجه به جدید بودن پارادایم مالی احساسی، تحقیقات در مورد مفاهیم آن مانند فانتزی مالی، همراه با تصمیمات و رفتارهای بازار سرمایه از قبیل حباب مالی، بیشتر از نظر تئوریک بررسی شده است. پژوهش های تجربی بسیار محدودی در مورد امر مذکور انجام شده است، از جمله پژوهش **آرن و حمامچی (۲۰۲۰)** با عنوان «بررسی عوامل تأثیرگذار بر فانتزی مالی» که این پژوهش روی ۶۴۸ نفر و با تجزیه و تحلیل داده ها با استفاده از نرم افزار اس پی اس و آموس انجام شد. نتایج نشان داد که متغیر ذهن تقسیم شده به طور مستقیم و روایت های مالی و احساسات گروهی به طور غیر مستقیم از طریق شایعات متخصصین مالی بر فانتزی مالی اثر می گذارند.

### حباب سازی مالی سرمایه گذار

حباب سازی مالی سرمایه گذار به سرمایه گذاری در سهام پُریسک یا به عبارت دیگر سهام رشد یافته بیشتر از ارزش بازار تمایل دارد. همچنین مفهوم حباب سازی مالی سرمایه گذار با مفاهیم ریسک گریزی و ریسک پذیری سرمایه گذار مطابقت ندارد، زیرا که سرمایه گذار تا ارتباط احساسی با سهام نکند قصد معامله نخواهد داشت، حتی اگر ریسک سرمایه گذاری را کم بداند. به علاوه در صورتی که فرد ریسک سرمایه گذاری را زیاد تصور کند، امکان دارد احساس هیجان، ترس و اضطراب سرمایه گذاری را سرکوب کرده و در نتیجه معامله گر احساس عدم اطمینان کند که در این شرایط فرد سهام ناشناخته و پُریسک را که رشد قابل توجهی نسبت به ارزش ذاتی خود دارند (به علت این که شایعات و اخبار هیجانی بازار را به خود جلب کرده است)، به جای سهام شناخته شده ترجیح می دهد (تافلر و تاکت، ۲۰۱۰؛ تافلر، ۲۰۱۸؛ خطاک و تریق، ۲۰۱۸).

حباب سازی مالی سرمایه گذار مفهوم جدیدی است که تاکنون تحقیقات کمی در مورد آن انجام شده است، از جمله **آرن و حمامچی (۲۰۲۰)** پژوهشی با عنوان تأثیر تعدیل کنندگی لذت جویی و ریسک گریزی در رابطه بین ویژگی های شخصیتی و حباب سازی مالی سرمایه گذار انجام دادند. یافته های پژوهش نشان می دهد که بین پنج ویژگی شخصیتی و حباب سازی مالی سرمایه گذار روابط معنی داری یافت می شود. همچنین لذت جویی، رابطه بین برون گرایی، وظیفه شناسی، روان رنجوری را با حباب سازی مالی سرمایه گذار تعدیل می کند. علاوه بر این **آرن و حمامچی (۲۰۲۱)** در پژوهشی به بررسی تأثیر میانجی

فانتزی‌های مالی بر رابطه بین مکانیسم‌های دفاعی مالی و حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار پرداختند که نتایج نشان داد که مکانیسم‌های دفاعی مالی به طور غیر مستقیم از طریق فانتزی‌های مالی بر حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار اثر می‌گذارند. در پژوهشی دیگر **خطاک و تریق (۲۰۱۸)** میانجی‌گری سواد مالی در رابطه بین تحمل ریسک و حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار را بررسی کردند. نتایج نشان داد که سواد مالی رابطه بین تحمل ریسک و حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار را توضیح می‌دهد. همچنین **کلودیا و نوریا سمن<sup>۲۱</sup> (۲۰۱۹)** به بررسی تأثیر هوش هیجانی، ریسک‌گریزی، منبع کنترل خارجی، سواد مالی و جمعیت‌شناسی بر حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که هوش هیجانی، ریسک‌گریزی و منبع کنترل خارجی تأثیر قابل توجهی بر حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار دارند، برخلاف سواد مالی و جمعیت‌شناسی که تأثیر قابل توجهی ندارند.

بررسی اجمالی آنچه در حباب بازارهای سرمایه اتفاق می‌افتد و داستان‌های مرتبط منتشر شده در رسانه‌ها و شبکه‌های اجتماعی به وضوح نشان می‌دهد که چگونه سرمایه‌گذاران از نظر احساسی گرفتار شده‌اند. هنگامی که بازار شروع به حرکت می‌کند و به اوج خود می‌رسد، سرمایه‌گذاران احتیاط نمی‌کنند و هشدارها را نادیده می‌گیرند تا این که هنگام ترکیدن حباب خود را سرزنش می‌کنند و در نهایت مجبور به فروش سهام در قیمت نامناسب می‌شوند. برخلاف نظریه مالی کلاسیک که بازیگران بازار را افرادی عاقل تلقی می‌کند، این پژوهش اشاره می‌کند که متخصصان و مشاوران مالی باید درک کنند که سرمایه‌گذاران ذاتاً احساسی هستند (**کاردان و همکاران، ۱۳۹۶**) و احساسات ناخودآگاه محرک‌های کلیدی رفتار سرمایه‌گذاران هستند (**تافلر و همکاران، ۲۰۲۰**).

با توجه به این که حوزه مالی احساسی یکی از حوزه‌های نوظهور مالی است، اکثر مطالعات صورت گرفته به صورت نظری و مفهومی بوده و کمتر مطالعه تجربی در این زمینه انجام شده است. همچنین از آنجا که نظریه مالی احساسی یک نظریه نوین است، مفاهیم و متغیرهای برگرفته از آن نیز از قبیل مکانیسم‌های دفاعی مالی و فانتزی مالی و همچنین متغیر حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار جدید و پژوهش‌های انجام گرفته بسیار محدود است. به علاوه انجام پژوهش جهت درک درست نحوه ارتباط فرآیندهای مکانیسم‌های دفاعی و فانتزی‌های مالی با حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذاران از اولویت‌های پژوهشی سازمان بورس اوراق بهادار در سال ۱۴۰۰ است (**سازمان بورس اوراق بهادار تهران، ۱۴۰۰**). همچنین با توجه به بررسی پیشینه پژوهش باید اذعان داشت که تأثیر مستقیم مکانیسم‌های مالی و فانتزی‌های مالی بر متغیرهای مالی هنوز به اندازه کافی مورد بررسی قرار نگرفته است. این مطالعه با هدف پُر کردن این شکاف، تأثیر احساسات ناخودآگاه ناشی از مکانیسم‌های دفاعی و فانتزی‌های مالی بر حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار را مورد بررسی قرار می‌دهد. همچنین این مطالعه به دنبال ارتقای مبانی نظری و غنی‌تر کردن ادبیات موضوع حاضر است که می‌تواند راهگشای اساسی در دستیابی به اهداف غایی سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران فعال در بازار سرمایه باشد.

