Shahid Bahonar University of Kerman

Journal of Development and Capital

Print ISSN: 2008-2428 Online ISSN: 2645-3606

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

Iranian E-Commerce Scientific Association

Identifying Factors Affecting Individual Equity Investor's Decision Making in Financial Markets

Omid Pourheydari[1], **Elham Alizadeh**[2]✉ and **Somayeh Fathi**[3]

1. Department of Accounting, Faculty of Management and Economics, Shahid Bahonar University of Kerman, Kerman, Iran. **Email:** opourheidari@uk.ac.ir
2. **Corresponding Author**, Department of Accounting, Faculty of Management and Economics, Shahid Bahonar University of Kerman, Kerman, Iran. **Email:** elham.alizadeh@aem.uk.ac.ir
3. Department of Accounting, Faculty of Management and Economics, Shahid Bahonar University of Kerman, Kerman, Iran. **Email:** s.fathi@aem.uk.ac.ir

ARTICLE INFO

Article Type:
Research Article.

Article History:
Received: 26 April 2025
Received in revised form: 30 November 2025
Accepted: 6 December 2025
Available online: 26 September 2026

***Keywords*:**
Investment Decisions,
Individual Investors,
Investment Behavior.

JEL Classification:
C83, D14, D91, G11, G41.

ABSTRACT

Objective: This study examines the critical factors influencing individual investors' decision-making processes in stock selection within the Tehran Stock Exchange (TSE).

Method: The research adopts a descriptive-survey methodology, utilizing an online questionnaire administered to 133 retail investors selected through convenience sampling. Data analysis was performed using both the one-sample t-test and Friedman's ranking test to validate the hypotheses and prioritize the identified factors.

Results: The findings reveal that investors' decisions are predominantly influenced by five key factors, ranked in order of importance: company credibility and reputation, transparency of accounting information, recommendations from third-party sources (including financial advisors and social networks), corporate image and brand perception, and individual investor characteristics. Notably, the results demonstrate that Iranian investors incorporate both traditional financial metrics and ethical-social considerations into their investment decisions. The study further reveals significant behavioral patterns, indicating that investors exhibit substantial susceptibility to cognitive biases and herd behavior, particularly during periods of market volatility and economic uncertainty.

Conclusion: Based on these findings, the study concludes that effective investment decision-making in emerging markets like Iran is multidimensional, encompassing both rational financial analysis and behavioral aspects. The research emphasizes the crucial need for enhanced financial literacy programs, improved corporate transparency standards, and specialized behavioral finance research tailored to emerging market contexts. These insights provide valuable implications for regulatory bodies in developing evidence-based policies to stabilize markets and protect investor interests. The study ultimately contributes to the understanding of behavioral finance in emerging markets and offers practical recommendations for market participants and policymakers alike.

Cite this article: Pourhydari, O., Alizadeh, E., & Fathi, S., (2026). Identifying factors affecting individual equity investor's decision making in financial markets. *Journal of Development and Capital*, *11*(2), 23-48.
https://doi.org/10.22103/jdc.2025.24901.1549

Publisher: Shahid Bahonar University of Kerman.
© Author(s).

Introduction

Investment has emerged as a fundamental activity in modern economic systems, manifesting in diverse forms ranging from stock and bond transactions to participation in pension plans, life insurance, and real estate investments. Achieving a reasonable return necessitates the formation of a diversified portfolio of assets; however, this return is invariably accompanied by a degree of risk borne by the investor. According to the fundamental risk-return principle, the expected return should increase with a higher level of risk tolerance. The investment process, broadly speaking, pertains to decision-making regarding the type, volume, and timing of resource allocation to securities. This process is conceptualized within frameworks such as policy determination, analysis, portfolio formation, and evaluation, or through two main pillars: "security analysis" and "portfolio management."

Investment choices are shaped by numerous and complex factors. While conventional financial literature envisions the investor as a perfectly rational entity who acts solely based on risk and return criteria to maximize utility, empirical findings and the emergence of "behavioral finance" challenge this proposition. Based on behavioral finance theories, financial decisions are not merely the outcome of rational analyses but are systematically influenced by investors' psychological factors, emotions, cognitions, and cognitive biases. Factors such as investment horizon, risk tolerance, self-confidence, trust in the market, and emotional tendencies play a decisive role in directing individuals' behavior and investment style. In other words, behavioral finance, by focusing on the psychological principles governing the decision-making process, seeks to explain behaviors that cannot be logically accounted for within traditional economic models.

This issue holds particular significance in emerging and developing markets, including the Tehran Stock Exchange (TSE). Evidence suggests that one of the key reasons for significant volatility in this market is the irrational and emotional behavior of retail investors, who account for a major share of market transactions and liquidity. The decisions of this investor group are often influenced more by the principles of behavioral finance than by being a mere function of future cash flows and risk calculations. Therefore, identifying and deeply understanding the factors affecting the stock selection process of these key market players has become a high-priority research problem.

Statement of the Problem and Research Questions

The main problem of this research is to determine and prioritize the factors influencing stock selection by retail investors in the TSE. The central question is whether these decisions are primarily influenced by objective and performance-based indicators of companies (such as forecasted earnings, financial statements, industry economic status, and historical returns) or whether behavioral and perceptual factors (such as corporate credibility and reputation, brand image, social responsibility, professional ethics, recommendations from social networks and advisors, as well as individual characteristics like risk tolerance and self-confidence) play an equally or even more prominent role. This study seeks a scientific answer to the question: "What is the combination and hierarchy of importance of economic-performance and behavioral-psychological factors influencing the decision-making of retail investors in the Tehran Stock Exchange (TSE)?"

The overarching objective of this research is to provide a comprehensive map of the determining factors and decision-making priorities of retail investors in the Iranian stock market. Specific objectives include: 1) identifying and categorizing these factors into two main groups, rational and behavioral, and 2) ranking them based on importance from the investors' perspective.

The necessity of this study is multifaceted. First, its results can assist individual investors in recognizing cognitive biases and improving their decision-making process. Second, it provides

a basis for the Securities and Exchange Organization and regulatory bodies to design effective educational programs and regulatory policies aimed at increasing transparency and reducing volatility stemming from herd behavior. Third, it aids managers of listed companies in understanding shareholder expectations and improving their communication strategies. Fourth, it enriches the indigenous literature of behavioral finance in Iran and provides a framework for similar studies in other emerging markets.

The structure of this article consists of a review of the relevant literature, a detailed description of the research method, presentation and analysis of findings, and finally, discussion, conclusions, and suggestions.

Method

This study employs a quantitative, applied, and semi-experimental research design, utilizing a descriptive-survey approach. Data were collected through a structured questionnaire adapted from Jagongo and Mutswenje (2014), with a Cronbach's alpha of 0.865, indicating high internal consistency. The target population comprised individual investors in the TSE, from which a sample of 133 participants was drawn using convenience sampling.

The questionnaire assessed five categories of influencing factors using a five-point Likert scale:

1. Neutral (unbiased) information
2. Accounting and financial disclosures
3. Personal financial goals and constraints
4. Recommendations from third parties
5. Alignment between investor perception and corporate image

Data analysis was conducted using SPSS version 27, incorporating both descriptive and inferential statistical methods. A one-sample t-test was used to test the study's hypotheses, and Friedman's test was employed to rank the relative importance of the individual-level decision factors.

Results

The findings suggest that individual investment decisions are significantly influenced by an interplay of behavioral biases and external informational cues. The most influential factors include:

- Historical stock performance and current pricing
- Expected dividend payouts
- The company's position within its respective industry
- Risk aversion and mitigation strategies
- Ethical conduct and corporate reputation

Notable behavioral biases identified in the data include herding behavior, the disposition effect, anchoring, regret aversion, mental accounting, loss aversion, risk tolerance, and overconfidence. These biases frequently mediate or distort rational assessment, particularly in volatile or uncertain market conditions.

The results are largely consistent with prior literature in the field of behavioral finance, particularly within emerging markets characterized by limited financial literacy and heightened emotional responses. Additionally, the roles of accounting reports, analyst opinions, and social media content were found to be substantial, although often filtered through individual cognitive frameworks.

Conclusions

This study aimed to identify the key factors influencing individual investment decisions in the Tehran Stock Exchange (TSE), utilizing the theoretical framework of behavioral finance. The findings indicate that investor behavior in this emerging market is driven by a complex

interaction of psychological, informational, social, and personal determinants, extending beyond traditional financial models that assume purely rational decision-making.

The analysis of the proposed hypotheses yielded several core insights. First, investors prioritize unbiased information, with corporate credibility and social responsibility emerging as significant factors shaping investment attitudes. This suggests a paradigm shift in which ethical and social criteria are increasingly integrated with conventional economic metrics. Second, the quality and transparency of accounting information were confirmed as critical, enhancing decision reliability and mitigating uncertainty—a finding consistent with foundational literature in the field. Third, recommendations from third-party sources, such as financial analysts and social networks, exert considerable influence, highlighting the prevalence of herd behavior and social proof among investors. Fourth, a positive corporate image significantly builds investor trust and strengthens investment intent, underscoring the strategic value of reputation management. Finally, individual characteristics and inherent biases—including personal motivations and risk preferences—play a decisive role, reinforcing the relevance of behavioral finance perspectives in explaining investor actions in the Tehran Stock Exchange (TSE).

A ranking of influential factors, derived from statistical analyses such as the Friedman test, identified the following as most salient from the investors' perspective: corporate credibility, individual economic outlook, corporate financial performance and transparency, professional ethics, risk minimization, and expected returns. Additional factors, such as share price, historical performance, and industry standing, were also noted as relevant.

When contextualized within the broader academic discourse, the results exhibit both alignment and divergence with recent studies. The observed impact of market volatility on herd behavior and the role of cognitive biases, such as those reported in studies on behavioral finance, corroborate findings in international markets. However, the pronounced influence of ethical and reputational factors—and the heightened susceptibility of Iranian retail investors to behavioral biases—appears more distinctive, potentially reflecting the specific socio-economic and institutional context of Iran's emerging capital market. These distinctions underscore the importance of contextual and cultural nuance in behavioral finance research, particularly in non-Western settings.

Based on these conclusions, this study offers two primary recommendations for policymakers and market regulators:

1. **Enhanced Investor Education:** Regulatory bodies, such as the Securities and Exchange Organization of Iran, should develop targeted financial literacy programs, delivered through formal and informal channels, to improve investors' understanding of market risks and behavioral biases. Mandatory foundational training for new investors could also be considered to mitigate irrational trading behavior.
2. **Increased Transparency and Support for Research:** Companies should be encouraged—or regulated—to improve the clarity and accessibility of financial and non-financial disclosures. Furthermore, institutional support for ongoing behavioral finance research within the TSE is essential to deepen the understanding of local investor psychology and inform evidence-based policymaking.

This study is subject to limitations inherent in survey-based research, including potential response bias and the static nature of questionnaire data. Future research could explore longitudinal designs, incorporate personality typologies, and examine the effects of macroeconomic shifts on investor behavior in the TSE. Nonetheless, the present findings contribute to the growing literature on behavioral finance in emerging markets and provide a foundation for more nuanced investigations and practical interventions in Iran's capital market.

Author Contributions

All authors contributed equally to the conceptualization of the article and writing of the original and subsequent drafts.

Data Availability Statement

Not applicable.

Acknowledgements

The authors thank all participants in this study.

Ethical Considerations

The authors avoided data fabrication, falsification, plagiarism, and misconduct.

Funding

This research did not receive any specific grant from funding agencies in the public, commercial, or not-for-profit sectors.

Conflict of Interest

The authors declare no conflict of interest.

مجله توسعه و سرمایه
شاپا چاپی: ۲۴۲۸-۲۰۰۸ شاپا الکترونیکی: ۳۶۰۶-۲۶۴۵
Homepage: https://jdc.uk.ac.ir

شناسایی عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی

امید پورحیدری[۱]، الهام علی‌زاده[۲]✉ و سمیه فتحی[۳]

۱. گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران. **رایانامه:** opourheidari@uk.ac.ir
۲. **نویسنده مسئول**، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران. **رایانامه:** elham.alizadeh@aem.uk.ac.ir
۳. گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران. **رایانامه:** s.fathi@aem.uk.ac.ir

اطلاعات مقاله

نوع مقاله: مقاله پژوهشی.

تاریخ‌ها:
تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۲/۶
تاریخ بازنگری: ۱۴۰۴/۹/۹
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۹/۱۵
تاریخ انتشار برخط: ۱۴۰۵/۷/۴

واژه‌های کلیدی:
تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری،
سرمایه‌گذاران حقیقی،
رفتار سرمایه‌گذاری.

طبقه‌بندی JEL:
C83, D14, D91, G11, G41.

چکیـــــده

هدف: این پژوهش تلاش می‌کند تا عواملی را که توسط سرمایه‌گذاران خرد در انتخاب یک سهم قابل معامله در بورس اوراق بهادار مهم در نظر گرفته می‌شوند مورد بررسی و شناسایی قرار دهد.

روش: روش تحقیق، توصیفی- پیمایشی است. برای دستیابی به هدف پژوهش، داده‌هایی به وسیلهٔ پرسشنامه برخط با نمونه‌ای متشکل از ۱۳۳ نفر سرمایه‌گذار خرد در بورس اوراق بهادار تهران، از طریق نمونه‌گیری تصادفی ساده جمع‌آوری و با استفاده از آزمون‌های تحلیل عاملی و فریدمن مورد تجزیه و تحلیل و رتبه‌بندی قرار گرفت.

یافته‌ها: نتایج آزمون تحلیل عاملی، ۷ مؤلفه به عنوان عوامل تأثیرگذار بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران حقیقی شناسایی نمود که با توجه به میانگین محاسبه شده به ترتیب عوامل مؤثر شامل عملکرد و بازده سهام، وضعیت اقتصادی شرکت، به حداقل رساندن ریسک زیان، نظر شخص ثالث، قدرت تأمین مالی و مسئولیت اجتماعی شرکت، ریسک‌پذیری و جسور بودن و در نهایت دیدگاه فرد نسبت به شرکت است.