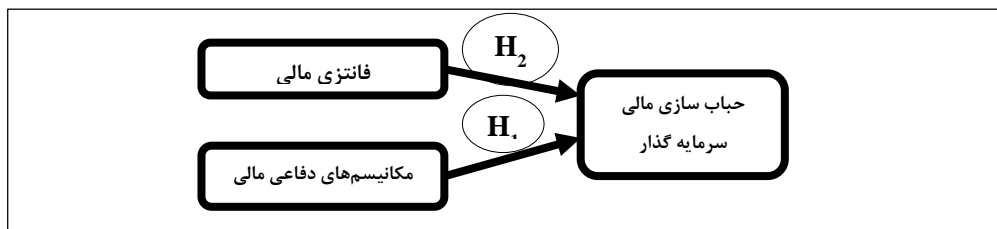
## زیربنای تئوریک فرضیه‌های پژوهش

اخیراً با توجه به نقش حیاتی بازار سرمایه در توسعه اقتصاد کشورها، یک چارچوب مفهومی بسیار کاربردی به نام نظریه مالی احساسی ظهور پیدا کرده است که می‌تواند به بررسی تأثیر مکانیسم‌های دفاعی مالی و فانتزی‌های مالی بر تصمیمات حسابی سرمایه‌گذاران و همچنین به پیش‌بینی روندهای بازار مالی از جمله حباب‌های مالی کمک کند. از آنجا که تصمیمات سرمایه‌گذاری در واقع مبارزه بین خیالات لذت‌بخش سود بالقوه در آینده و اضطراب از دست دادن احتمالی منابع مالی آینده است، این مبارزه احساسی ذکر شده در سرمایه‌گذار احساس ناامنی و عدم قطعیت ایجاد می‌کند، زیرا بازار سرمایه غیرقابل پیش‌بینی است و در نتیجه سرمایه‌گذار مجبور به رویارویی با احساسات منفی خود می‌شود. در این زمان مکانیسم‌های دفاعی برای کنترل اضطراب و نگرانی وارد عمل می‌شوند، به صورتی که واقعیت موجود را تغییر می‌دهند تا برای سرمایه‌گذار قابل تحمل باشد. تغییر واقعیت منطقی سبب می‌شود که معامله‌گر ریسک و بازده را که دو معیار معمول برای سرمایه‌گذاری هستند به درستی ارزیابی نکند، به نحوی که معامله‌گری که ریسک‌گریز است، ریسک موجود در معامله را احساس نمی‌کند که این امر می‌تواند سرمایه‌گذار را به سمت سرمایه‌گذاری در سهام پُرریسک بازار سوق دهد. علت این امر احساس امنیت کاذبی است که سهام پُرریسک به دنبال رشد قیمت و افزایش تقاضا در بازار ایجاد می‌کنند. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذار بدون در نظر گرفتن ارزش ذاتی سهام و منطقی مالی اقدام به سرمایه‌گذاری در سهام مذکور می‌کند، که به اصطلاح به آن حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار می‌گویند.

فرضیه اول: مکانیسم‌های دفاعی مالی بر حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار تأثیر مثبت و معنادار دارند.

فانتزی‌های مالی، فرآیندهای ناخودآگاه ذهنی هستند که از دوران کودکی و در ادامه حیات فرد به تکامل خود ادامه می‌دهند و تأثیر خود را بر تصمیمات مالی از جمله سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه می‌گذارند. به طوری که فانتزی‌های مالی سرمایه‌گذاران واقعیت‌های موجود را به واقعیت‌های خیالی‌انگیز و رؤیایی برای معامله‌گر تغییر می‌دهند. به عبارت دیگر، فانتزی‌های مالی می‌توانند به طور ناخودآگاه اشتیاق به بازده رؤیایی را در ذهن سرمایه‌گذار بیدار کنند که در زمان سرمایه‌گذاری به جای واقعیت منطقی موجود، واقعیت آرمانی را در نظر می‌گیرند و در شرایط مذکور ریسک و بازده خیالی به جای ریسک و بازده واقعی موردنظر سرمایه‌گذار قرار می‌گیرد و سرمایه‌گذار را به سمت سهامی که اخیراً رشد زیادی نسبت به ارزش ذاتی خود داشته و جزء سهام پُرریسک بازار سرمایه هستند، هدایت می‌کنند. زیرا سرمایه‌گذار تحت تأثیر جریانات خبری هیجان‌انگیز از رشد اخیر قیمت سهام قرار می‌گیرد به نحوی که او با سهام پُرریسک ارتباط احساسی برقرار کرده و شروع به رؤیاپردازی مالی می‌کند و در نهایت تصمیم می‌گیرد روی سهامی سرمایه‌گذاری کند که رشد زیادی به صورت حباب‌گونه داشته است.

فرضیه دوم: فانتزی‌های مالی بر حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار تأثیر مثبت و معناداری دارند.



شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش

### روش‌شناسی پژوهش

مطالعه حاضر از لحاظ جمع‌آوری اطلاعات، توصیفی-پیمایشی است. جامعه آماری این پژوهش شامل سرمایه‌گذاران فعال بورس اوراق بهادار تهران در تابستان سال ۱۴۰۰ می‌باشد. بورس اوراق بهادار تهران در تابستان سال ۱۴۰۰ مورد استقبال سرمایه‌گذاران قرار گرفت و همچنین وضعیت شاخص بورس در یک روند مثبت و رو به رشد بود. از طرفی برای این که در نمونه آماری پژوهش از ورود افراد غیرفعال و ناآگاه به بازار سرمایه جلوگیری شود، طی نامه‌نگاری و هماهنگی با کارگزاری‌های بورس اوراق بهادار تهران، سرمایه‌گذاران فعال شناسایی شدند. علاوه بر این، جهت حصول اطمینان از سرمایه‌گذاران این سؤال پرسیده شد که آیا در سال حداقل ۱۰ بار معامله می‌کنند یا خیر؟ سرمایه‌گذارانی که به سؤال مذکور جواب مثبت دادند، اجازه پیدا کردند که به سئوالات پرسشنامه پاسخ دهند. همچنین تعداد حداقل ۱۰ معامله در سال بعد از مصاحبه و مشورت با خبرگان انتخاب شد. به منظور جمع‌آوری نمونه، تعداد ۴۱۵ پرسشنامه (۳۰۰ پرسشنامه الکترونیکی و ۱۱۵ پرسشنامه کاغذی) بین سهام‌داران پخش شد که از این تعداد، ۳۹۶ پرسشنامه جمع‌آوری و ۲۸۸ مورد پذیرفته شد. همچنین از آنجایی که داده‌های گم‌شده با مقادیر هیچ کدام از متغیرها، چه آنهایی که مشاهده شده‌اند و چه آنهایی که گم‌شده‌اند، رابطه‌ای ندارند، داده‌های گم‌شده از نوع کاملاً تصادفی ( $MCAR^{22}$ ) هستند که در این حالت داده‌های گم‌شده قابل چشم‌پوشی می‌باشند و در نتیجه استنباط آماری را می‌توان فقط با تحلیل داده‌های مشاهده‌شده و بدون اشاره‌ای صریح به یک فرم پارامتری از مکانیسم داده‌های گم‌شده انجام داد (فلیس<sup>۳۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۳؛ باقی یزدل و همکاران، ۱۳۹۵؛ مرادی و همکاران، ۱۳۹۷).

با این وجود، جهت بررسی تأثیر پرسشنامه‌های پاسخ داده نشده از روش پیشینه درست‌نمایی با اطلاعات کامل و از طریق الگوریتم  $EM^{24}$  که یک الگوریتم تکرارشونده کلی جهت محاسبه برآوردهای پیشینه درست‌نمایی پارامترها در حالتی است که همه مقادیر داده‌ها اعم از کامل و گم‌شده وجود دارند، استفاده شد (اندرس<sup>۲۵</sup>، ۲۰۱۰). از طرفی حداقل حجم نمونه مدل معادلات ساختاری براساس تعداد سازه‌های اصلی یا متغیرهای پنهان تعیین می‌شود. با وجود آن که در مورد حجم نمونه کافی برای مدل‌های ساختاری توافق کلی وجود ندارد، اما به زعم بسیاری از پژوهشگران حداقل حجم نمونه لازم ۲۰۰ است (حبیبی و عدن‌ور، ۱۳۹۶). علاوه بر این، بر اساس فرمول تابانچی و همکاران (۲۰۰۷)، حجم نمونه باید بزرگ‌تر و مساوی ۵۰ به اضافه ۸ ضربدر تعداد متغیر مستقل باشد ( $N \geq 50 + 8k$ )، که در فرمول مذکور  $K$  تعداد متغیر مستقل و  $N$  حجم نمونه است.

بنابراین در پژوهش حاضر بر اساس فرمول تابانچی و فیدل حجم نمونه باید بزرگ‌تر و مساوی ۶۶ باشد ( $8 * 2 + 50 > 66$ )، که به دلیل افزایش تعمیم‌پذیری نتایج پژوهش، حجم نمونه به ۲۸۸ نفر افزایش پیدا کرد.

### ابزارهای پژوهش و روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

پرسشنامه این پژوهش در بخش اول به اطلاعات جمعیت‌شناسی از قبیل سن، جنسیت، تحصیلات و وضعیت تأهل اختصاص داشت. بخش دوم پرسشنامه پژوهش به متغیر مکانیسم دفاعی مالی اختصاص داشت که برای این منظور از پرسشنامه آرن و حماچی (۲۰۲۱) که پرسشنامه اندروز<sup>۲۶</sup> و همکاران (۱۹۹۳) را از دیدگاه مالی توسعه داد، استفاده شده و شامل ۲۴ سؤال بوده و مربوط به سبک دفاعی نابالغ است استفاده شد، زیرا همان‌گونه که در ادبیات پژوهش گفته شد، سبک دفاعی نابالغ از نظر تئوری و کاربردی بیشترین تأثیر را بر حباب‌های مالی دارد. بخش سوم پرسشنامه مربوط به متغیر فانتزی مالی (آرن و حماچی، ۲۰۲۱)، شامل ۶ سؤال بود. بخش چهارم پرسشنامه به متغیر حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار (آیدی‌میر<sup>۲۷</sup> و آرن، ۲۰۱۷) که ۴ سؤال دارد، اختصاص یافت. همچنین توجه به این نکته حائز اهمیت است که پرسشنامه‌های پژوهش استاندارد و برای سنجش هر متغیر بیش از ۳ پرسش استفاده شده، چراکه بسیاری از محققان تعداد پرسش‌ها برای هر متغیر را بین سه تا پنج عدد خوب ارزیابی کرده‌اند (مک‌کالوم<sup>۲۸</sup> و همکاران، ۱۹۹۹؛ رابنهایمر<sup>۲۹</sup>، ۲۰۰۴). به علاوه اگر سه پرسش را برای هر متغیر در نظر گرفته شود، مدل درجه آزادی مثبت دارد و در این مورد، برازش مدل کامل خواهد بود (به عنوان مثال  $CFI^{30}/GFI^{31} = 1$ ) و کای دو مدل از برازش خوبی برخوردار خواهد بود که در این حالت می‌گویند مدل برای آزمون، بیش از حد شناسایی شده است (هیر<sup>۳۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۰).

### پایایی و روایی پرسشنامه

با هدف سنجش ساختار عاملی، روایی و پایایی، پرسشنامه در مرحله اول به منظور مطابقت با مفهوم مورد اندازه‌گیری در اختیار خبرگان قرار گرفت. همچنین از معیار روایی همگرا (AVE) که یک شاخص کمی برای سنجش روایی است، استفاده شد. این معیار از بارهای عاملی مربوط به هر سؤال برای سنجش آن استفاده می‌کند. روایی همگرا زمانی وجود دارد که معیار موردنظر از ۰/۵ بزرگ‌تر باشد. در مرحله دوم برای سنجش پایایی درونی پرسشنامه از آزمون آلفا کرونباخ و شاخص بروزتر آن پایایی مرکب استفاده شد که معیار تأیید آزمون‌های مذکور بالاتر از ۰/۷ است. در مرحله سوم از تحلیل عاملی تأییدی برای تعیین میزان معتبر بودن مدل، مناسب بودن بار عاملی و میزان مناسب بودن مدل اندازه‌گیری استفاده شد (هیز<sup>۳۳</sup>، ۲۰۱۸).

### روش‌شناسی مدل معادلات ساختاری

از روش معادلات ساختاری (SEM) و نرم‌افزار آماری آموس نسخه ۲۶ برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و همچنین از نرم‌افزار آماری اس پی اس برای اجرای الگوریتم EM استفاده شد. برای پیش‌بینی مقدار پارامترهای ناشناخته از روش برآورد حداکثر درست‌نمایی (MLE) استفاده شد. در روش مذکور اولاً داده‌ها باید به‌طور نرمال توزیع شوند و برای این منظور ضریب کشیدگی هر متغیر باید کمتر از ۷ و ضریب چولگی بین ۲+ و ۲- باشد. ثانیاً متغیر وابسته باید پیوستگی داشته باشد (برن<sup>۳۴</sup>، ۲۰۱۳). تحلیل داده‌ها در دو مرحله انجام شد. در مرحله اول پایایی برای ارزیابی پایداری و سازگاری گزینه‌های

موردسنجش و در مرحله دوم ارزیابی درجه درست‌نمایی و برازش برای مدل معادلات ساختاری و سنجش مسیرهای فرضی انجام شد. مدل‌یابی معادلات ساختاری (SEM) یک تکنیک است که به پژوهشگر امکان می‌دهد تا مجموعه‌ای از معادلات رگرسیون را به‌طور همزمان مورد سنجش قرار دهد. همچنین مدل‌یابی معادله ساختاری یک رویکرد جامع برای سنجیدن فرضیه‌هایی درباره روابط متغیرهای مشاهده‌شده و مکنون است (هومن، ۱۳۸۴).