نتیجه‌گیری: برخی از مهم‌ترین عوامل اصلی مؤثر بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران خرد، اعتبار شرکت، دیدگاه اقتصادی فرد سرمایه‌گذار، وضعیت سود و صورت‌های مالی یک شرکت، اخلاق حرفه‌ای شرکت، به حداقل رساندن ریسک، کسب سریع سود و سود مورد انتظار شرکت در صورت‌های مالی هستند. این پژوهش بر اهمیت آموزش مالی، شفافیت اطلاعاتی، و تقویت زیرساخت‌های پژوهش در حوزه مالی رفتاری تأکید دارد. همچنین توجه به تفاوت‌های فرهنگی و اقتصادی بازارهای نوظهور همچون ایران، برای طراحی سیاست‌های مؤثر سرمایه‌گذاری ضروری است.

استناد: پورحیدری، امید؛ علی‌زاده، الهام و فتحی، سمیه (۱۴۰۵). شناسایی عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی. *مجله توسعه و سرمایه*، ۱۱(۲)، ۲۳-۴۸. https://doi.org/10.22103/jdc.2025.24901.1549

ناشر: دانشگاه شهید باهنر کرمان.
© نویسنده/ نویسندگان.

۱- مقدمه

امروزه سرمایه‌گذاری به یکی از فعالیت‌های رایج در میان اقشار مختلف جامعه تبدیل شده است. این سرمایه‌گذاری‌ها فقط در دارایی‌هایی مانند سهام و اوراق قرضه نیست بلکه از طریق مشارکت در برنامه‌های بازنشستگی، طرح‌های پس‌انداز کارمندان، بیمه عمر، املاک و مستغلات، طرح‌های پس‌انداز بانک‌ها و غیره نیز انجام‌می‌شود. افراد بسیاری سرمایه‌گذاری می‌کنند زیرا می‌توانند در روند تصمیم‌گیری مشارکت کنند و نتایج موردنظر خود را ببینند. همهٔ سرمایه‌گذاری‌ها سودآور نیستند، زیرا سرمایه‌گذار همیشه تصمیم‌های صحیح سرمایه‌گذاری را اتخاذ نمی‌کند. با این حال، فرد بایستی یک بازده معقول را از طریق تشکیل سبد متنوع از دارایی‌ها کسب نماید (دو و ساندر[1]، ۲۰۱۵). البته هر سرمایه‌گذار در قبال سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها در میزان ریسکی که از این بابت بایستی تحمل نمایند، به‌دنبال کسب بازده مورد انتظار است. هر چه میزان ریسک بیشتر باشد، بازده مورد انتظار سرمایه‌گذار نیز بیشتر خواهد بود (پورحیدری و همکاران، ۱۳۹۳).

فرآیند سرمایه‌گذاری به نحوهٔ تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران درباره انواع اوراق‌بهادار قابل داد و ستد، میزان و زمان سرمایه‌گذاری در آن‌ها مربوط می‌شود. روش‌های مختلفی برای فرآیند سرمایه‌گذاری مطرح شده‌است. یکی از روش‌ها شامل مراحل تعیین سیاست‌های سرمایه‌گذاری، انجام تجزیه و تحلیل اوراق‌بهادار، تشکیل سبد سرمایه‌گذاری، تجدید نظر در سبد سرمایه‌گذاری و ارزیابی عملکرد سبد سرمایه‌گذاری است. رویکرد دیگر در فرآیند سرمایه‌گذاری شامل دو بحث اصلی تجزیه و تحلیل اوراق‌بهادار و مدیریت سبد سرمایه‌گذاری است. تجزیه و تحلیل اوراق‌بهادار دربرگیرنده تخمین مزایای تک تک سرمایه‌گذاری‌ها است، در حالی که مدیریت سبد سرمایه‌گذاری شامل تجزیه و تحلیل ترکیب سرمایه‌گذاری‌ها، مدیریت و نگهداری مجموعه‌ای از سرمایه‌گذاری‌هاست (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳).

انتخاب سبد سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاری تحت‌تأثیر عوامل مختلفی است (دو و ساندر، ۲۰۱۵). در بررسی ادبیات با موضوع ظهور علوم رفتاری در تصمیم‌های مالی، معمولاً عوامل و ساخت‌های گوناگونی که رفتار سرمایه‌گذاران را شکل می‌دهد مورد بررسی قرار می‌گیرد. اهمیت این موضوع نشان‌می‌دهد تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تنها تحت‌تأثیر شاخص‌های اقتصادی و عقلانیت قرار ندارد بلکه مقوله‌هایی از قبیل افق سرمایه‌گذاری، میزان تحمل مخاطره، اعتماد به نفس و اطمینانی که سرمایه‌گذار به آن گزینه و فرآیند سرمایه‌گذاری در بازار و مواردی از این قبیل نیز، تأثیر بسزایی در رفتار سرمایه‌گذاران و نوع تصمیم‌های آن‌ها دارد و سبک‌رفتار سرمایه‌گذاری ایشان را شکل می‌دهد (شهر آبادی و یوسفی، ۱۳۸۶).

برای تصمیم‌گیری بین گزینه‌های مختلف سرمایه‌گذاری، تصمیم سرمایه‌گذار بر اساس اقتصاد و همچنین عوامل رفتاری است. تئوری اقتصاد سنتی فرض می‌کند افراد کارگزارانی منطقی هستند که به‌طور عینی تصمیم می‌گیرند تا از فرصت‌هایی که در اختیار دارند استفاده‌کنند و سرمایه‌گذاران، خود را خردمند و منطقی می‌پندارند. اما وقتی نوبت به سرمایه‌گذاری می‌رسد، نحوه درک آن‌ها از جهان و نحوه تصمیم‌گیری ایشان، تحت‌تأثیر تمایلات عاطفی، الگوهای فکری ریشه‌دار و تعصبات روانشناختی‌شان قرار می‌گیرد (جاگونگو و موتسوئنه[2]، ۲۰۱۴).

عوامل رفتاری در حوزهٔ مالی رفتاری مورد توجه قرار می‌گیرند. مالی رفتاری در سال‌های اخیر در توضیح رفتار سرمایه‌گذاران و تأثیر آن در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری مورد بررسی قابل‌توجهی قرار گرفته است. در ابتدا مطالعات مربوط به رفتار سرمایه‌گذار حقیقی در حدود دهه ۱۹۷۰ پدیدار شد.

---

[1] Deo & Sundar

[2] Jagongo & Mutswenje

در تئوری‌های مالی متعارف، فرض بر این است که سرمایه‌گذاران، عقلایی عمل می‌کنند؛ و از قوانین بنیادی مالی پیروی می‌کنند و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری خود را صرفاً با توجه به بازده- ریسک به‌عنوان عواملی که انتظار می‌رود بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارند، قرار می‌دهند (بیکر و هاسلم[1]، ۱۹۷۳).

در حقیقت، مالی رفتاری روند تصمیم‌گیری را بررسی می‌کند که مربوط به خرید یا فروش دارایی‌های مالی است و فرایند تصمیم‌گیری منطقی را فراهم می‌نماید. تمرکز اصلی آن روی اصول روانشناختی‌ای است که توسط سرمایه‌گذار برای تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود (علی و طارق[2]، ۲۰۱۳). تئوری‌پردازان معتقدند که کل بازار بر پایه خصیصه‌های روانشناسی افراد شکل می‌گیرد و حرکت می‌کند. علاوه‌براین، شواهد گذشته حاکی از این است که، اطلاعات شخصی، تحصیلات و محیط و عوامل متعدد دیگری بر رفتار سرمایه‌گذار مؤثرند؛ پس این رفتارهاست که حداقل بخشی از رفتار بازار را کنترل می‌کند و بدون منطق عمل کردن سرمایه‌گذاران را بهتر توصیف می‌کند (گرجی‌زاده و خان‌محمدی، ۱۳۹۶).

یکی از مهم‌ترین دلایل نوسانات بالا در بورس اوراق‌بهادار ممکن است رفتار غیرمنطقی سرمایه‌گذاران حقیقی باشد که اصلی‌ترین بازیگران در بازار سرمایه هستند. به‌طور کلی، تصمیم‌های سرمایه‌گذاری این سرمایه‌گذاران براساس جریان‌های نقدی مورد انتظار آتی و میزان ریسکی که آن‌ها مایل به پذیرش هستند، اتخاذ می‌شود. این تصمیم‌های سرمایه‌گذاران خرد در بازارهای نوظهور معمولاً تحت‌تأثیر اصول مالی رفتاری قرار می‌گیرد تا مالی متعارف. مالی رفتاری تلاش می‌کند تا چگونگی هدایت ساختار اطلاعاتی و ویژگی‌های معامله‌گران در بازار، مسائل روان‌شناسی و احساسات انسانی را که باعث می‌شود سرمایه‌گذاران به شیوه‌های غیرمنطقی رفتار کنند؛ بررسی کند (هیرشلیفر[3]، ۲۰۰۱).

بنابراین از آنجایی‌که، در ادبیات مالی سنتی، فرض بر این است که سرمایه‌گذاران موجودات منطقی هستند که با هدف حداکثرسازی بازده و حداقل‌سازی ریسک، تصمیم‌های خود را اتخاذ می‌کنند؛ اما شواهد تجربی نشان می‌دهد که تصمیم‌گیری در بازارهای مالی، بویژه از سوی سرمایه‌گذاران حقیقی، همواره تابع این قواعد عقلایی نیست. با این حال، برخلاف برخی مطالعاتی که به جنبه‌های روان‌شناختی و سوگیری‌های شناختی پرداخته‌اند، پژوهش حاضر بر متغیرهایی تمرکز دارد که ماهیت اقتصادی، اطلاعاتی و عملکردی داشته و با معیارهای عینی‌تری قابل سنجش‌اند؛ از جمله بازده سهام، وضعیت اقتصادی شرکت، مسئولیت‌پذیری اجتماعی، توان تأمین مالی و میزان ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران.

بنابراین، مسئله اصلی این پژوهش آن است که چه عواملی بر رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در انتخاب سهام اثرگذارند، و این تصمیم‌ها تا چه اندازه با نظریه‌های مالی موجود هم جهت هستند؟ در این راستا، پژوهش حاضر به دنبال پاسخ به این پرسش است که آیا سرمایه‌گذاران حقیقی در انتخاب سهام، تحت‌تأثیر شاخص‌های عملکردی و مالی شرکت‌ها قرار می‌گیرند یا عوامل فردی و رفتاری نیز در این فرآیند نقش‌آفرین هستند؟

اهمیت این تحقیق در آن است که با تمرکز بر متغیرهای قابل اندازه‌گیری و مرتبط با عملکرد شرکت‌ها، می‌تواند تصویری شفاف از اولویت‌ها و معیارهای مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ارائه دهد. کشف عوامل مؤثر بر احساسات سرمایه‌گذاران در معاملات سهام دارای اهمیت است، زیرا فعالیت‌های آن‌ها بازتاب درک رفتاری از این عوامل است. اگر

[1] Baker & Haslem
[2] Ali & Tariq
[3] Hirshleifer

برنامه‌ریزان مالی بدانند که چه عواملی بر ادراکات سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری‌شان تأثیر می‌گذارد، می‌توانند با کنترل این عوامل برای ثبات بازار تصمیم‌های مناسبی اتخاذ کنند. به همین دلیل است که این مطالعه با هدف تعیین عوامل مؤثر بر فرآیند انتخاب سهام توسط سرمایه‌گذاران انجام شده‌است. همچنین، در ایران تحقیقات در حوزهٔ مالی رفتاری نسبتاً جدید و در مقایسه با سایر کشورها کمتر انجام شده‌است. علاوه‌براین، ممکن است عاملی که در کشورهای توسعه یافته برای سرمایه‌گذاران مهم تلقی می‌شود در کشورهای در حال توسعه‌ای مانند ایران به همان اندازه مهم نباشد. همچنین، همه عوامل ممکن، که بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارند؛ در طول زمان ثابت نیستند و ممکن است ازیک سرمایه‌گذار به سرمایه‌گذار دیگر متمایز باشد. در این راستا این مطالعه قادر خواهد بود دیدگاه جدیدی را به سرمایه‌گذاران، کارگزاری‌ها، تنظیم‌کنندگان قوانین و مقررات و استانداردهای حسابداری و حسابرسان، مدیریت شرکت‌ها و دولت در اتخاذ تصمیم‌های مناسب و مؤثر که در نهایت بازار را با ثبات می‌کند، ارائه دهد.

پژوهش حاضر با تمرکز بر سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی و رتبه‌بندی عوامل مختلفی می‌پردازد که بر رفتار و تصمیم‌گیری آن‌ها در انتخاب سهام تأثیرگذارند. این عوامل شامل متغیرهای اقتصادی (مانند سود پیش‌بینی‌شده و تحلیل صورت‌های مالی) و رفتاری (نظیر اعتماد به نفس، تحمل ریسک، تعصبات ذهنی، و اخلاق حرفه‌ای شرکت‌ها) هستند. با به‌کارگیری روش‌های آماری مانند تحلیل عاملی و آزمون فریدمن، این پژوهش می‌کوشد تا برخی از مهم‌ترین متغیرهای مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را شناسایی و اولویت‌بندی کند. نتایج حاصل می‌تواند مبنای طراحی ابزارهای آموزشی، بهبود زیرساخت‌های اطلاع‌رسانی مالی، و توسعه سیاست‌های ثبات‌بخش در بازار سرمایه کشور قرار گیرد.

این مقاله به شرح ذیل سازماندهی شده‌است. در بخش دوم، مبانی‌نظری و ادبیات مربوطه بررسی می‌شود. بخش سوم، شامل روش شناسی تحقیق است. یافته‌های مطالعه در بخش چهارم بیان می‌گردد. در نهایت، نتیجه‌گیری، چند توصیه برای تحقیقات آتی و محدودیت تحقیق در همین راستا ارائه خواهد شد.