## نتایج پژوهش

### نتایج آمار توصیفی

تعداد پاسخ‌دهندگان ۲۸۸ نفر است. از حیث نوع جمعیت ۴۶/۲٪ زن و ۵۳/۸٪ مرد و مدرک تحصیلی آن‌ها از زیر دیپلم تا دکتری بوده که ۳۵/۱٪ آن‌ها را سرمایه‌گذارانی با مدرک تحصیلی کارشناسی ارشد به بالا تشکیل می‌دهند که بیشترین فراوانی را دارند. همچنین از نظر وضعیت تأهل ۶۷/۷٪ پاسخ‌دهندگان متأهل و میانگین سنی پاسخ‌دهندگان ۴۰ سال است. در جدول ۱ آمار توصیفی حداقل و حداکثر، چولگی، کشیدگی، میانگین و انحراف معیار متغیرهای تحقیق ارائه شده است. برای اندازه‌گیری این متغیرها از طیف لیکرت (۱ تا ۵) استفاده شد. میانگین مکانیسم‌های دفاعی مالی ۲/۲۱ است (۱) توضیح‌دهنده استفاده کم از مکانیسم دفاعی و ۵ تبیین‌گر استفاده زیاد از مکانیسم دفاعی مالی) نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران جامعه نمونه تقریباً به‌طور متوسط از مکانیسم‌های دفاعی مالی استفاده می‌کنند، در صورتی که هر چقدر کمتر از مکانیسم‌های دفاعی مالی در تصمیم‌گیری استفاده کنند، نسبت به واقعیت سرمایه‌گذاری دیدگاه منطقی‌تری دارند. میانگین فانتزی‌های مالی ۳/۷۴ است (۱) توضیح‌دهنده این است که فانتزی‌های مالی سرمایه‌گذار کم و ۵ تبیین‌گر این است که فانتزی‌های مالی سرمایه‌گذار زیاد است).

میانگین فانتزی‌های مالی نزدیک به ۴ است که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران دیدگاه رؤیایی و فانتزی به بازار سرمایه دارند و این موضوع می‌تواند باعث تحریف واقعیت موجود سهام بازار سرمایه در ذهن معامله‌گران شود. همچنین حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار دارای میانگین ۳/۶۷ است (۱) توضیح‌دهنده این است که سرمایه‌گذار قصد سرمایه‌گذاری کمی در سهام بالاتر از ارزش ذاتی و ۵ تبیین‌گر این است که سرمایه‌گذار قصد سرمایه‌گذاری زیادی در سهام بالاتر از ارزش ذاتی دارد) که میانگین متغیر حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران جامعه نمونه تقاضای زیادی برای سرمایه‌گذاری در سهامی دارند که قیمت آن بیشتر از ارزش ذاتی‌اش است که می‌تواند نگران‌کننده و زیان‌بار باشد. به علاوه همان‌طور که در بخش روش‌شناسی تحقیق ذکر شد، از آنجایی که ضریب کشیدگی متغیرها کمتر از ۷ و ضریب چولگی متغیرها بین ۲+ و ۲- است، پس متغیرهای پژوهش نرمال هستند.

جدول ۱. آمار توصیفی

نام متغیر	میانگین	انحراف معیار	کمترین	بیشترین	چولگی	کشیدگی
مکانیسم‌های دفاعی مالی	۲/۲۱	۱/۰۲	۱	۵	-۰/۱۲	-۱/۶۷
فانتزی‌های مالی	۳/۷۴	۰/۹۴	۱	۵	۰/۱۰	-۱/۸۲
حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار	۳/۶۷	۱/۰۶	۱	۵	-۰/۰۷	-۱/۶۸

## آزمون‌های پایبی و روایی

همان‌طور که در بخش روش‌شناسی تحقیق ذکر شد، از تحلیل عاملی تأییدی برای تعیین میزان مناسب بودن مدل اندازه‌گیری و سازه‌های پژوهش استفاده شد. تحلیل عاملی تأییدی نیاز به سه معیار دارد: اول، هر سازه با شاخص‌های خود همبستگی داشته باشد؛ دوم، بار عاملی برای همه شاخص‌ها باید حداقل ۰/۵ باشد؛ سوم، مدل از برازش مناسبی برخوردار باشد که در پژوهش حاضر برازش مدل مناسب است. در تفسیر بارهای عاملی باید به این نکته توجه کرد که بار عاملی مقداری بین صفر و یک است. بدون در نظر گرفتن علامت بارهای عاملی، اگر بار عاملی بالاتر از ۰/۵ باشد بار عاملی مطلوب است و در صورتی که کمتر از مقدار مذکور باشد آن سؤال حذف می‌شود که در این پژوهش از متغیر مکانیسم‌های دفاعی مالی ۶ سؤال و از متغیر فانتزی مالی ۲ سؤال حذف شد. اگر آلفا کرونباخ و پایبی سازه بیش از ۰/۷ باشد، پایبی سازه قابل قبول است (هیز، ۲۰۱۸) که در پژوهش حاضر تمامی متغیرها دارای پایبی مرکب و آلفا کرونباخ بالاتر از ۰/۷ هستند که نشان‌دهنده پایبی قابل قبول متغیرهای پژوهش است. بر اساس نتایج جدول ۲، همگرایی سازه‌ها بالاتر از ۰/۵ است که نشان‌دهنده همگرایی خوب سازه‌های مفهومی می‌باشد (هیز، ۲۰۱۸).

جدول ۲. معیار AVE، روایی و پایبی مدل اندازه‌گیری

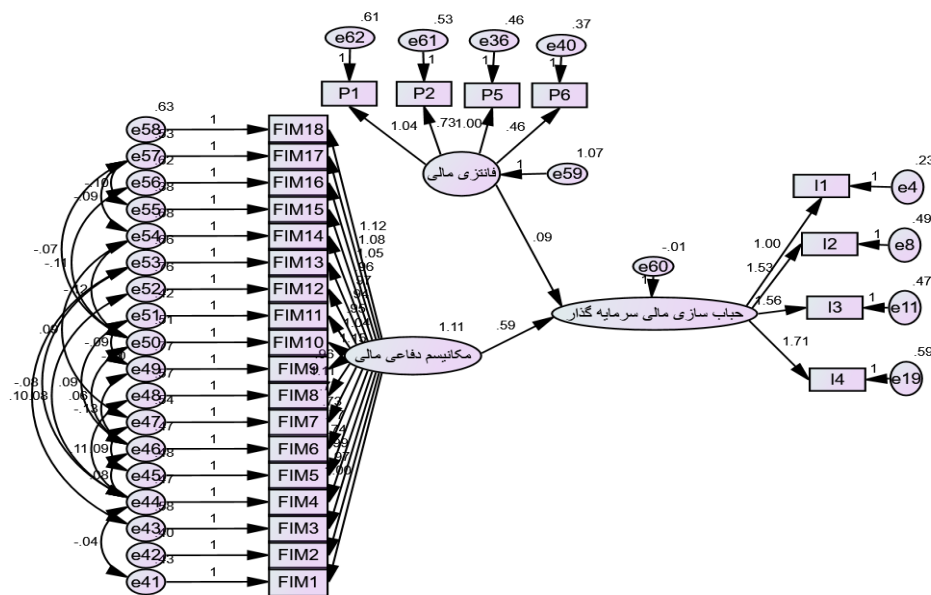
متغیرهای پژوهش	آلفا کرونباخ	پایبی مرکب	همگرایی (AVE)	بار عاملی	متغیرهای پژوهش	آلفا کرونباخ	پایبی مرکب	همگرایی (AVE)	بار عاملی
FIM <sup>34</sup>	۰/۹۶	۰/۹۰	۰/۶۹	I <sup>35</sup>					
FIM 1		سوالات		۰/۸۴	I1		سوالات مکانیسم دفاعی مالی		
FIM2		حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار		۰/۸۵	I2				
FIM3				۰/۸۱	I3				
FIM4				۰/۷۵	I4				
FIM5			۰/۵۶	۰/۸۳	۰/۸۴	P <sup>36</sup>			
FIM6				۰/۷۴	P1				
FIM7				۰/۷۵	P2				
FIM8		سوالات فانتزی مالی		۰/۸۴	P5				
FIM9				۰/۷۵	P6				
FIM10				۰/۸۴					
FIM11				۰/۸۶					
FIM12				۰/۷۵					
FIM13				۰/۷۷					
FIM14				۰/۷۷					
FIM15				۰/۸۴					
FIM16				۰/۸۲					
FIM17				۰/۸۴					
FIM18				۰/۸۲					