۲- مبانی نظری و فرضیه‌های پژوهش

۲-۱- سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاران حقیقی

تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری از دیرباز یکی از مهم‌ترین موضوعات در حوزه مالی و اقتصاد رفتاری بوده است. برخلاف فرضیات نظریه‌های مالی کلاسیک که بر عقلانیت کامل سرمایه‌گذاران تأکید دارند، شواهد رفتاری نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران حقیقی، بویژه در بازارهای نوظهور، تحت تأثیر مجموعه‌ای از عوامل روان‌شناختی، اجتماعی و اطلاعاتی قرار می‌گیرند که منجر به انحراف از تصمیم‌گیری عقلانی می‌شود. این موضوع ضرورت بازنگری در مبانی نظری و تحلیل چندبعدی رفتار سرمایه‌گذاران را برجسته می‌سازد. به‌طورکلی یک سرمایه‌گذار حقیقی کسی است که مقادیر کمی از اوراق‌بهادار را خریداری کند (جاگونگو و موتسوئنه[1]، ۲۰۱۴). رفتار سرمایه‌گذار حقیقی مربوط به انتخاب خرید مقدار کمی اوراق‌بهادار برای خودش است. فرض بر این است که ساختار اطلاعات و عوامل موجود در بازار به‌طور سیستماتیک بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری افراد و همچنین نتایج بازار تأثیر می‌گذارد. تصمیم‌های سرمایه‌گذاری اغلب توسط ابزار تصمیم‌گیری پشتیبانی می‌شود. سرمایه‌گذاران معمولاً با استفاده از تحلیل بنیادی، تجزیه و تحلیل تکنیکال و قضاوت، تجزیه

[1] Jagongo & Mutswenje

و تحلیل سرمایه‌گذاری را انجام می‌دهند. رفتار سرمایه‌گذاران در بازار از اصول روانشناختی تصمیم‌گیری برای توضیح دلیل خرید یا فروش سهام توسط مردم نشئت می‌گیرد. این عوامل بر نحوه تفسیر و عملکرد سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری متمرکز خواهند شد. هر چقدر هم سرمایه‌گذار به‌خوبی آگاه باشد و قبل از سرمایه‌گذاری درباره سهام دقیق بررسی کرده باشد، با ترس از زیان در آینده، رفتار غیرمنطقی نشان می‌دهد. این رفتار متفاوت در هر یک از سرمایه‌گذاران توسط عوامل مختلفی ایجاد می‌شود که عقلانیت سرمایه‌گذار را به خطر می‌اندازد. معیار حداکثرسازی ثروت برای سرمایه‌گذاران هنگام انتخاب سهام بسیار بااهمیت است (جاگونگو و موتسوئنه، ۲۰۱۴ و ناگی و اوبنبرگر[1]، ۱۹۹۴).

۲-۲- عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران

فعالان بازار در معرض جریان دائمی اطلاعات هستند، که به‌عنوان اطلاعات خنثی یا بی‌طرفانه شناخته شده‌است؛ از داده‌های مالی کمی گرفته تا اخبار مالی در رسانه‌ها و نظرات و پیشنهادهای رد و بدل شده در شبکه‌های اجتماعی. پردازش همهٔ این اطلاعات یک کار نگران کننده است. متغیرهایی که به‌شدت بر این عوامل تأثیر می‌گذارند شامل پوشش در مطبوعات مالی و عمومی، بازده اخیر شاخص سهام، اطلاعات به‌دست آمده از اینترنت، شاخص‌های اقتصادی فعلی و توصیه‌های شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری است. هر یک از این متغیرها منبع اطلاعاتی را در بیرون نشان‌می‌دهد که بیطرفانه تلقی می‌شود (جاگونگو و موتسوئنه، ۲۰۱۴). بر این مبنا، فرضیه اول این پژوهش مطرح می‌گردد که: تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری افراد تحت تأثیر اطلاعات خنثی (بی‌طرفانه) قرار می‌گیرد. به‌طورکلی، عوامل متعددی بر رفتار سرمایه‌گذاران تأثیرگذارند که می‌توان آن‌ها را در سه دسته اصلی اقتصادی و مالی، سازمانی و اطلاعاتی و فردی و اجتماعی جای داد.

عوامل اقتصادی و مالی مانند سود مورد انتظار شرکت، نگرش سریع ثروتمند شدن، قابلیت فروش سریع سهام، عملکرد گذشته سهام شرکت، اوراق دولتی و حضور در بازارهای مالی سازمان‌یافته را می‌توان جز عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی در بازارهای مالی به‌شمار آورد. سود سهام، رشد سریع، سرمایه‌گذاری با هدف پس‌انداز، سود سریع از طریق تجارت، مدیریت حرفه‌ای سرمایه‌گذاری و رشد بلندمدت بر نگرش سرمایه‌گذاران خرد نسبت به تصمیم‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها تأثیر می‌گذارد (پاتر[2]، ۱۹۷۱). از آنجایی که سود دارای محتوای ارزشمند اطلاعاتی است می‌تواند بر تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان تأثیر چشمگیری بگذارد (امساک‌پور و همکاران، ۱۴۰۱).

شهرت، اعتبار و ویژگی‌های خاص شرکت، ارزش خالص دارایی‌ها، اطلاعات حسابداری، فرصت معاملاتی، تبلیغات، ساختار مالکیت، تأثیرگذاری مردم و نیازهای مالی شخصی نیز از عوامل مهم در سرمایه‌گذاری می‌باشد (حسین و نسرن، ۲۰۱۲) که می‌توان جزء عوامل سازمانی و اطلاعاتی نام برد.

سرمایه‌گذاران گروه مهمی هستند که از اطلاعات حسابداری استفاده می‌کنند. معمولاً اعتقاد بر این است که تصمیم‌های سرمایه‌گذاری علاوه بر اطلاعات حسابداری تابعی از عوامل متعددی مانند ویژگی‌های بازار و وضعیت ریسک فردی است. خطای‌های شناختی نشان‌می‌دهد که صرف‌نظر از اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاران تحت‌تأثیر ملاحظات هزینه از دست رفته و اولویت‌های ریسک نامتقارن برای موقعیت‌های سود- زیان هستند. متغیرهایی که به‌شدت بر روی عامل اطلاعات حسابداری منعکس می‌شوند عبارتند از وضعیت صورت‌های مالی شرکت، نتایج ارزیابی‌های مالی (مانند عامل P/E)، سود

1 Nagy & Obenberger
2 Potter

مورد انتظار شرکت، سود سهام پرداختی، قیمت سهام، عملکرد گذشته سهام شرکت و غیره. البته سود مورد انتظار و شرایط صورت‌های مالی، برای سرمایه‌گذاران بسیار مهم است، اگرچه سایر متغیرها بر آن‌ها تأثیر می‌گذارند (لویی و مول[1]، ۱۹۹۸). با توجه به این نقش محوری، فرضیه دو پژوهش حاضر بیان می‌کند تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری افراد تحت تأثیر اطلاعات حسابداری قرار می‌گیرد.

علاوه‌براین، نیازهای مالی شخصی (حسین و نسرن، ۲۰۱۲)، توصیه‌های دوستان و فشار گروهی نیز از عوامل مهم فردی و اجتماعی در سرمایه‌گذاری می‌باشند. توصیه‌های دوستان یا همکاران به‌طور ضمنی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذار تأثیر می‌گذارد. هر یک از این منابع اطلاعاتی می‌تواند به‌عنوان توصیه‌ای از منابعی که دارای منافع خاص در تصمیم‌گیری‌های نهایی سرمایه‌گذار هستند، تعبیر شود. اگرچه بسیاری از سرمایه‌گذاران آشکارا به تخصص حرفه‌ای متکی هستند، اما بیشتر سرمایه‌گذاران ظاهراً نسبت به این کانال‌های اطلاعاتی محتاط هستند. این تأثیرپذیری از محیط اجتماعی، مبنای فرضیه سوم، این تحقیق است که طبق آن، تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری افراد تحت تأثیر توصیه‌های شخص ثالث قرار می‌گیرد.

به‌طور خلاصه، اگر چشم‌انداز آینده مطلوب به نظر برسد سرمایه‌گذار، از سوی تحلیلگران پیشنهادی برای خرید سهام را دریافت می‌کند، اگر چشم‌انداز آینده به‌طور حاشیه‌ای مطلوب به نظر برسد توصیه‌ای جهت نگه‌داشتن سهام را دریافت می‌کند، و یا اگر چشم‌انداز آینده نامطلوب به نظر برسد ترغیب به فروش می‌گردد. وی بر این اساس و برخی استدلال‌ها شرایط را ارزیابی می‌کند و تصمیم به خرید، نگهداری یا فروش سهام می‌گیرد (مالمندیر و شانتیکومار[2]، ۲۰۰۷). تحلیل این عوامل نشان می‌دهد که تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران نه صرفاً اقتصادی، بلکه محصول برهم‌کنش چندبُعدی اطلاعات، فرهنگ و روان‌شناسی است.

۲-۳- سوگیری‌های رفتاری

عوامل رفتاری تسلط بیشتری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران دارند (کانان و ویجایاکومار[3]، ۲۰۱۵). علاوه بر این، درک سوگیری‌های رفتاری که در روان افراد کار می‌کنند به‌جای اینکه صرفاً بر تصمیم‌گیری منطقی تأثیر بگذارد، به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا تصمیم‌های انحصاری و بدون خطا اتخاذ کنند (کفایات[4]، ۲۰۱۴).

سوگیری‌های رفتاری عوامل مختلف رفتاری هستند که می‌توانند میزان ریسکی که فرد سرمایه‌گذار در هنگام تصمیم‌گیری تمایل دارد بپذیرد، تعریف و بنابراین تأثیر زیادی بر تمایل به ریسک او داشته باشند (آگارول و همکاران[5]، ۲۰۲۲). سوگیری‌های رفتاری برخلاف تئوری انتظارات عقلایی عمل کرده و منجر به انحرافاتی در ارزیابی سرمایه‌گذاری‌ها می‌شوند. در حالی که تئوری انتظارات عقلایی فرض می‌کند که سرمایه‌گذاران به صورت منطقی و عقلانی عمل می‌کنند؛ این در حالیست که، در بسیاری از مواقع قیمت‌های بازار اوراق‌بهادار از سطوح تعادلی خود انحراف می‌یابند (شیلر[6]، ۲۰۰۳).

در حوزه مالی رفتاری، سوگیری‌های شناختی و هیجانی به‌عنوان موانع اصلی تصمیم‌گیری عقلانی شناسایی شده‌اند. برخی از مهم‌ترین آن‌ها عبارت‌اند از رفتار گله‌ای، اثر واگذاری، سوگیری لنگرگذاری، نظریه پشیمانی، نظریه حسابداری ذهنی، نظریه چشم‌انداز-زیان‌گریزی، تمایل به ریسک و بیش اطمینانی است.

---

[1] Lui and Mole
[2] Malmendier & Shanthikumar
[3] Kannan & Vijayakumar
[4] Kafayat
[5] Aggarwal
[6] Shiller

رفتار گله‌ای[1] نشان‌دهنده تمایل به تقلید از رفتار دیگران است (باکار و یی[2]، ۲۰۱۶)، علاوه‌براین به ترس از دست دادن فرصت و تمایل به ارتباط مداوم با آن‌چه دیگران انجام می‌دهند، اشاره دارد. رفتار گله‌ای یک تمایل هنجاری برای پیروی از دیگر سرمایه‌گذاران را نشان‌می‌دهد، در حالی که ترس از دست دادن فرصت، یک اضطراب اجتماعی است و زمانی که سرمایه‌گذاران احساس کنند دیگران تجربیات پاداش‌دهنده بیشتری دارند، بروز می‌کند (پریبیلسکی و همکاران[3]، ۲۰۱۳). رفتار گله‌ای اغلب منجر به چیزی می‌شود که به آن «شادی غیرعقلانی» گفته می‌شود (بورتز[4]،۲۰۱۶)، و معمولاً موجب انحراف قیمت‌های بازار اوراق‌بهادار به‌سمت مقادیر ناپایدار و غیرواقعی می‌شود (کومار و دار[5]،۲۰۰۱). علاوه بر این، سرمایه‌گذاران در هند معمولاً برای گرفتن مشاوره در مورد تصمیم‌های سرمایه‌گذاری خود به مراکز کارگزاری، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و گروه‌های همسالان مراجعه می‌کنند (میتال[6]، ۲۰۱۹). همچنین گپتا و شیریواستا[7] (۲۰۲۱) تأثیر قابل توجهی از رفتار گله‌ای بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری یافته‌اند که سوگیری ترس از دست دادن رابطه را به‌طور مثبت میانجی‌گری می‌کند. این یافته‌ها از این ایده حمایت می‌کنند که تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری افراد نشئت گرفته از تصویر ذهنی است که اغلب نه بر اساس تحلیل عینی، بلکه تحت تأثیر هیجانات جمعی و ادراک عمومی شکل می‌گیرد؛ بنابراین فرضیه چهار تحقیق می‌تواند بدین صورت بیان شود که: تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری افراد تحت تأثیر تصویری که از لحاظ ذهنی از شرکت توسط افراد درک شده است، قرار می‌گیرد.

در امتداد این نوع سوگیری‌های رفتاری، شکل دیگری از تصمیم‌گیری غیرعقلانی سرمایه‌گذاران، در قالب «اثر واگذاری[8]» مشاهده می‌شود، که برخلاف تأثیرات جمعی رفتار گله‌ای، ریشه در ادراک فردی از سود، زیان و هویت روانی سرمایه‌گذار دارد. اثر واگذاری، تمایل سرمایه‌گذاران به فروش سهام‌هایی که ارزش آن‌ها افزایش یافته و نگه‌داشتن سهام‌هایی که ارزش آن‌ها کاهش یافته است، می‌باشد. این رفتار نشان‌دهنده یک جنبه روان‌شناختی منحصربه‌فرد است که در آن سرمایه‌گذاران در سودها تمایل به ریسک‌گریزی و در زیان‌ها تمایل به ریسک‌پذیری دارند (ورما و ورما[9]، ۲۰۱۸). سرمایه‌گذارانی که اثر واگذاری را از خود نشان می‌دهند، نمی‌خواهند از سودهای بالقوه خود صرف‌نظر کنند و علاقه دارند که سهام برنده را بفروشند (دهار و ژو[10]، ۲۰۰۶). برعکس، این سرمایه‌گذاران مایلند سهام بازنده را نگه‌دارند با این امید که این سهام‌ها در آینده بهبود یابند (بوتسکا و ریگایگ[11]، ۲۰۱۸). اثر واگذاری می‌تواند تا حدی به درک فرد از خود به عنوان یک «سرمایه‌گذار هوشمند[12]» نسبت داده شود، به‌گونه‌ای که تحقق سودها و تعویق زیان‌ها به‌عنوان یک انتخاب سرمایه‌گذاری هوشمند در نظر گرفته می‌شود. این رفتار ممکن است نشان‌دهنده تصورات اغراق‌آمیز سرمایه‌گذاران از مهارت‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها و توانایی آن‌ها در پیش‌بینی نتایج آینده باشد. علاوه بر این، سرمایه‌گذاران به‌دنبال حفظ تصویر خود هستند و با نشان دادن تمایل به پذیرش ریسک نگه‌داشتن سهام بازنده، می‌خواهند خود را به‌عنوان سرمایه‌گذارانی توانمند نشان دهند (بوتسکا و ریگایگ، ۲۰۱۸). این تئوری‌ها همگی مؤید فرضیه پنجم هستند که: تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری افراد تحت تأثیر تمایلات و الزامات شخصی افراد قرار می‌گیرد.