### تجزیه و تحلیل مسیر متغیرهای مدل معادلات ساختاری (SEM)

تجزیه و تحلیل مسیر متغیرها بر اساس روش شناسی معادلات ساختاری (رجوع به قسمت روش شناسی) در مدل شکل (۲) بررسی شده است که مسیر (I→P؛ شکل ۲) رابطه بین فانتزی مالی با حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار و مسیر (I→FIM؛ شکل ۲) رابطه بین مکانیسم‌های دفاعی مالی با حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار را تحلیل می‌کند. جدول ۳ نشان می‌دهد با توجه به این که شاخص مجذور کای (CMIN)، شاخص نرم‌شده مجذور کای (CMIN/df)، جذر برآورد واریانس خطای تقریب (RMSEA)، شاخص نیکویی برازش (GFI)، شاخص برازندگی تطبیقی (CFI) و شاخص برازش نسبی (RFI) دارای سطح مناسبی از برازش بودند، برازش مدل در مجموع مناسب ارزیابی شده است.

جدول ۳. برازش مدل

نوع شاخص	معیار برازش مدل	حد قابل قبول	مدل
شاخص‌های مدل	CMIN		۷۶۸/۴۷
	P	کمتر از ۰/۰۵	***
	CMIN/df	بین ۱ تا ۵	۲/۷۸
شاخص‌های نسبی	RMSEA	کمتر از ۰/۰۸	۰/۰۷
	GFI	بیش از ۰/۹۰	۰/۹۰
	CFI	بیش از ۰/۹۰	۰/۹۲
	RFI	بیش از ۰/۶۰	۰/۸۷



شکل ۲. مدل پژوهش



جدول ۴. علامت اختصاری متغیرهای پژوهش

نام متغیر	علامت اختصاری
مکانیسم دفاعی مالی	FIM
فانتزی مالی	P
حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار	I

**بررسی برازش مدل با استفاده از روش بیشینه درست‌نمایی با اطلاعات کامل (FIML)**

جهت بررسی تأثیر پرسشنامه‌های پاسخ‌داده نشده از روش بیشینه درست‌نمایی با اطلاعات کامل (شامل داده‌های کامل و گم شده) استفاده و از طریق الگوریتم EM (رجوع شود به قسمت روش‌شناسی) اجرا شده است. نتایج نشان می‌دهد که برازش مدل در این حالت نسبت به زمانی که از داده‌های کامل استفاده می‌شود، کمتر است (جدول ۵).

جدول ۵. برازش مدل‌ها به روش FIML

نوع شاخص	معیار برازش مدل	حد قابل قبول	مدل
χ <sup>۲</sup> /df	CMIN	۱۲۱۴/۸۵	
	P	کمتر از ۰/۰۵	***
نسبت‌ها	CMIN/df	بین ۱ تا ۵	۴/۳۵
	RMSEA	کمتر از ۰/۰۸	۰/۰۹
	GFI	بیش از ۰/۹۰	۰/۸۸
	CFI	بیش از ۰/۹۰	۰/۸۹
	RFI	بیش از ۰/۶۰	۰/۸۴

**آزمودن فرضیه‌های پژوهش**

تحلیل نتایج پژوهش نشان داد ضریب رابطه متغیر مکانیسم دفاعی مالی بر متغیر حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار برابر با ۰/۵۹ است و با توجه به این که مقدار معناداری در سطح ۱ درصد و کمتر از ۵ درصد محسوب می‌شود و همچنین از آنجا که مقدار بحرانی ۱۷/۰۹ بیشتر از محدوده ۱/۹۶ می‌باشد، پس فرضیه ۱ مورد تأیید است (جدول ۵). همچنین ضریب متغیر فانتزی مالی بر متغیر حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار برابر با ۰/۰۹ در سطح معناداری ۱ درصد تأثیر مثبت و معنادار می‌گذارد. به علاوه مقدار بحرانی ۵/۸۴ بیشتر از محدوده ۱/۹۶ است که در اینجا نشان از تأیید فرضیه ۲ است (جدول ۶). همچنین در پژوهش حاضر جهت استحکام نتایج از روش بوت‌استرپ<sup>۳۷</sup> استفاده شد که در روش مذکور به دلیل این که حد بالا و پایین در فرضیه‌های ۱ و ۲ شامل صفر نمی‌شود، هر دو فرضیه به ترتیب در سطح ۱ درصد و ۵ درصد معنادار هستند (جدول ۷).

جدول ۶. نتایج تحلیل مسیرهای مدل

متغیرهای مستقل	متغیر وابسته	ضریب تأثیر	خطای استاندارد	مقدار بحرانی	معناداری
فانتزی مالی	حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار	۰/۰۹	۰/۰۱۵	۵/۸۴	۰/۰۰
مکانیسم دفاعی مالی	حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار	۰/۵۹	۰/۰۳	۱۷/۰۹	۰/۰۰

## جدول ۷. استحکام نتایج فرضیه‌های پژوهش

متغیرهای مستقل	متغیر وابسته	ضریب تأثیر	حد پایین	حد بالا	معناداری
فانتزی مالی	حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار	۰/۰۹	۰/۰۲	۰/۱۵	۰/۰۲
مکانیسم دفاعی مالی	حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار	۰/۵۹	۰/۶۸	۱۷/۰۹	۰/۰۰

## جدول ۸. خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌ها

نتایج	فرضیه
قبول	شماره ۱
قبول	شماره ۲

## نتیجه‌گیری و پیشنهادهای پژوهش

هدف از پژوهش حاضر ریشه‌یابی نحوه ایجاد حباب‌های مالی بود. در این پژوهش رابطه بین مکانیسم‌های دفاعی مالی و فانتزی‌های مالی بر حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار مورد بررسی قرار گرفت. اگرچه به مکانیسم‌های دفاعی مالی در تحقیقات گذشته به صورت محدود اشاره شده، اما تأثیر مستقیم آن بر تصمیمات مالی هنوز به اندازه کافی بررسی نشده است. علاوه بر این، مفهوم فانتزی مالی با ظهور نظریه مالی احساسی به عنوان عامل اصلی شکل‌دهنده حباب‌های مالی مورد توجه قرار گرفت که علی‌رغم اهمیت این موضوع، پژوهش‌های خیلی محدودی بر روی متغیرهایی که می‌توانند تحت تأثیر فانتزی‌های مالی سرمایه‌گذاران قرار بگیرند، انجام شده است. هدف از پژوهش حاضر پُر کردن این شکاف در ادبیات پژوهش بود که فرضیه‌های تحقیقاتی در چارچوب مدل تحقیق و با استفاده از معادلات ساختاری مورد بررسی قرار گرفت. در ادامه به نتایج هر یک از فرضیه‌ها به طور خلاصه اشاره می‌شود:

با توجه به این که بازار سرمایه ایران متأثر از پارامترهای کلان اقتصادی و غیراقتصادی متعدد است، این موضوع موجب می‌شود که سرمایه‌گذار نسبت به آینده احساس عدم اطمینان و نگرانی کند، چرا که براساس نظریه مالی احساسی تصمیمات سرمایه‌گذاری در واقع مبارزه بین خیالات لذت‌بخش سود بالقوه در آینده و اضطراب از دست دادن احتمالی منابع مالی آینده است که این مبارزه احساسی ذکر شده در سرمایه‌گذار احساس ناامنی و عدم قطعیت ایجاد می‌کند. در این شرایط مکانیسم‌های دفاعی مالی وارد عمل می‌شوند و ناراحتی ناشی از استرس معاملات را کاهش می‌دهد. به عبارت دیگر براساس نظریه مالی احساسی، مکانیسم‌های دفاعی مالی با تغییر واقعیت درک شده توسط سرمایه‌گذار، ریسک و بازده واقعی را در ذهن سرمایه‌گذار به نحوی تغییر می‌دهند که نگرانی و احساس عدم اطمینان سرمایه‌گذار کاهش پیدا کند و بنابراین تغییر واقعیت ذهنی سرمایه‌گذار نسبت به واقعیت عینی، سبب اشتباه در تصمیم‌گیری می‌شود به نحوی که معامله‌گری که ریسک‌گریز است ریسک موجود در معامله را احساس نمی‌کند که این امر می‌تواند سرمایه‌گذار را به سمت سرمایه‌گذاری در سهام پُریسک بازار سوق دهد.

به دلیل احساس امنیت کاذبی که سهام پُریسک به دنبال رشد قیمت و افزایش تقاضا در بازار ایجاد می‌کند، سرمایه‌گذار بدون در نظر گرفتن ارزش ذاتی سهام و منطق مالی اقدام به معامله‌گری می‌کند که به اصطلاح به آن حباب‌سازی مالی

سرمایه گذار می گویند. علاوه بر این، تحقیق حاضر با جامعه آماری سرمایه گذاران فعال بورس اوراق بهادار تهران، این موضوع را تصدیق می کند که مکانیسم های دفاعی مالی با ضریب تأثیر ۰/۵۶ بر حساب سازی مالی سرمایه گذار در سطح ۱ درصد تأثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین فانتزی های ذهن سرمایه گذاران از قبیل «دانای کل بودن»، «همه چیز تحت کنترل است» باعث می شود که احساس ترس ناشی از عدم پیش بینی آینده بازار سرمایه از بین برود و بستر را برای رویاپردازی های مالی و سرمایه گذاری های پُرریسک فراهم کند، چرا که براساس نظریه مالی احساسی فانتزی های مالی شرایط سرمایه گذاری را به صورت رؤیایی و آرمانی در ذهن معامله گر تغییر می دهند به طوری که در شرایط مذکور ریسک و بازده خیالی به جای ریسک و بازده واقعی مورد نظر سرمایه گذار قرار می گیرد؛ به صورتی که سرمایه گذار را به سمت سهامی که اخیراً رشد زیادی نسبت به ارزش ذاتی خود داشته اند هدایت می کنند، زیرا سرمایه گذار مورد اغفال شایعات در مورد رشد اخیر قیمت سهام قرار می گیرد و اقدام به حسابی سازی مالی می کند. به علاوه تحقیق حاضر با جامعه آماری سرمایه گذاران فعال بورس اوراق بهادار تهران، این موضوع را مورد تأیید قرار می دهد که فانتزی های مالی با ضریب تأثیر ۰/۰۹ بر حساب سازی مالی سرمایه گذار در سطح ۱ درصد رابطه مثبت و معناداری دارد.

در بررسی های انجام شده، پژوهش مشابهی در رابطه با اثر مستقیم مکانیسم های دفاعی مالی بر حساب سازی مالی سرمایه گذار یافت نشد به طوری که بتوان نتیجه فرضیه ۱ را با پژوهشی دیگر مقایسه کرد. با این حال نتیجه به دست آمده از فرضیه ۱ پژوهش بار دیگر یافته های پژوهش های پیشین از جمله **کلودیا و نور یاسمن (۲۰۱۹)** و **آرن و حمامچی (۲۰۲۰)** را مبنی بر تأثیر عوامل روانشناسی مالی بر حساب سازی مالی سرمایه گذار به اثبات رساند. به علاوه از محدود پژوهش های انجام شده مطالعه **آرن و حمامچی (۲۰۲۱)** بود، نتایج پژوهش مذکور نشان داد، فانتزی های مالی با حساب سازی مالی سرمایه گذار رابطه مثبت و معنادار دارد که با نتیجه فرضیه ۲ پژوهش حاضر مطابقت دارد.

بازار سهام ایران در سال های اخیر مورد توجه عموم مردم قرار گرفت به نحوی که تعداد زیادی معامله گر تازه وارد بدون آن که آموزش کافی جهت تحلیل بازار سرمایه دیده باشند پا به عرصه معامله گری گذاشتند. به همین علت سرمایه گذاران مذکور عموماً به جای تحلیل منطقی، از روی احساسات خصوصاً احساسات ناخود آگاه ناشی از مکانیسم های دفاعی مالی و فانتزی های مالی تصمیم گیری می کنند، چون که سرمایه گذار از تأثیر احساسات ناخود آگاه ناشی از مکانیسم های دفاعی مالی و فانتزی های مالی مطلع نیست که این موضوع باعث می شود قدرت احساسات ناخود آگاه حتی نسبت به احساسات خود آگاه بیشتر باشد. لذا شناخت احساسات ناخود آگاه ناشی از مکانیسم های دفاعی مالی و فانتزی های مالی سرمایه گذاران برای سوق دادن بازار سرمایه به سمت پیشرفت توسط سیاست گذاران بازار می تواند حائز اهمیت باشد. یافته های این پژوهش می تواند متخصصان بازار سرمایه را در کنترل نوسانات قیمت و جلوگیری از حساب های مالی کمک کند زیرا با شناخت ریشه های تشکیل حساب مالی می تواند هشدارهای لازم را به سرمایه گذاران بدهند و همچنین در جهت آموزش و رفاه مالی معامله گران گام مؤثری بردارند.

این پژوهش دارای محدودیت‌هایی نیز بود. از آنجایی که از پرسشنامه برای جمع‌آوری داده‌ها استفاده شده است، امکان دارد برخی سرمایه‌گذاران از ارائه پاسخ واقعی خودداری کرده و پاسخ غیرواقعی داده باشند. همچنین این پژوهش به صورت مقطعی انجام شده است که به این دلیل نتیجه‌گیری درباره علیت دشوار می‌شود. از دیگر محدودیت‌های پژوهش محدود بودن منابع جهت مقایسه نتایج است، به همین دلیل بررسی نحوه تأثیر مکانیسم‌های دفاعی و فانتزی‌های مالی بر حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار می‌تواند ادبیات پژوهشی محدود در شاخه «مالی احساسی» را غنی کند. در این راستا به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود که موضوع پژوهش حاضر را در کشورهای مختلف و زمان‌ها مختلف مورد بررسی قرار دهند. علاوه بر این تأثیر سرایت هیجانات و احساسات غیرمنطقی و ناخودآگاه ناشی از مکانیسم‌های دفاعی مالی و فانتزی‌های مالی بازارهای دارایی موازی مانند مسکن، طلا و ارز را بر بازار سهام و شکل‌گیری حباب‌های مالی نادیده نگیرند. همچنین اثر شایعات هدفمند بر رابطه بین فانتزی‌های مالی و حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذاران در پژوهش‌های آتی می‌تواند مدنظر قرار گیرد.