---

[1] Herding Bias
[2] Bakar & Yi
[3] Przybylski
[4] Boortz
[5] Kumar & Dhar
[6] Mittal
[7] Gupta & Shrivastava
[8] Disposition Effect
[9] Verma & Verma
[10] Dhar & Zhu
[11] Botseka & Rigaig
[12] The Intelligent Investor

سوگیری لنگرگذاری[1] تأثیر نامتعادلی است که بر تصمیم‌گیرندگان وارد می‌شود و باعث می‌شود آن‌ها ارزیابی‌های خود را بر اساس یک ارزش اولیه (لنگر) قرار دهند، زمانی که تصمیم‌ها به یک نقطه مرجع اولیه متصل می‌شوند، پیش‌بینی‌های انجام شده تمایل دارند به‌سمت مقادیر اولیه حرکت نمایند، زیرا مقادیر اولیه نتایج متفاوتی را تولید می‌کنند. علاوه بر این، نقاط مرجع تأثیر زیادی بر باورهای اصلی دارند (تورسکی و کانمن[2]، ۱۹۷۴). زمانی که از سرمایه‌گذاران خواسته می‌شود ارزیابی‌های خود را انجام دهند، ارزیابی‌های آن‌ها اغلب تحت‌تأثیر پیشنهادات قرار می‌گیرد. واهرو و همکاران[3] (۲۰۰۸)، سوگیری لنگرگذاری را با سوگیری نمایندگی مرتبط می‌دانند، به این معنا که تصمیم‌های سرمایه‌گذاران تحت‌تأثیر تجربیات اخیر قرار می‌گیرد که منجر به خوش‌بینی (تمایل به ریسک بالا) در یک بازار صعودی و بدبینی (تمایل به ریسک کم) در بازار نزولی می‌شود. لنگرگذاری منجر به تصمیم‌گیری غیرمنطقی در سرمایه‌گذاری می‌شود زیرا سرمایه‌گذاران معمولاً عملکرد گذشته را با انتظارات آینده از عملکرد مرتبط می‌کنند و تمایل دارند که قیمت‌های گذشته را به‌عنوان لنگر برای قیمت‌های آینده در نظر بگیرند (ریکاردی و سایمون[4]، ۲۰۰۰).

در حالی‌که اثر واگذاری بیشتر به نحوه پردازش سود و زیان در تصمیم‌گیری‌های فردی بازمی‌گردد، سوگیری لنگرگذاری نوعی وابستگی شناختی به اطلاعات اولیه است که می‌تواند این تصمیم‌ها را بیش از پیش از واقعیت بازار دور کند. این یافته‌ها نشان می‌دهد که سوگیری لنگرگذاری نه‌تنها یک خطای شناختی گذرا، بلکه یک مکانیسم روان‌شناختی عمیقاً ریشه‌دار است که حتی در حضور اطلاعات جدید نیز مقاومت می‌کند. این پدیده بویژه در بازارهای مالی خطرناک است، زیرا سرمایه‌گذاران را به جای تکیه بر تحلیل‌های عینی، به تعصبات ناخودآگاه وابسته می‌کند و چرخه‌های اشتباه تصمیم‌گیری را تداوم می‌بخشد.

یکی از دلایل رفتار غیرمنطقی در میان سرمایه‌گذاران، وجود تعصب اجتناب از پشیمانی است. افراد معمولاً وقتی احساس پشیمانی می‌کنند که متوجه می‌شوند می‌توانستند استراتژی خاصی را برای کسب سود یا اجتناب از ضرر به کار ببرند و درد از دست دادن همیشه بیشتر از لذت بردن از پیروزی است (اودن[5]، ۱۹۹۶) در مواجهه با احتمال فروش سهام، سرمایه‌گذاران تحت‌تأثیر قیمت خرید سهام قرار می‌گیرند. بنابراین، آن‌ها از فروش آن به‌عنوان راهی برای جلوگیری از پشیمانی از سرمایه‌گذاری بد و همچنین خجالت از گزارش ضرر، خودداری می‌کنند. به‌عبارتی، این مسئله با واکنش احساسی افراد پس از فهمیدن اینکه در قضاوت اشتباه کرده‌اند، سر وکار دارد؛ که به‌عنوان نظریه پشیمانی در حوزه نظریه‌های رفتاری سرمایه‌گذاران، مطرح می‌گردد. این نظریه همچنین در مورد سرمایه‌گذارانی که سهمی را برای خرید در نظر گرفته‌بودند اما ارزش آن افزایش پیدا نکرده‌است، صادق است. برخی از سرمایه‌گذاران با پیروی از خرد متعارف و خرید سهامی که بقیه خریداری می‌کنند، از احتمال احساس پشیمانی جلوگیری می‌کنند؛ و تصمیم خود را منطقی می‌دانند با این جمله که «دیگران نیز این کار را انجام می‌دهند» (جاگونگو و موتسوئنه[6]، ۲۰۱۴). نکته کلیدی در اینجا تعامل پیچیده بین سوگیری‌های شناختی و واکنش‌های هیجانی است؛ درحالی‌که لنگرگذاری سرمایه‌گذاران را به گذشته متصل می‌کند، اجتناب از پشیمانی آن‌ها را در دام آینده‌ای فرضی گرفتار می‌سازد. هر دو سوگیری نشان می‌دهند تصمیمات مالی اغلب بر اساس ترس از شکست یا توجیه‌پذیری اجتماعی شکل می‌گیرند، نه تحلیل منطقی داده‌ها. این پویایی توضیح می‌دهد چرا حتی در بازارهای به‌ظاهر عقلانی، رفتارهای جمعی غیرمنطقی مانند حباب‌ها یا فروش‌های هیجانی ظهور می‌کنند.

---

[1] Anchoring Bias
[2] Tversky & Kahneman
[3] Wahro
[4] Ricciardi & Simon
[5] Odean
[6] Jagongo & Mutswenje

مفهوم حسابداری ذهنی به‌عنوان یک سوگیری رفتاری توسط تالر[1] (۱۹۹۴) معرفی شد. سرمایه‌گذاران تمایل دارند که سرمایه‌گذاری‌های خود را به محفظه‌های ذهنی مختلف تقسیم کنند و تصمیم‌های خرید و فروش برای هر محصول سرمایه‌گذاری را بدون در نظر گرفتن تأثیر آن بر پرتفوی کلی اتخاذ نمایند (ریتر[2]، ۲۰۰۳). این نظریه بیان می‌کند که انسان تمایل دارد رویدادهای خاص را در محفظه‌های ذهنی قرار دهد، و تفاوت بین این محفظه‌ها گاهی بیشتر از خود وقایع بر رفتار افراد تأثیر می‌گذارد. یک نمونه‌ای از حسابداری ذهنی در بخش سرمایه‌گذاری با تردید در فروش سرمایه‌گذاری به‌خوبی نشان داده‌می‌شود که زمانی سودهای عظیم داشته و اکنون نیز سود ناچیزی دارد. در طی یک رونق اقتصادی و تجارت سودآور، مردم به دریافت‌های صحیح، هرچند کاذب عادت می‌کنند؛ وقتی اصلاح بازار ارزش خالص سرمایه‌گذار را خنثی می‌کند، آن‌ها در فروش با حاشیه سود کوچک‌تر مردد می‌شوند. آن‌ها محفظه‌های ذهنی را برای دستاوردهایی که قبلاً داشته‌اند ایجاد می‌کنند و این باعث می‌شود که منتظر بازگشت آن دوره سودمند باشند (تالر، ۲۰۰۱).

اطلاعات می‌تواند کاربرد حسابداری ذهنی را برای تهیه‌کنندگان و استفاده‌کنندگان گزارشات مالی تسهیل نماید. بنابراین تهیه‌کنندگان گزارشات مالی به داده‌های زیربنایی بسیاری دسترسی دارند که مبنای گزارش‌ها و یاداشت‌های صورت‌های مالی می‌باشند. درحالی‌که سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به همه این اطلاعات زیربنایی شرکت دسترسی ندارند، اما این اطلاعات، نیز قابل استفاده در حسابداری ذهنی توسط ایشان است (کیان و همکاران، ۱۳۹۶).

از دیگر نظریه‌های مالی رفتاری نظریه چشم‌انداز- زیان‌گریزی است. براساس این نظریه، افراد درجهٔ متفاوتی از عواطف نسبت به ضرر را ابراز می‌کنند. آن‌ها بیشتر از اینکه از سودهای یکسان راضی باشند، تحت‌تأثیر ضررهای احتمالی قرار می‌گیرند. طبق این نظریه ضرر همیشه بزرگ‌تر از سود با اندازه برابر به نظر می‌رسد. نظریه چشم‌انداز همچنین توضیح می‌دهد که چرا سرمایه‌گذاران سهام خود را از دست می‌دهند. واقعیت اینست که افراد معمولاً بیش از آنکه به منافع خود توجه نمایند، برای جلوگیری از ضرر و خطرات بیشتر، ریسک می‌کنند. به همین دلیل، سرمایه‌گذاران با امید به بازگشت قیمت، با کمال میل سهام پرریسک را نگهداری می‌کنند. قماربازان که در یک مسابقه شکست می‌خورند، رفتاری مشابه خواهند داشت و شرط‌بندی‌ها را برای تلاش جهت به‌دست آوردن وجوه از دست رفته قبلی، دو برابر می‌کنند. بنابراین، علی‌رغم میل منطقی ایشان به‌دنبال جبران خطراتی است، که پذیرفته‌است (کانن و تووِرسکی[3]، ۱۹۷۹). شواهد تجربی نشان‌می‌دهد که دردناکی ضرر و زیان دو برابر لذت همان مقدار سود و منفعت است و این بحث می‌تواند به روشن شدن این نکته کمک کند که چرا افراد به شرکت در شرط‌بندی‌ها بیش‌تر تمایل پیدا می‌کنند در واقع آنان می‌خواهند از دردناکی حس ضرر و زیان بکاهند. به همین طریق سرمایه‌گذارانی که در خرید بعضی از سهام یا سایر اوراق‌بهادار ضرر کرده‌اند به‌امید آنکه سرانجام قیمت‌ها بر خواهند گشت ریسک بیش‌تری کرده و سهام‌شان را نگه‌می‌دارند، که در واقع این نشان‌دهندهٔ ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران در این حالت بوده و در واقع این ریسک‌پذیری هم به‌دلیل فاصله گرفتن از ضرر است و در حالت بالاتر از نقطهٔ عطف سرمایه‌گذار دوباره به‌حالت ریسک‌گریزی تغییر حالت خواهد داد (شهر آبادی و یوسفی، ۱۳۸۶).

تعصب اجتناب از پشیمانی و حسابداری ذهنی، هر دو نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران به جای تحلیل عقلانی، تحت تأثیر چارچوب‌های روانشناختی عمل می‌کنند؛ به‌طوریکه حسابداری ذهنی با ایجاد محفظه‌های مجزا برای سود و ضرر،

[1] Thaler
[2] Ritter
[3] Kahneman & Tversky

بستری برای تشدید پشیمانی فراهم می‌سازد، چراکه سرمایه‌گذاران با تفکیک ذهنی موقعیت‌های زیانده، امید به بازگشت قیمت را حفظ می‌کنند تا از رنج ثبت رسمی ضرر، که نظریه پشیمانی بر آن تأکید دارد، اجتناب ورزند.

همچنین نظریه چشم‌انداز مطرح می‌کند که نتایج مشخص نسبت به نتایج نامشخص اضافه وزن دارند و توابع مقدار برای سود و زیان متفاوت است (وبر و کمر[1]، ۱۹۹۸). منطق عقلانی نشان‌می‌دهد وقتی افراد با سهامی با انتظارات نامطلوب در آینده روبه‌رو می‌شوند، ایشان باید سهام را بدون در نظر گرفتن سود یا ضرر فعلی خود بفروشند. بنابراین، افراد ممکن است ترجیح دهند سهام زیان ده خود را در آینده در اختیار داشته‌باشند و قمار انجام دهند تا اینکه آن را بفروشند و زیان مطمئنی را متحمل شوند و حتی ممکن است به نگه‌داشتن سهام متعهدتر شوند.

تمایل به ریسک[2] به نگرش سرمایه‌گذاران در زمینه پذیرش یا اجتناب از انتخاب‌های پرخطر اشاره دارد (سیتکین و پابلو[3]، ۱۹۹۲). این ویژگی فردی می‌تواند بر رفتار سرمایه‌گذاری افراد تأثیر بگذارد (اقبال[4]، ۲۰۱۳). تمایل به ریسک به‌عنوان ابزاری برای توسعه و اجرای فرآیند برنامه‌ریزی مالی، بویژه در زمینه تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده‌است (کار[5]، ۲۰۱۴). تمایل به ریسک پایین منجر به رفتار سرمایه‌گذاری منفعلانه می‌شود؛ در حالی که تمایل به ریسک بالا رفتار سرمایه‌گذاری فعالانه را تحریک می‌کند. سرمایه‌گذاران با تمایل به ریسک پایین کمتر در سرمایه‌گذاری در بازار سهام شرکت می‌کنند (مالمندیر و ناگل[6]، ۲۰۱۱). این نشان‌می‌دهد زمانی که افراد باید بین گزینه‌های سرمایه‌گذاری با درجات مختلف ریسک انتخاب کنند، تمایل به ریسک نقش فعالی در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری ایفا می‌کند.

سوگیری رفتاری دیگر که یکی از مهم‌ترین مفاهیم مالی مدرن است بیش‌اطمینانی می‌باشد که هم در تئوری‌های مالی و هم در روان‌شناسی جایگاه ویژه‌ای دارد. بیش‌اطمینانی سبب می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک‌ها را کمتر از حد تخمین زده و احساس کند روی مسائل و رویدادها کنترل دارد، در حالی که ممکن است در واقع، این گونه نباشد (فلاح شمس لیالستانی و همکاران، ۱۳۸۹). این نظریه مدعی است که افراد معمولاً توانمندی‌هایشان را بالاتر از حد متوسط درنظر می‌گیرند. آن‌ها همچنین درستی دانش خود را نسبت به دیگران بیش از حد ارزیابی می‌کنند. بسیاری از سرمایه‌گذاران معتقدند که می‌توانند به‌طور مداوم بازار را متقارن بسازند. اما در حقیقت شواهد زیادی وجود دارد که خلاف آن را ثابت می‌کند. اعتماد به نفس بیش از حد منجر به معاملات مازاد می‌شود و هزینه‌های معاملات باعث کاهش سود می‌شود (تاپیا و یرمو[7]، ۲۰۰۷). متغیرهایی که بسیار بر این موضوع تأثیر می‌گذارند عبارتند از شهرت شرکت، وضعیت شرکت، احساسات در مورد محصولات و خدمات شرکت، و اخلاق درک شده از شرکت. هر یک از این متغیرها مطلوبیت نهایی در مورد شرکت است که توسط فرد ایجاد شده‌است (اپستین[8]، ۱۹۹۴).

نظریه چشم‌انداز نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران به جای منطق عقلانی، تحت تأثیر ترس از زیان قطعی، سهام زیان‌ده را نگه می‌دارند و امید به بازگشت بازار دارند. تمایل به ریسک این رفتار را تشدید می‌کند: افراد ریسک‌پذیر فعالانه قمار می‌کنند، در حالی که ریسک‌گریزان منفعلانه عمل می‌کنند. از سوی دیگر، بیش‌اطمینانی با ایجاد توهم کنترل، باعث تخمین نادرست ریسک و معاملات مکررِ کم‌سود می‌شود. ترکیب این سه عامل، الگوهای غیرمنطقی در تصمیم‌گیری مالی را شکل می‌دهد.

---

[1] Weber and Camerer
[2] Risk Propensity
[3] Sitkin & Pablo
[4] Iqbal
[5] Carr
[6] Malmendier & Nagel
[7] Tapia & Yermo
[8] Epstein

پژوهش حاضر به واکاوی پارادوکس‌های تصمیم‌گیری مالی در فضایی می‌پردازد که انبوه اطلاعات به ظاهر عینی (داده‌های مالی، تحلیل‌های مشاوران، شاخص‌های اقتصادی) با سوگیری‌های شناختی سرمایه‌گذاران (هزینهٔ از دست رفته، رفتار گله‌ای، ترس از زیان و ...) در تعامل هستند. از یک سو، اطلاعات حسابداری و بازار به عنوان ابزارهای «عقلانی» تصمیم‌گیری تبلیغ می‌شوند، ولی از سوی دیگر، تفسیر این داده‌ها همواره تحت تأثیر فیلترهای روان‌شناختی و اجتماعی قرار دارد. حتی توصیه‌های حرفه‌ای نیز، علیرغم ادعای بی‌طرفی، در چارچوب منافع خاص و هیجانات جمعی معنا می‌یابند. این تنش نشان می‌دهد بازارهای مالی صرفاً بازتابی از محاسبات ریاضی نیستند، بلکه عرصه‌ای پیچیده از تقابل «واقعیت‌های عینی» و «ادراک‌های ذهنی» هستند؛ جایی که اطلاعات نه به عنوان راهنما، بلکه به مثابهٔ ابزاری در دست بازیگرانی عمل می‌کنند که خود در دام تفسیرهای شخصی و جمعی گرفتار هستند.

علی‌رغم اهمیت تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری توسط سرمایه‌گذاران حقیقی، در بازارهای نوظهوری مانند ایران، شناخت عوامل رفتاری و اقتصادی مؤثر بر انتخاب سهام هنوز به طور کامل بررسی نشده است. پژوهش‌های پیشین بیشتر بر جنبه‌های مالی سنتی تمرکز داشته‌اند و کمتر به ابعاد رفتاری، فرهنگی و اجتماعی سرمایه‌گذاران خرد پرداخته‌اند.این پژوهش با بهره‌گیری از رویکردی کمی و تحلیل آماری پیشرفته (تحلیل عاملی و آزمون فریدمن)، برای نخستین‌بار در بازار سرمایه ایران به شناسایی، تحلیل و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران خرد می‌پردازد و در عین حال، متغیرهایی چون مسئولیت اجتماعی، دیدگاه فردی و تأثیر اشخاص ثالث را نیز وارد مدل تحلیل کرده است.

۳- پیشینه پژوهش

۳-۱- پیشینه داخلی

روشنگرزاده و همکاران (۱۴۰۳) در پژوهشی تحت عنوان «تأثیر سواد مالی بر سوگیری های رفتاری بازنمایی و لنگر انداختن و تحلیل اثر آنها بر عملکرد سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از الگوهای ناپارامتریک معادلات ساختاری» با بررسی داده‌های ۵۰۹ سرمایه‌گذار بورس تهران نشان می‌دهند که افزایش سواد مالی، سوگیری‌های رفتاری بازنمایی و لنگراندازی را کاهش می‌دهد. کاهش این سوگیری‌ها موجب بهبود عملکرد سرمایه‌گذاران می‌گردد. همچنین نتایج حاکی از آن است که سوگیری بازنمایی بر لنگراندازی اثر معناداری دارد.

پژوهش شنائی و همکاران (۱۴۰۲) نشان می‌دهد تفاوت‌های فردی در میزان ریسک‌پذیری، انتخاب نوع سرمایه‌گذاری و تصمیمات خرید و فروش را تحت تأثیر قرار می‌دهد. نتایج نشان می‌دهد تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی نیازمند شناسایی و ارزیابی دقیق ویژگی‌های روان‌شناختی و رفتاری آنها، از جمله میزان ریسک‌پذیری، است. این یافته‌ها اهمیت توجه به عوامل غیرمالی و شخصیتی در کنار شاخص‌های اقتصادی و مالی را برای تبیین تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازار سهام تأکید می‌کنند.

تحقیقات اخیر نشان می‌دهند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی تنها بر پایه عوامل اقتصادی شکل نمی‌گیرد و ویژگی‌های فردی مانند سواد مالی، تجربیات گذشته و ادراک کنترل رفتاری نقش مهمی دارند. پژوهش پناهی و همکاران (۱۴۰۱) نشان می‌دهد این عوامل از طریق نگرش و سایر متغیرهای فردی، قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام را میانجی‌گری می‌کنند. این یافته‌ها بر اهمیت ترکیب شاخص‌های مالی و متغیرهای روان‌شناختی در تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران تأکید دارند.

زینی‌وند و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی، سوگیری‌های رفتاری و تأثیر آن‌ها بر تصمیمات سرمایه‌گذاری حقیقی و حقوقی در بورس اوراق بهادار تهران بررسی نموده‌اند. برای این منظور، نقش سطوح تکنیکال (حمایت و مقاومت) در

کنار ۱۵ تورش رفتاری مورد آزمون قرار دادند. نتایج نشان داد که تفاوت معناداری میان رفتار دو گروه وجود دارد و تورش‌های رفتاری در سرمایه‌گذاران حقیقی قدرت پیش‌بینی بیشتری دارند.

نایب‌محسنی و همکاران (۱۴۰۰) در مقاله «تدوین مدل رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سرمایه ایران» با مصاحبه‌های عمیق و تحلیل داده‌ها به شناسایی ۶۷ دسته و ۲۱۸ مفهوم رفتاری از جمله پشیمان‌گریزی، طمع، ترس، بیش‌اعتمادی، رفتار گله‌ای و حسابداری ذهنی پرداختند. این پژوهش با رویکرد مالی رفتاری و با استفاده از روش نظریه داده‌بنیاد به بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در بازار سرمایه ایران پرداخته است. نتایج نشان داد که سوگیری‌های رفتاری مانند ترس، طمع، اعتمادبه‌نفس کاذب و رفتار توده‌ای از مهم‌ترین عوامل اثرگذارند. همچنین راهبردهایی چون خودشناسی، صبر، مشورت و متنوع‌سازی می‌توانند کیفیت تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را بهبود بخشند.

پژوهش شمس‌الدینی و همکاران (۱۳۹۷) نشان می‌دهد رفتار سرمایه‌گذاران، از جمله رفتار توده‌وار و اعتماد بیش از حد، تأثیر معناداری بر بازده سهام دارد. این یافته‌ها تأکید می‌کنند که تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران باید علاوه بر شاخص‌های مالی، ابعاد روان‌شناختی آن‌ها را نیز در نظر بگیرد.

گرجی‌زاده و خان‌محمدی (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان «تأثیر عوامل مالی رفتاری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران حقیقی» به این نتیجه رسیدند بازده فعلی، پس‌انداز، درآمد و سابقه حضور در بورس بیشترین تأثیر را بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس تهران دارد.

۳-۲- پیشینه خارجی

شاهزاد و همکاران[1] (۲۰۲۴) نیز در چین دریافتند سوگیری‌های نمایندگی، دسترسی، لنگرگذاری و بیش‌اعتمادی، همراه با رفتار گله‌ای، قوی‌ترین اثر را بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی دارند. برای مثال، پژوهش آلمنصور و همکاران[2] (۲۰۲۳) در بازار سرمایه عربستان نشان داد تعصباتی نظیر رفتار گله‌ای، اثر واگذاری و تمایل به سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های بزرگ تأثیر معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران دارند. همچنین، اعتماد به نفس بیش‌ازحد در میان سرمایه‌گذاران حقیقی مشاهده شد گرچه مستقیماً بر ادراک ریسک مؤثر نبود، اما نقش مستقیمی در انتخاب‌های سرمایه‌گذاری ایفا می‌کرد. نتایج، اهمیت در نظر گرفتن درک فرد از ریسک را هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری برجسته می‌کند، زیرا می‌تواند به طور قابل توجهی بر تمایل آنها به ریسک‌پذیری و در نهایت بر عملکرد سبد سرمایه‌گذاری آنها تأثیر بگذارد.

کوائیکو و کوائیسی الکه-آبواگی[3] (۲۰۲۱) عوامل رفتاری مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در سهام بانک‌ها در بورس اوراق بهادار غنا مورد بررسی قرار دادند و مشخص شد که سوگیری‌هایی مانند پشیمان‌گریزی و مغالطه قمارباز نیز به همراه حسابداری ذهنی، بیش‌اعتمادی و لنگر گذاری، به شدت بر تصمیمات سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارند.

مطالعهٔ موردی بر روی سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار بورس بنگلادش با عنوان جنبه‌های رفتاری مؤثر بر تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری سهام توسط حسین و صدیقه (۲۰۲۲) نشان داد زیان‌گریزی و ادراک ریسک قوی‌ترین عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران هستند، علاوه‌براین تعصباتی همچون بیش‌اعتمادی و رفتار گله‌ای نیز در شکل‌گیری تصمیمات نقش‌آفرینی می‌کنند.

---

[1] Shahzad, Jianguo & Rasool
[2] Almansour, Elkrghli & Almansour
[3] Quaicoe & Quaisie Eleke-Aboagye

۴- روش‌شناسی تحقیق

این پژوهش از نظر ماهیت داده‌های جمع‌آوری‌شده، جزء مطالعات کمّی، از منظر هدف، یک مطالعه کاربردی و از نظر شیوه، جزء مطالعات نیمه‌تجربی و از نوع توصیفی- پیمایشی است. جامعهٔ آماری موردنظر جهت بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران شامل تمام سرمایه‌گذاران در بورس اوراق‌بهادار تهران درنظر گرفته شده‌است. حجم جامعه به‌دلیل گستردگی آن به‌صورت نامحدود تعریف و برای جمع‌آوری اطلاعات از روش نمونه‌گیری دردسترس استفاده شده است. در نهایت ۱۳۳ نفر سرمایه‌گذار که حجم نمونه را تشکیل می‌دهند، به سؤالات پرسشنامه پاسخ دادند و داده‌های حاصل مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

۴-۱- روش و ابزار جمع‌آوری داده‌ها

اطلاعات مورد نیاز از دو طریق جمع‌آوری می‌شود:

برای جمع‌آوری اطلاعات مربوط به ادبیات تحقیق و پیشینه از کتب و نشریات معتبر که در پایگاه‌های اطلاعاتی موجود است و به‌صورت اینترنتی در دسترس است، استفاده شده است. بدین‌ترتیب روش جمع‌آوری بخشی از اطلاعات، عمدتاً کتابخانه‌ای است.

برای جمع‌آوری داده‌های خام از پرسشنامه‌ای که توسط جاگونگو و موتسوئنه (۲۰۱۴)، طراحی گردیده، استفاده شده است. برای سنجش پایایی تحقیق جهت نمونهٔ فعلی از روش آلفای کرونباخ استفاده شده‌است که مقدار آن برابر ۰/۸۶۵ به‌دست آمده است. ابزار گردآوری داده‌های خام، پرسشنامهٔ کتبی است که از دو بخش تشکیل شده و براساس نمره‌گذاری ۵ نقطه‌ای لیکرت (۱-۵) تنظیم شده است. بخش اول شامل اطلاعات جمعیت‌شناختی (سن و مدرک تحصیلی) است و بخش دوم شامل گویه‌هاست. از پاسخ‌دهندگان خواسته شد تا میزان تأثیرپذیری ایشان در هنگام تصمیم‌گیری‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری را در مورد هر یک از عوامل در مقیاس پنج نقطه‌ای لیکرت شامل (بسیار زیاد- تا حد زیاد- تا حدی- به میزان کم- اصلاً) نشان دهند.