### یادداشت‌ها

- |                         |                       |                           |
|-------------------------|-----------------------|---------------------------|
| 1. Fama                 | 2. Taffler            | 3. Tuckett                |
| 4. Dumanli and Selim    | 5. Aren and Hamamci   | 6. Daryl Bem              |
| 7. Kahneman and Tversky | 8. Sheeran and Spain  | 9. Hirshleifer            |
| 10. Fotaki              | 11. Cramer            | 12. Ribadier              |
| 13. Furnham             | 14. Perry             | 15. Ruuttu                |
| 16. Pievsky             | 17. Giovazolias       | 18. Gharibi               |
| 19. Raines and Leathers | 20. Khattak and Tariq | 21. Claudia and Nuryasman |
۲۲. داده‌های گمشده از نوع کاملاً تصادفی
23. Fleiss
24. الگوریتم بیشینه سازی امید ریاضی
- |               |                  |             |
|---------------|------------------|-------------|
| 25. Enders    | 26. Andrews      | 27. Aydemir |
| 28. MacCallum | 29. Raubenheimer |             |
۳۰. شاخص برازندگی تطبیقی
31. شاخص نیکویی برازش
- |                 |                                |                               |
|-----------------|--------------------------------|-------------------------------|
| 32. Hair        | 33. Hayes                      | ۳۴. مکانیسم دفاعی نابالغ مالی |
| ۳۶. فانتزی مالی | ۳۵. حباب‌سازی مالی سرمایه‌گذار |                               |
37. Bootstrap

### تقدیر و تشکر

بدینوسیله از آقای امیر بهرامی که در گردآوری داده‌های این تحقیق نقش داشتند، صمیمانه تشکر می‌شود.

### منابع

- باقی یزدل، رقیه؛ جمالی، احسان؛ خدایی، ابراهیم؛ حبیبی، مجتبی. (۱۳۹۵). روش‌های برخورد با داده‌های گمشده: مزایا، معایب، رویکردهای نظری و معرفی نرم‌افزارها. *نامه آموزش عالی*، ۹(۳۳)، ۱۱-۳۷.
- بشارت، محمدعلی؛ حافظی، الهه؛ رنجبر شیرازی، فرزانه؛ رنجبری، توحید. (۱۳۹۷). مقایسه ناگویی هیجانی و مکانیسم‌های دفاعی در بیماران مبتلا به افسردگی اساسی، اضطراب فراگیر، و سواس فکری - عملی و جمعیت عمومی. *فصلنامه علمی پژوهشی علوم روانشناختی*، ۱۷(۶۶)، ۱۹۹-۱۷۶.
- بهزادی، صفیه؛ میربهرسی، هاله؛ یاری، مرسده. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین هوش هیجانی و مکانیسم‌های دفاعی در دانشجویان پزشکی دانشگاه اهواز. *فصلنامه علوم پزشکی*، ۲۴(۲)، ۱۱۵-۱۲۰.
- جنابادی، حسین؛ زمانی، نرگس. (۱۳۹۴). مکانیزم‌های دفاعی در خانواده‌های افراد مبتلا به سومصرف مواد مخدر. *فصلنامه علمی اعتبار پژوهی*، ۹(۳۵)، ۶۷-۵۵.

حبیبی، آرش؛ عدن ور، مریم. (۱۳۹۶). مدل یابی معادلات ساختاری و تحلیل عاملی (آموزش کاربردی نرم افزار LISREL)، چاپ اول، تهران، سازمان انتشارات جهاد دانشگاهی.

حیدرعلی، هومن. (۱۳۸۴). *مدل یابی معادلات ساختاری با کاربرد نرم افزار لیزرل*، تهران، انتشارات سمت، ص ۳۵۹.

خواجوی، شکراله؛ فتاحی نافچی، حسن. (۱۳۹۲). مالی عصبی، افق پیش روی مالی رفتاری. *دانش سرمایه گذاری*، ۲(۷)، ۳۴ - ۲۱.

سازمان بورس و اوراق بهادار تهران. (۱۴۰۰). *فهرست اولویت های پژوهشی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران در سال ۱۴۰۰*. مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی، ص ۴.

کاردان، بهزاد؛ ودیعی، محمدحسین؛ ذوالفقار آرانی، محمدحسین. (۱۳۹۶). نقش تمایلات رفتاری (احساسات و هیجانات) سرمایه گذاران در ارزش گذاری شرکت. *مجله دانش حسابداری*، ۸(۴)، ۳۵-۷.

مرادی، شیدا؛ فانی، شبنم؛ پورخاقان، فاطمه. (۱۳۹۷). برآورد مدل های معادلات ساختاری در حضور داده های گمشده با استفاده از روش بیشینه درستنمایی با اطلاعات کامل: یک مطالعه شبیه سازی. *فصلنامه اندازه گیری تربیتی*، ۸(۳۱)، ۱۱۲-۹۹.

مسگریان، فاطمه؛ آزادفلاح؛ پرویز، فراهانی، حجت الله؛ قربانی، نیما. (۱۳۹۶). روابط موضوعی و مکانیزم های دفاعی در اضطراب اجتماعی. *روانشناسی تحولی: روانشناسان ایرانی*، ۱۴(۵۳)، ۱۴-۳.

یعقوبی، اعظم؛ سعیدی، پرویز. (۱۳۹۷). مروری بر مطالعات روانشناسی و تصمیم گیری های مالی. *مطالعات مدیریت و حسابداری*، ۴(۱)، ۳۷ - ۲۳.

## References

- Andrews, G., Singh, M., Bond, Michael, (1993). The Defense Style Questionnaire, *Journal of Nervous and Mental Disorder*, 18(1), 246-256.
- Aren, S., Hamamcı, H.N. (2020). Emotional finance: determinants of phantasy. *Kybernetes*, 50(5), 1250-1276.
- Aren, S., Hamamcı, H.N. (2021). The impact of financial defence mechanisms and phantasy on risky investment intention. *Kybernetes*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print.
- Aydemir, S. D., Aren, S. (2017). Do the effects of individual factors on financial risk-taking behavior diversify with financial literacy? *Kybernetes*, 46(10), 1706-1734.
- Baghi Yazdel, R., Jamali, E., Khodaei, E., Habibi, M. (2016). Methods of dealing with missing data: Advantages, disadvantages, theoretical approaches and application of software. *Higher Education Letter*, 9(33), 11-37 [In Persian].
- Behzadi, S., Mirbehresi, H., Yari, M. (2014). The relationship between emotional intelligence and defense mechanisms in medical students of Ahvaz University of Medical Sciences. *Medical Sciences*, 24 (2), 115-120 [In Persian].
- Bem, D. (1965). An experimental analysis of self-persuasion. *Journal of Experimental Social Psychology*, 1(3), 199-218.
- Besharat, M., Hafezi, E., Ranjbar Shirazi, F., Ranjbari, T. (2018). Alexithymia and defense mechanisms in patients with depression, generalized anxiety disorder, obsessive-compulsive disorders and normal individuals: A comparative study. *Psychological sciences*, 17(66), 176-199 [In Persian].
- Byrne, B.M. (2013). *Structural equation modeling with Mplus: Basic concepts, applications, and programming*. New York, Routledge.
- Claudia, C., Nuryasman, M.N. (2019). Emotional intelligence, risk aversion, external locus of control, financial literacy serta demografi sebagai prediktor risky investment intention. *Jurnal Manajerial Dan Kewirausahaan*, 1(2), 153-163.
- Cramer, P. (1998). Coping and defense mechanisms: What's the difference? *Journal of personality*, 66(6), 919-946.
- Cramer, P. (2008). Seven pillars of defense mechanism theory. *Social and Personality Psychology Compass*, 2(5), 1963-1981.