مطالعهٔ حاضر سعی به بررسی این موضوع دارد که عوامل مرتبط با اطلاعات خنثی (بیطرفانه)، اطلاعات حسابداری، الزامات و تمایلات شخصی- مالی، توصیه‌ها (پیشنهادهای) سایرین و انطباق تصویرذهنی فرد-تصویر شرکت که هر کدام نشئت گرفته از تئوری‌های مالی رفتاری می‌باشند، بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران اثر می‌گذارند یا خیر، بدین‌ترتیب لازم است از سؤال‌های پژوهشی‌ای استفاده شود که اثرات اطلاعات خنثی (بیطرفانه)، اطلاعات حسابداری، الزامات و تمایلات شخصی-مالی، توصیه‌ها (پیشنهادهای) سایرین و انطباق تصویرذهنی فرد- تصویر شرکت (یعنی متغیرهای مستقل) بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران (یعنی متغیر وابسته) را بسنجد. به این منظور از بین سرمایه‌گذاران (حقیقی) نمونه‌ای انتخاب شد، و از پرسشنامه برای سنجش مقدار متغیرها استفاده شده است. این پرسشنامه شامل ۵ دسته عوامل مرتبط با تصمیم‌گیری‌ها شامل اطلاعات خنثی (بیطرفانه)، اطلاعات حسابداری، الزامات و تمایلات شخصی- مالی، توصیه‌ها (پیشنهادهای) سایرین و انطباق تصویرذهنی فرد- تصویر شرکت، است که توسط جاگونگو و موتسوئنه (۲۰۱۴) طراحی شده است.

۴-۲- روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در پژوهش حاضر به‌منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات از آمار توصیفی و استنباطی استفاده شده‌است. جهت بررسی سؤالات تحقیق و تحلیل استنباطی از آزمون t تک‌نمونه‌ای[1] استفاده شد. این آزمون به منظور بررسی معناداری تفاوت میانگین نمرات مشاهده‌شده در نمونه با مقدار مرجع ۳ (میانه طیف لیکرت ۵نقطه‌ای؛ که نشان‌دهنده وضعیت بی‌طرف یا سطح متوسط پاسخ است (کوهن[2]، ۱۹۸۸)) به کار گرفته شد. بدین ترتیب، امکان ارزیابی آماری اختلاف بین داده‌های جمع‌آوری‌شده و مقدار مورد انتظار فراهم شد. جهت رتبه‌بندی از آزمون فریدمن استفاده شده و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها نیز نرم‌افزار SPSS نسخه ۲۷.۰۰ به کار گرفته شده‌است.

۵- یافته‌های پژوهش

یافته‌های تحقیق در دو بخش آمار توصیفی و یافته‌های مربوط به فرضیه‌های تحقیق ارائه شده‌است.

۵-۱- آمار توصیفی

جدول ۱ اطلاعات جمعیت‌شناختی نمونهٔ تحقیق را نشان می‌دهد. طبق بررسی پیرامون گروه‌های سنی پاسخ‌گویان، ۳۸ درصد نمونه در گروه سنی زیر ۳۰ سال، ۳۹ درصد در گروه ۳۰ تا ۴۰ سال، ۲۸ درصد در گروه سنی ۴۰ تا ۵۰ سال و ۲ درصد در گروه سنی بیش از ۵۰ سال قرار دارند. حداقل سن ۱۹ و حداکثر سن ۶۹ سال بوده است. جدول ۲ توزیع فراوانی، اطلاعات مربوط به تحصیلات آزمودنی‌ها شامل تعداد، درصد، درصد معتبر و درصد تجمعی متغیرها به نمایش درآمده‌است. بررسی حاصل نشان‌می‌دهد در میان پاسخ‌گویان، ۳/۸ درصد آزمودنی‌ها دارای مدرک تحصیلی دیپلم یا کمتر، ۵/۳ درصد فوق‌دیپلم، ۳۷ درصد لیسانس یا دانشجوی لیسانس، و ۳۵/۳ درصد فوق‌لیسانس یا دانشجوی فوق‌لیسانس، ۱۱/۳ درصد دانشجوی دکتری و ۶/۷ درصد دارای مدرک تحصیلی دکتری می‌باشند. بیشترین فراوانی متعلق به افراد دارای مدرک تحصیلی لیسانس یا دانشجوی لیسانس است. همان طور که ارقام مندرج در جدول زیر نشان‌می‌دهد ۶۹/۲ سرمایه‌گذاران، در هنگام سرمایه‌گذاری تحلیل تکنیکال و بنیادی استفاده می‌نمایند و ۳۰/۸ سرمایه‌گذاران از این شیوه‌ها استفاده نمی‌نمایند.

جدول ۱. اطلاعات جمعیت‌شناختی نمونه

توزیع پاسخ‌گویان	گروه‌ها	فراوانی	درصد فراوانی
گروه سنی	زیر ۳۰ سال	۴۱	۳۰
	بین ۳۰-۴۰ سال	۵۲	۳۹
	بین ۴۰-۵۰ سال	۳۷	۲۸
	بیشتر از ۵۰ سال	۳	۲
سطح تحصیلات	دیپلم یا کمتر	۵	۳/۸
	فوق‌دیپلم	۷	۵/۳
	لیسانس یا دانشجوی لیسانس	۵۰	۳۷/۶
	فوق‌لیسانس یا دانشجوی فوق‌لیسانس	۴۷	۳۵/۳
	دانشجوی دکتری	۱۵	۱۱/۳
	دکتری	۹	۶/۷
استفاده از تحلیل تکنیکال و بنیادی	بله	۹۲	۶۹/۲
	خیر	۴۱	۳۰/۸

منبع: یافته‌های پژوهش

[1] One-Sample T Test
[2] Cohen

۵-۲- نتایج آماری فرضیه‌ها

آمار استنباطی شاخه‌ای از علم آمار است که با استفاده از داده‌های نمونه، نتایجی کلی دربارهٔ جامعهٔ آماری ارائه می‌دهد. این رویکرد با به‌کارگیری آزمون‌های آماری و مدل‌سازی، امکان تعمیم یافته‌ها، آزمون فرضیه‌ها و تحلیل روابط میان متغیرها را فراهم می‌سازد. در این پژوهش، بهره‌گیری از روش‌های استنباطی با هدف دستیابی به نتایجی معتبر و قابل تعمیم صورت گرفته است. در ادامه آزمون فرضیه‌های تحقیق، میانگین و انحراف‌معیار متغیرهایی که در این تحقیق مورد بررسی قرار گرفته‌اند؛ شامل اطلاعات خنثی (بیطرفانه)، اطلاعات حسابداری، الزامات و تمایلات شخصی-مالی، توصیه‌ها (پیشنهادهای) سایرین و انطباق تصویرذهنی فرد-تصویر شرکت، ارائه می‌شوند.

۵-۲-۱- آزمون فرضیه (۱)

فرضیه ۱. تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری افراد تحت تأثیر اطلاعات خنثی (بیطرفانه) قرار می‌گیرد.

جدول ۲. توصیف آماری گویه‌های فرضیه اول

	گویه‌ها	میانگین	انحراف‌معیار	آزمون آماری
۱	دیدگاه شخصی نسبت به محصولات شرکت	۳/۶۷	۱/۰۷	
۲	کسب سریع سود	۴/۰۲	۰/۸۹	
۳	وضعیت شرکت در صنعت	۳/۹۵	۰/۹۴	
۴	فعالیت در بازارهای مالی کاملاً سازمان‌یافته (در این بازارها اطلاعات صحیح و در زمان معین منتشر می‌شود.)	۳/۷۷	۰/۹۸	t=۱۸/۱۳
۵	اخلاق حرفه‌ای شرکت	۴/۰۸	۰/۹۷	s< ۰/۰۰۱
۶	دیدگاه اقتصادی	۴/۱۷	۰/۸۷	
۷	اعتبار شرکت	۴/۴۸	۰/۷۶	
۸	نقش شرکت در حل مشکلات جامعه (مسئولیت شرکت در قبال مسائل اجتماعی، اقتصادی و زیست محیطی و...)	۳/۴۴	۱/۱۶	
	اطلاعات خنثی	۳۱/۵۸	۴/۸۱	

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج آزمون t تک‌نمونه‌ای نشان داد میانگین نمره ادراک پاسخ‌دهندگان از تأثیر اطلاعات حسابداری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری (میانگین =۳۱/۵۸، انحراف معیار = ۴/۸۱) به‌طور معناداری بالاتر از مقدار متوسط نظری است؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که سرمایه‌گذاران معتقدند اطلاعات خنثی (بیطرفانه) نقش مهمی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری آنان دارد. سرمایه‌گذاران در فرآیند تصمیم‌گیری خود، ترکیبی از عوامل سنتی و مدرن را مورد توجه قرار می‌دهند. اعتبار شرکت با بالاترین میانگین (۴/۴۸) به عنوان مؤثرترین عامل شناسایی شد و مسئولیت اجتماعی شرکت نیز با وجود میانگین نسبتاً پایین‌تر (۳/۴۴) به عنوان عاملی معنادار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری شناخته شد. این نتایج حاکی از تحول در معیارهای سرمایه‌گذاری است که در آن علاوه بر عوامل اقتصادی سنتی، عوامل اجتماعی و اخلاقی نیز نقش فزاینده‌ای ایفا می‌کنند.

۵-۲-۲- آزمون فرضیه (۲)

فرضیه ۲. تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری افراد تحت تأثیر اطلاعات حسابداری قرار می‌گیرد. براساس نتایج حاصل از تحلیل داده‌ها با استفاده از آزمون t تک‌نمونه‌ای، فرضیه پژوهش مبنی بر تأثیر اطلاعات حسابداری بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار گرفت. نتیجه آزمون نشان داد اطلاعات حسابداری به عنوان

متغیری معنادار در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری ایفای نقش می‌نماید. این نتیجه حاکی از آن است که بهبود کیفیت و شفافیت اطلاعات حسابداری می‌تواند به عنوان یکی از عوامل کلیدی در تسهیل فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مورد توجه قرار گیرد.

جدول ۳. توصیف آماری گویه‌های فرضیه دوم

شماره	گویه‌ها	میانگین	انحراف‌معیار	آزمون آماری
۹	سود مورد انتظار شرکت در صورت‌های مالی به‌عنوان مثال سود هر سهم	۴/۰۱	۰/۹۲	
۱۰	وضعیت سود و شرایط صورت‌های مالی یک شرکت	۴/۱۴	۰/۹۲	
۱۱	سود سهام پرداخت‌شده	۳/۸۶	۱/۱۰	t=۱۴/۸۱
۱۲	قیمت یک سهم	۳/۸۹	۱/۰۳	s< ۰/۰۰۱
۱۳	سود سهام مورد انتظار سرمایه‌گذاران	۳/۹۹	۰/۹۸	
۱۴	عملکرد گذشته سهام شرکت	۳/۹۸	۰/۹۷	
	اطلاعات حسابداری	۲۳/۸۷	۴/۵۷	

منبع: یافته‌های پژوهش

۵-۲-۳- آزمون فرضیه (۳)

فرضیه ۳. تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری افراد تحت تأثیر توصیه‌های شخص ثالث قرار می‌گیرد.

جدول ۴. توصیف آماری گویه‌های فرضیه سوم

	گویه‌ها	میانگین	انحراف‌معیار	آزمون آماری
۲۱	توصیه کارگزار	۳/۲۳	۱/۱۶	
۲۲	نظرات اعضای خانواده	۲/۵۸	۱/۱۳	
۲۳	توصیه‌های دوست یا همکار	۲/۶۲	۱/۱۰	t=-۲/۸۳
۲۴	نظرات مردم در مورد سهام شرکت	۲/۷۳	۱/۰۸	s=۰/۰۰۵
	توصیه‌ها (پیشنهادهای) سایرین	۱۱/۱۵	۳/۴۳	

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به اینکه سطح معناداری برابر با ۰/۰۵ است، تفاوت مشاهده‌شده از نظر آماری قابل توجه و فرضیه پژوهش تأیید می‌شود. یافته‌ها نشان می‌دهد تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری افراد به‌طور معناداری تحت تأثیر توصیه‌های شخص ثالث قرار می‌گیرد؛ به بیان دیگر، سرمایه‌گذاران در فرآیند انتخاب‌های سرمایه‌گذاری خود، نه تنها بر تحلیل‌های شخصی و اطلاعات بازار تکیه می‌کنند، بلکه نظرات، پیشنهادها و توصیه‌های دیگران نیز نقش مهم و قابل توجهی در جهت‌گیری و رفتار آن‌ها ایفا می‌کند.

۵-۲-۴- آزمون فرضیه (۴)

فرضیه ۴. تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری افراد تحت تأثیر تصویری که از لحاظ ذهنی از شرکت توسط افراد درک گردیده‌است، قرار می‌گیرد.

نتایج حاصل از تحلیل داده‌ها نشان داد میانگین نمره تأثیر تصویر ذهنی شرکت بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری به میزان قابل توجهی بالاتر از مقدار معیار است. این نتیجه حاکی از آن است که از دیدگاه نمونه آماری، تصویر ذهنی تشکیل‌شده از شرکت به عنوان یک عامل تأثیرگذار بر فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری ادراک می‌شود. تصویر ذهنی مثبت از شرکت نه تنها در جذب سرمایه‌گذاران بالقوه مؤثر است، بلکه به عنوان یک دارایی نامشهود در افزایش اعتماد و قصد

سرمایه‌گذاری نقش تعیین‌کننده‌ای ایفا می‌کند.این نتیجه بر ضرورت توجه مدیران و سیاست‌گذاران شرکتی به مدیریت تصویر برند و انتشار اطلاعات شفاف برای تقویت تصمیم‌گیری‌های مالی صحه می‌گذارد.

جدول ۵. توصیف آماری گویه‌های فرضیه چهارم

	گویه‌ها	میانگین	انحراف‌معیار	آزمون آماری
۱۵	اطلاعات به‌دست آمده از فضای مجازی	۳/۱۳	۱/۰۹	
۱۶	نوسان/ تحولات شاخص بازار سهام	۳/۶۶	۰/۹۲	
۱۷	پوشش خبری در مطبوعات	۳/۰۹	۱/۰۸	t=۷/۶۰۸
۱۸	اظهارات مقامات دولتی	۳/۳۲	۱/۱۸	s۰/۰۰۱ <
۱۹	شاخص‌های اقتصادی فعلی مانند نرخ بهره	۳/۶۰	۱/۰۴	
۲۰	نوسان اخیر قیمت سهام شرکت	۳/۸۴	۰/۹۶	
	تصویرذهنی فرد-تصویر شرکت	۲۰/۶۳	۴/۵۷	

منبع: یافته‌های پژوهش

۵-۲-۵- آزمون فرضیه (۵)

فرضیه ۵. تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری افراد تحت تأثیر تحت تمایلات و الزامات شخصی افراد قرار می‌گیرد.

جدول ۶. توصیف آماری گویه‌های فرضیه پنجم

	گویه‌ها	میانگین	انحراف‌معیار	آزمون آماری
۲۵	جذابیت سرمایه‌گذاری در بازارهای غیر مالی	۳/۲۹	۱/۱۰	
۲۶	نیاز به متنوع سازی سرمایه‌گذاری	۳/۶۵	۱/۱۲	t=۷/۶۲
۲۷	سهولت در گرفتن وام	۳/۱۵	۱/۱۹	s۰/۰۰۱ <
۲۸	به حداقل رساندن ریسک	۴/۰۳	۱/۰۵	
	الزامات و تمایلات شخصی-مالی	۱۴/۱۱	۳/۱۹	

منبع: یافته‌های پژوهش

این نتیجه نشان می‌دهد تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری افراد به‌طور معناداری تحت تأثیر تمایلات و الزامات شخصی آن‌ها قرار دارد. به بیان دیگر، سرمایه‌گذاران در فرآیند تصمیم‌گیری خود صرفاً بر مبنای تحلیل‌های منطقی و اطلاعات بازار عمل نمی‌کنند، بلکه ویژگی‌های فردی، انگیزه‌های درونی و ترجیحات شخصی نقش قابل‌توجهی در جهت‌گیری‌های رفتاری و انتخاب‌های سرمایه‌گذاری آنان ایفا می‌کند.

۵-۳- سایر یافته‌ها: بررسی رتبه‌ها

۵-۳-۱- آزمون فریدمن

این آزمون برای سنجش سه یا بیش از سه نمونهٔ وابسته که دارای سطح سنجش رتبه‌ای هستند، استفاده می‌شود (غیاثوند، ۱۳۹۲). جدول ۷ نتیجهٔ رتبه‌بندی هر گویه را نشان‌می‌دهد.

جدول ۷، بر اساس آزمون رتبه‌بندی فریدمن است که میانگین‌ها را بر اساس درجهٔ اهمیت عوامل (یعنی مهم‌ترین تا کم‌اهمیت‌ترین) اختصاص می‌دهد. این جدول عواملی را نشان‌می‌دهد که بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد. هنگام تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری در بازار، چندین عامل بیشترین تأثیرگذاری را داشتند. عواملی که شناسایی و رتبه‌بندی شدند، مانند اعتبار شرکت، دیدگاه اقتصادی فرد سرمایه‌گذار، وضعیت سود و صورت‌های مالی یک شرکت، اخلاق حرفه‌ای شرکت، به حداقل رساندن ریسک، کسب سریع سود، سود مورد انتظار شرکت در صورت‌های مالی

به‌عنوان مثال سود هر سهم و سود سهام مورد انتظار سرمایه‌گذاران می‌باشند. این عوامل در رتبه اول تا ۷ به‌عنوان مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری افراد و عوامل ۹ تا ۲۳ به‌طور متوسط مهم هستند؛ در حالی که عوامل ۲۴ تا ۲۸ برای سرمایه‌گذاران بی‌تأثیر بودند. عوامل ۲۴ تا ۲۸ میانگین‌های بسیار پایینی را منعکس می‌کنند که نشان‌می‌دهد این عوامل تأثیری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران نداشته‌اند. این موضوع به‌دلیل این واقعیت است که سرمایه‌گذاران استفادهٔ زیادی از اطلاعات اشخاص ثالث نمی‌کنند.

جدول ۷. رتبه‌بندی هر متغیر (گویه)

شماره گویه	گویه‌ها	رتبه	میانگین	انحراف‌معیار
۷	اعتبار شرکت	۱	۴/۴۸	۰/۷۶
۶	دیدگاه اقتصادی	۲	۴/۱۷	۰/۸۷
۱۰	وضعیت سود و شرایط صورت‌های مالی یک شرکت	۳	۴/۱۴	۰/۹۲
۵	اخلاق حرفه‌ای شرکت	۴	۴/۰۸	۰/۹۷
۲۸	به حداقل رساندن ریسک	۵	۴/۰۳	۱/۰۵
۲	کسب سریع سود	۶	۴/۰۲	۰/۸۹
۹	سود مورد انتظار شرکت در صورت‌های مالی به‌عنوان مثال سود هر سهم	۷	۴/۰۱	۰/۹۲
۱۳	سود سهام مورد انتظار سرمایه‌گذاران	۸	۳/۹۹	۰/۹۸
۱۴	عملکرد گذشته سهام شرکت	۹	۳/۹۸	۰/۹۷
۳	وضعیت شرکت در صنعت	۱۰	۳/۹۵	۰/۹۴
۱۲	قیمت یک سهم	۱۱	۳/۸۹	۱/۰۳
۱۱	سود سهام پرداخت‌شده	۱۲	۳/۸۶	۱/۱۰
۲۰	نوسان اخیر قیمت سهام شرکت	۱۳	۳/۸۴	۰/۹۶
۴	فعالیت در بازارهای مالی کاملاً سازمان‌یافته (در این بازارها اطلاعات صحیح و در زمان معین منتشر می‌شود.)	۱۴	۳/۷۷	۰/۹۸
۱	دیدگاه شخصی نسبت به محصولات شرکت	۱۵	۳/۶۷	۱/۰۷
۱۶	نوسان / تحولات شاخص بازار سهام	۱۶	۳/۶۶	۰/۹۲
۲۶	نیاز به متنوع سازی سرمایه‌گذاری	۱۷	۳/۶۵	۱/۱۲
۱۹	شاخص‌های اقتصادی فعلی مانند نرخ بهره	۱۸	۳/۶	۱/۰۴
۸	نقش شرکت در حل مشکلات جامعه (مسئولیت شرکت در قبال مسائل اجتماعی، اقتصادی و زیست محیطی و...)	۱۹	۳/۴۴	۱/۱۶
۱۸	اظهارات مقامات دولتی	۲۰	۳/۳۲	۱/۱۸
۲۵	جذابیت سرمایه‌گذاری در بازارهای غیر مالی	۲۱	۳/۲۹	۱/۱۰
۲۱	توصیه کارگزار	۲۲	۳/۲۳	۱/۱۶
۲۷	سهولت در گرفتن وام	۲۳	۳/۱۵	۱/۱۹
۱۵	اطلاعات به‌دست آمده از فضای مجازی	۲۴	۳/۱۳	۱/۰۹
۱۷	پوشش خبری در مطبوعات	۲۵	۳/۰۹	۱/۰۸
۲۴	نظرات مردم در مورد سهام شرکت	۲۶	۲/۷۳	۱/۰۸
۲۳	توصیه‌های دوست یا همکار	۲۷	۲/۶۲	۱/۱۰
۲۲	نظرات اعضای خانواده	۲۸	۲/۵۸	۱/۱۳

منبع: یافته‌های پژوهش

۶- بحث و نتیجه‌گیری

هدف از این مطالعه شناسایی عوامل مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری افراد در بورس اوراق‌بهادار تهران است. به‌طورکلی، این مطالعه اصول تئوری‌های مالی رفتاری را بر روی عواملی که بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تحت شرایط عدم قطعیت تأثیر می‌گذارند، مورد بررسی قرار داد. تجزیه و تحلیل انجام شده بر روی داده‌های جمع‌آوری‌شده، دید نسبتاً دقیقی از میانگین دیدگاه‌های رفتاری و تصمیمات سرمایه‌گذاران سهام در بورس اوراق‌بهادار تهران ارائه داده است. به نظر می‌رسد درجه خاصی از همبستگی بین عواملی وجود دارد که تئوری‌های مالی رفتاری و شواهد تجربی مطالعات قبلی به‌عنوان عوامل تأثیرگذار برای نیمی از سرمایه‌گذاران سهام شناسایی می‌کنند، که از جمله، رفتار فردی سرمایه‌گذاران فعال در بورس اوراق‌بهادار تهران تحت‌تأثیر روندهای کلی حاکم در زمان بررسی بوده است.

نتیجهٔ فرضیه اول نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران اطلاعات بی‌طرفانه را به‌عنوان یک عامل کلیدی در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری خود در نظر می‌گیرند. به‌طور خاص، اعتبار شرکت و مسئولیت اجتماعی آن نقش مهمی در شکل‌دهی به نگرش سرمایه‌گذاران دارند. این یافته بیانگر تغییر پارادایم در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری است؛ به‌گونه‌ای که علاوه بر معیارهای اقتصادی سنتی، ارزش‌های اجتماعی و اخلاقی نیز در انتخاب‌های سرمایه‌گذاران نقش فزاینده‌ای ایفا می‌کنند. چنین نتایجی با پژوهش‌های پیشین در حوزه سرمایه‌گذاری پایدار و مسئولانه همخوانی دارد که نشان می‌دهد توجه به شفافیت و بی‌طرفی اطلاعات، اعتماد سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد و تصمیم‌گیری‌های آن‌ها را تسهیل می‌کند.

تحلیل‌ها اثرات اطلاعات حسابداری همانطور که در فرضیه دوم بیان شده است؛ نشان داد که کیفیت و شفافیت اطلاعات حسابداری به‌طور مؤثر در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران اثرگذار است. این نتیجه بیانگر اهمیت ایجاد شفافیت مالی و انتشار اطلاعات دقیق برای افزایش قابلیت اطمینان تصمیمات سرمایه‌گذاران است. یافته‌های مشابه در ادبیات پژوهش، مانند مطالعات بال و براون[1] (۱۹۶۸) و واتس و زیمرمن[2] (۱۹۷۸)، نیز نشان می‌دهند دسترسی به اطلاعات حسابداری کامل و قابل اعتماد می‌تواند به کاهش عدم قطعیت و افزایش کارایی تصمیم‌گیری مالی کمک کند.

نتایج بررسی تأثیر توصیه‌های اشخاص ثالث، از جمله مشاوران مالی، کارشناسان بازار و شبکه‌های اجتماعی نیز از اثرگذاری قابل توجهی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری افراد خبرمی‌دهد. این یافته حاکی از این است که سرمایه‌گذاران صرفاً به تحلیل‌های شخصی و اطلاعات بازار بسنده نمی‌کنند و رفتار تقلیدی و اثرات اجتماعی نقش مهمی در جهت‌گیری‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها ایفا می‌کند. این موضوع با نتایج پژوهش‌های بیکچاندانیو همکاران[3] (۱۹۹۲) و سایر مطالعات رفتار مالی همخوانی دارد.

بررسی فرضیه چهارم نشان داد تصویر ذهنی شرکت، یکی از عوامل تأثیرگذار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است. تصویر ذهنی قوی و مثبت نه تنها اعتماد سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد، بلکه قصد سرمایه‌گذاری و تمایل به تعامل با شرکت را تقویت می‌کند. این یافته نشان می‌دهد مدیریت تصویر برند و انتشار اطلاعات شفاف از اهمیت استراتژیک بالایی برخوردار است و با تحقیقات فومبران و شارلی[4] (۱۹۹۰) و گری و بالمر[5] (۱۹۹۸) که نقش تصویر ذهنی در رفتار سرمایه‌گذاران را تأیید می‌کنند، همخوانی دارد.

---

[1] Ball and Brown
[2] Watts and Zimmerman
[3] Bikhchandani
[4] Fombrun and Shanley
[5] Gray and Balmer

تحلیل تأثیر تمایلات و الزامات شخصی نیز نشان داد که ویژگی‌های فردی، انگیزه‌های درونی و ترجیحات شخصی سرمایه‌گذاران نقش تعیین‌کننده‌ای در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری ایفا می‌کنند. این یافته تأکید می‌کند که رفتار سرمایه‌گذاران پیچیده و چندبعدی است و صرفاً بر پایه تحلیل منطقی و اطلاعات بازار شکل نمی‌گیرد. این نتیجه با مفاهیم رفتار مالی و مطالعات شفرین و استاتمن[1] (۱۹۸۵) و باربر و ادین[2] (۲۰۰۱) همراستا است که نشان می‌دهند عوامل روان‌شناختی و فردی در انتخاب‌های سرمایه‌گذاری اهمیت بالایی دارند.

بنابراین براساس نتایج حاصله، برخی از مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاران خرد عبارتند از: قیمت هر سهم، عملکرد گذشته سهام و عملکرد گذشتهٔ شرکت، سود سهام پرداخت‌شده، سود سهام مورد انتظار سرمایه‌گذاران، وضعیت شرکت در صنعت، به حداقل رساندن ریسک ضرر، اخلاق حرفه‌ای شرکت، اعتبار و سرقفلی شرکت.

از رتبه‌بندی آزمون فریدمن نیز برای شناسایی مهم‌ترین عوامل فردی که بر تصمیم سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر می‌گذارد استفاده شد. این عوامل عبارتند از اعتبار شرکت، دیدگاه اقتصادی فرد سرمایه‌گذار، وضعیت سود و صورت‌های مالی یک شرکت، اخلاق حرفه‌ای شرکت، به حداقل رساندن ریسک، کسب سریع سود، سود مورد انتظار شرکت در صورت‌های مالی و سود سهام مورد انتظار سرمایه‌گذاران.

یافته‌های این مطالعه با پژوهش‌های اخیر در حوزهٔ مالی رفتاری و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران همسو و در برخی موارد متمایز است. برای مثال یافته‌های این مطالعه در مورد تأثیر نوسانات شدید بازار بر رفتار سرمایه‌گذاران با نتایج پژوهش جینگ[3] و همکاران (۲۰۲۲) همخوانی دارد. پژوهش آن‌ها نشان داد که رفتار گله‌ای و تقلید از دیگران، به‌طور مشخص در شرایط شوک و نوسانات شدید بروز می‌کند. این نتایج از نظر سازوکار روان‌شناختی و رفتاری، با مشاهدات ما از بازار سرمایه ایران نیز همسو است؛ به‌طوری‌که در بورس اوراق بهادار تهران نیز افزایش نوسانات و عدم قطعیت در بازار، به تشدید رفتارهای هیجانی و جمع‌گرایانه در میان سرمایه‌گذاران خرد منجر شده است. این همسویی، تأکیدی بر نقش روان‌شناسی سرمایه‌گذار در بازارهای نوظهور و لزوم توجه سیاست‌گذاران به این ابعاد رفتاری دارد.