- Dumanli, A.N., Selim, A.R.E.N. (2021). Emotional finance: As a new approach to understanding the markets. *Journal of Life Economics*, 8(2), 173-183.
- Enders, C.K. (2010). *Applied missing data analysis*. New York, Guilford press.
- Fama, E.F. (2014). Two pillars of asset pricing. *American Economic Review*, 104(6), 1467-1485.
- Fleiss, J.L., Levin, B., Paik, M.C. (2013). *Statistical methods for rates and proportions*. Hoboken, John Wiley & Sons.
- Fotaki, M., Long, S., Schwartz, H.S. (2012). What can psychoanalysis offer organization studies today? Taking stock of current developments and thinking about future directions. *Organization Studies*, 33(9), 1105-1120.
- Furnham, A. (2012). Lay understandings of defence mechanisms: The role of personality traits and gender. *Psychology, Health & Medicine*, 17(6), 723-734.
- Gharibi, H., Rostami, C.H., Mohamadian Sharif, K., Monqi, T. (2016). Prediction of defense mechanisms based on the quality of life and perceived social-emotional support in married women. *Journal of Health and Care*, 18(1), 73-83.
- Giovozolias, T., Karagiannopoulou, E., Mitsopoulou, E. (2017). Can the factor structure of defense style questionnaire (DSQ-40) contribute to our understanding of parental acceptance/rejection, bullying, victimization and perceived well-being in Greek early adolescents? *Europe's journal of psychology*, 13(2), 269-285.
- Habibi, A., Adenvar, M. (2017). *Structural Equation Modeling and Factor Analysis (Applied Training of LISREL Software)*, First Edition, Tehran, Jihad Daneshgahi Publishing Organization [In Persian].
- Haidar Ali, H. (2005). *Structural Equation Modeling with LISREL Application*, Tehran, Samt Publications, p.359 [In Persian]
- Hair, J.F., Anderson, R.E., Babin, B.J., Black, W.C. (2010). *Multivariate data analysis: A global perspective: Pearson Upper Saddle River*. (Vol. 7).
- Hayes, A.F. (2018). Partial, conditional, and moderated moderated mediation: Quantification, inference, and interpretation. *Communication Monographs*, 85(1), 4-40.
- Hirshleifer, D. (2015). *Behavioral Finance. Annual Review of Financial Economics*, 7(1), 133-159.
- Jana Abadi, H., Zamani, N. (2016). Defense mechanisms in substance abusers' families. *Etiadpajohi*, 9(35), 55-67 [In Persian].
- Kardan, B., Vadeei, M., ZolfagharArani, M. (2018). The role of behavioral tendencies (sentiment) of investors in valuation of the company. *Journal of Accounting Knowledge*, 8(4), 7-35 [In Persian].
- Khajavi, S., Fattahi Nafchi, H. (2013). Neuro finance, perspective of behavioral finance. *Journal of Investment Knowledge*, 2(7), 34-21 [In Persian].
- Khattak, M.A., Tariq, M. (2018). Risk tolerance and risky investment intention mediated by financial literacy. *Journal of Management Research*, 4(2), 18-36.
- MacCallum, R.C., Widaman, K.F., Zhang, S., Hong, S. (1999). Sample size in factor analysis. *Psychological methods*, 4(1), 84-99.
- Mesgarian, F., Azad Fallah, P., Farahani, H., Ghorbani, N. (2017). Object relations and defense mechanisms in social anxiety. *Developmental Psychology: Iranian Psychologists*, 14(53), 3-14 [In Persian].
- Moradi, S., Fani, S., Pourkhaghan, F. (2018). Estimation of structural equation modeling with missing data using full information maximum likelihood method: a simulation study. *Quarterly of Educational Measurement*, 8(31), 99-112 [In Persian].
- Perry, J.C., Beck, S.M., Constantinides, P., Foley, J.E. (2009). Studying change in defensive functioning in psychotherapy using the defense mechanism rating scales: Four hypotheses, four cases. In R. A. Levy & J. S. Ablon (Eds.), *Handbook of Evidence-Based Psychodynamic Psychotherapy: Bridging the gap between science and practice* (pp. 121–153). Humana Press.

- Pievsky, M.A., Putnam, M.A., Abuelhiga, L.S., Freer, B.D., Tiersky, L.A. (2015). Construct validity of the immature defense style factor on the 40-item defense style questionnaire. *Journal of the American Psychoanalytic Association*, 63(3), 548-554.
- Raines, J.P., Leathers, C.G. (2011). Behavioral finance and Post Keynesian-institutionalist theories of financial markets. *Journal of Post Keynesian Economics*, 33(4), 539-554.
- Raubenheimer, J. (2004). An item selection procedure to maximize scale reliability and validity. *SA Journal of Industrial Psychology*, 30(4), 59-64.
- Ribadier, A., Dorard, G., Varescon, I. (2016). Personality and defense styles: clinical specificities and predictive factors of alcohol use disorder in women. *Journal of psychoactive drugs*, 48(5), 384-392.
- Ruuttu, T., Pelkonen, M., Holi, M., Karlsson, L., Kiviruusu, O., Heilä, H., ... Marttunen, M. (2006). Psychometric properties of the Defense Style Questionnaire (DSQ-40) in adolescents. *The Journal of nervous and mental disease*, 194(2), 98-105.
- Sheeran, P., Spain, A. (2017). *The international political economy of investment bubbles*. London, Routledge.
- Tabachnick, B.G., Fidell, L.S., Ullman, J.B. (2007). *Using Multivariate statistics* (Vol. 5, pp. 481-498). Boston, MA: Pearson.
- Taffler, R. (2018). Emotional finance: investment and the unconscious. *The European Journal of Finance*, 24(7-8), 630-653.
- Taffler, R.J., Agarwal, V., Wang, C. (2017). Asset pricing bubbles and investor emotions: An empirical analysis of the 2014–2016 Chinese stock market bubble. *In Behavioural Finance Working Group Meeting, Queen Mary University, London, June*.
- Taffler, R.J., Tuckett, D.A. (2010). Emotional finance: The role of the unconscious in financial decisions. *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*, 95-112.
- Taffler, R., Bellotti, X.A., Agarwal, V., Li, L. (2020). Investor Emotions and Speculative Bubbles. *Available at SSRN 3745234*.
- Tehran Stock Exchange and Securities Organization. (2021). List of research priorities of the Stock Exchange and Securities Organization in 2021. *Center for Research, Development and Islamic Studies*, p.4 [In Persian].
- Tversky, A., Kahneman, D. (1992). Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty. *Journal of Risk and uncertainty*, 5(4), 297-323.
- Yaqubi, A., Saeedi, P. (2018). A review of psychological studies and financial decisions. *Management and Accounting Studies*, 4(1), 37-23 [In Persian].