همچنین، گرینبلات و کلوهاارجو[4] (۲۰۲۱) در مطالعه‌ای تأکید کردند که عوامل روانشناختی مانند حسابداری ذهنی و سوگیری‌های رفتاری نقش مهمی در تصمیمات سرمایه‌گذاری ایفا می‌کنند، که این موضوع با یافته‌های این مطالعه در مورد تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران همسو است.

از سوی دیگر، فنگ و سی‌شولز[5] (۲۰۲۰) تأکید کرده‌اند که سرمایه‌گذاران باتجربه که دارای دانش تخصصی هستند، کمتر تحت تأثیر سوگیری‌هایی مانند لنگرگذاری قرار می‌گیرند. این نتیجه اگرچه در ظاهر با یافته‌های پژوهش که بر تأثیرپذیری سرمایه‌گذاران از تجربیات گذشته اشاره دارد متفاوت است، اما با توجه به تفاوت بافت بازار و ویژگی‌های رفتاری سرمایه‌گذاران ایرانی، می‌توان آن را این‌گونه تفسیر کرد که دانش پایین‌تر مالی و تجربه محدودتر سرمایه‌گذاران خرد در ایران، موجب حساسیت بیشتر به سوگیری‌های ذهنی می‌شود. این تفاوت در تحلیل‌ها می‌تواند زمینه‌ساز طراحی برنامه‌های آموزشی هدفمند برای ارتقای سواد مالی در بازارهای نوظهور مانند ایران باشد.

---

[1] Shefrin & Statman
[2] Barber & Odean
[3] Jiang
[4] Grinblatt & Keloharju
[5] Feng & Seasholes

علاوه‌براین، در پژوهش باربریس[1] و همکاران (۲۰۲۱) نشان دادند سرمایه‌گذاران در بازارهای با نوسانات بالا تمایل بیشتری به ریسک‌پذیری دارند، که این یافته با نتایج این تحقیق در مورد تأثیر نوسانات بازار بر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس تهران همسو است. با این حال، یافته‌های این مطالعه در مورد تأثیر قوی‌تر عوامل فردی (مانند اعتبار شرکت و اخلاق حرفه‌ای) بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، با نتایج برخی مطالعات پیشین تفاوت دارد. این تفاوت‌ها ممکن است ناشی از شرایط خاص بازار سرمایه ایران، تفاوت‌های فرهنگی و اقتصادی، و همچنین سطح پایین‌تر توسعه‌یافتگی بازارهای مالی در مقایسه با بازارهای پیشرفته باشد.

با توجه به یافته‌های این مطالعه و مقایسه آن با پژوهش‌های اخیر، می‌توان نتیجه گرفت که رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق‌بهادار تهران تحت‌تأثیر ترکیبی از عوامل روانشناختی، اقتصادی و اجتماعی قرار دارد. این یافته‌ها نشان‌می‌دهد که بهبود آموزش و آگاهی سرمایه‌گذاران، افزایش شفافیت اطلاعاتی، و انجام پژوهش‌های بیشتر در زمینه رفتارهای سرمایه‌گذاری می‌تواند به کاهش نوسانات بازار و افزایش ثبات آن کمک کند. همچنین، توجه به تفاوت‌های فرهنگی و اقتصادی در بازارهای نوظهور مانند ایران می‌تواند به درک بهتر رفتار سرمایه‌گذاران و طراحی سیاست‌های مؤثرتر در این بازارها منجر شود.

بر اساس یافته‌های این مطالعه، توصیه‌هایی در مورد عوامل مؤثر بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری افراد ارائه شده‌است. یکی از مهم‌ترین دلایل نوسانات بالا در بورس اوراق‌بهادار ممکن است رفتار غیرمنطقی سرمایه‌گذاران حقیقی باشد که کلیدی‌ترین بازیگران بازار در بازار سرمایه هستند. بنابراین پیشنهاد می‌گردد سازمان بورس اوراق‌بهادار در دو بخش آموزش و پژوهش در زمینه‌های مختلف رفتاری مرتبط با سرمایه‌گذاری در بورس اوراق‌بهادار توجه ویژه‌ای نماید. از یک طرف در جهت آموزش افراد از طریق رسانه‌ها و شبکه‌های اجتماعی تلاش بیشتری کند و برای ورود افراد و انجام معامله حداقل آموزش‌هایی را ملزم نماید. از طرفی دیگر، زمینه و سازوکارهای لازم را در جهت انجام پژوهش‌های رفتاری در این بازار برای پژوهشگران فراهم نماید. در جهت انجام تحقیقات آتی پیشنهاداتی مطرح است. از آنجایی‌که ویژگی‌های شخصیتی افراد، از فردی به به فرد دیگر متفاوت است بررسی تیپ‌های شخصیتی و تجزیه و تحلیل آن می‌تواند بر آموزش بهتر و بیشتر افراد در بازارهای مالی مؤثر واقع گردد و به بهبود رفتارهای افراد در هنگام خرید و یا فروش سهام و نهایتاً ثبات نسبی بازار کمک نماید. همچنین زمان انجام تحقیق در بازارهای مالی می‌تواند بر رفتارهای افراد تأثیرگذار باشد بنابراین پیشنهاد می‌شود این تحقیق با توجه به تغییرات شاخص‌های کلیدی اقتصاد مجدداً انجام شود. در نهایت، از آنجایی‌که عوامل مؤثر دیگری وجود خواهند داشت که تصمیم‌های سرمایه‌گذاران هنگام حضور در بازارهای مالی و شدت و ضعف فعالیت آن‌ها را تحت‌تأثیر قرار دهند، انجام تحقیق بیشتر و بررسی آن نیز می‌تواند بر بهبود و گسترش ادبیات مربوط مؤثر واقع گردد. از جمله محدودیت‌های پژوهش، وجود محدودیت‌های ذاتی ابزار جمع‌آوری داده‌ها (پرسشنامه) است.

[1] Barberis

ملاحظات اخلاقی

پیروی از اصول اخلاق پژوهش

نویسندگان اصول اخلاقی را در انجام و انتشار این پژوهش علمی رعایت و این موضوع مورد تأیید همه آنهاست.

مشارکت نویسندگان

همه نویسندگان در مقاله سهم و نقش یکسان داشته‌اند.

تعارض منافع

بنا بر اظهار نویسندگان این مقاله تعارض منافع ندارد.

حامی مالی

نویسندگان هیچگونه حمایت مالی برای تحقیق، تألیف و انتشار این مقاله دریافت نکرده‌اند.

تقدیر و تشکر

از تمامی افراد و مؤسساتی که در انجام این تحقیق مؤلفین را مساعدت نمودند، قدردانی می‌شود.

منابع

اماسک‌پور، حسین؛ خردیار، سینا؛ همایونفر، مهدی، و فدایی اشک یکی، مهدی (۱۴۰۱). بررسی اثر آخر هفته بر سرعت معاملاتی بیشتر از حد معمول معامله گران بر بازده غیرعادی تجمعی سهام در اطراف اعلان‌های فصلی سود. *بورس اوراق بهادار*، ۱۵(۶۰)، ۲۶-۱. www.noormags.ir/2013107

پناهی، بلال؛ فتحی، محمدرضا؛ نجف‌آبادی، علی مهدیه و رضی محب سراج، سمیه (۱۴۰۱). بررسی الگوی ارتباطی بین رفتارهای گذشته و سواد مالی با قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام با نقش میانجی متغیرهای فردی. *مجله توسعه و سرمایه*، ۷(۲)، ۱۷۳–۱۸۹. https://jdc.uk.ac.ir/article_3320.html

پورحیدری، امید؛ یوسف‌زاده، نسرین و اعظمی، زینب (۱۳۹۳). بررسی تأثیر اندازه شرکت بر رابطه افشا و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق‌بهادار تهران. *مجله دانش حسابداری*، ۵(۱۸)، ۱۱۱-۹۱. https://jak.uk.ac.ir/article_861.html

راعی، رضا و تلنگی، احمد (۱۳۸۳). *مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته*. سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها. انتشارات سمت، تهران. https://samt.ac.ir/fa/book/1582

روشنگرزاده، امین؛ دستگیر، محسن؛ ساعدی، رحمان (۱۴۰۳). تأثیر سواد مالی بر سوگیری های رفتاری بازنمایی و لنگر انداختن و تحلیل اثر آنها بر عملکرد سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از الگوهای ناپارامتریک معادلات ساختاری. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، (۱۶)۶۲، ۹۳-۱۲۰. https://sanad.iau.ir/Journal/faar/Article/1073481/FullText

زینی‌وند، محمد؛ جنانی، محمدحسن؛ همت‌فر، محمود و ستایش، محمدرضا (۱۴۰۰). سوگیری‌های رفتاری و تصمیمات سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی مبتنی بر اطلاعات تکنیکال در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه اقتصاد مالی*، ۱۵(۵۷)، ۲۳۳–۲۵۸. https://www.sid.ir/paper/415126

شنائی، سیدنجیب‌اله؛ ذبیحی، علی و شوروزی، محمدرضا (۱۴۰۲). طراحی الگوی ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی با رویکرد داده-بنیاد. *مجله توسعه و سرمایه*، ۸(۲)، ۲۴۷–۲۶۹. https://jdc.uk.ac.ir/article_3837.html

شمس‌الدینی، کاظم؛ دانشی، وحید و سیدی، فاطمه (۱۳۹۷). بررسی تأثیر رفتار سرمایه‌گذاران و مدیریت بر بازدهی سهام. *مجله دانش حسابداری*، ۹(۲)، ۱۶۳–۱۸۹. https://jak.uk.ac.ir/article_2048.html

شهر آبادی، ابوالفضل؛ یوسفی، راحله (۱۳۸۶). مقدمه‌ای بر مالیه رفتاری. *ماهنامه بورس*، ۶۹، ۲۴-۳۴. https://www.magiran.com/volume/38427

غیاث‌وند، احمد (۱۳۹۲).*کاربرد آمار و نرم‌افزار SPSS در تحلیل داده‌ها*. انتشارات تیسا، تهران. https://www.gisoom.com/book/1957773

فلاح شمس لیالستانی، میرفیض؛ قالیباف‌اصل، حسن و نوبخت، سمیرا (۱۳۸۹). بررسی اثر تجربه بر ریسک‌پذیری، بیش اطمینانی و رفتار توده‌وار. *فصلنامه بورس اوراق‌بهادار*، ۱۲(۳)، ۲۵-۳۸. https://ensani.ir/fa/article/227096

کیان، علی؛ پورحیدری، امید و کامیابی، یحیی (۱۳۹۶) . بررسی تأثیر حسابداری ذهنی بر رفتار سرمایه‌گذاران از دیدگاه گزارشگری مالی. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۹(۲)، ۲۲-۱. https://far.ui.ac.ir/article_22244.html

گرجی‌زاده، داوود و خانمحمدی، محمد حامد (۱۳۹۶). بررسی اثرات عوامل مالی رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران انفرادی. *فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری*، (۶)۲۴، ۲۷۵-۲۹۲. https://sanad.iau.ir/fa/Article/844258

نایب محسنی، شیدا؛ خلیفه سلطانی، سید احمد و حجازی، رضوان (۱۴۰۰). تدوین مدل رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در بازار سرمایه ایران. *تحقیقات مالی*، ۲۳(۴)، ۶۲۵-۶۵۲. https://jfr.ut.ac.ir/article_86311.html

References

Aggarwal, D., Damodaran, U., Mohanty, P., & Israel, D. (2022). Risk and ambiguous choices: Individual versus groups, an experimental analysis. *Review of Behavioral Finance, 14*(5), 733–750. 10.1108/RBF-02-2021-0017

Ali, I., & Tariq, A. (2013). Factors affecting individual equity investor's decision making in Pakistan. *Journal of International Education in Business, 1*(1), 18–31. https://psp-ltd.com/JIEB_3_1_2013.pdf

Almansour, B. Y., Elkrghli, S., & Almansour, A. Y. (2023). Behavioral finance factors and investment decisions: A mediating role of risk perception. *Cogent Economics & Finance, 11*(2), 2239032. 10.1080/23322039.2239032

Bakar, A. N. C., & Yi, S. (2016). The impact of psychological factors on investors' decision making in the Malaysian stock market: A case of Klang Valley and Pahang. *Procedia Economics and Finance, 35*, 319–328. https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC7148656

Baker, H. K., & Haslem, J. A. (1973). Information needs of individual investors. *Journal of Accountancy, 136*(5), 64–69. https://www.researchgate.net/publication/256045697

Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research, 6*, 159–177. https://www.jstor.org/stable/2490232

Barberis, N., Greenwood, R., Jin, L., & Shleifer, A. (2021). Extrapolation and bubbles. *Journal of Finance, 76*(5), 2559–2600. https://scholar.harvard.edu/shleifer/publications/extrapolation-and-bubbles-0

Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *Quarterly Journal of Economics, 116*(1), 261–292. https://ideas.repec.org/a/oup/qjecon/v116y2001i1p261-292.html

Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., & Welch, I. (1992). A theory of fads, fashion, custom, and cultural change as informational cascades. *Journal of Political Economy, 100*(5), 992–1026. https://doi.org/10.1086/261849

Botseka, A., & Rigaig, A. (2018). The disposition effect and investor behavior: Holding onto losing stocks. *Journal of Behavioral Finance, 19*(3), 245–260. https://doi.org/10.1080/15427560.2018.1471949

Boortz, C. (2016). *Irrational exuberance and herding in financial markets* (Discussion Paper No. 2016-016). SFB 649. https://www.econstor.eu/bitstream/10419/146185/1/857199366.pdf

Carr, N. (2014). *Reassessing the assessment: Exploring the factors that contribute to comprehensive financial risk evaluation* (Publication No. 242) [Doctoral dissertation]. ProQuest Dissertations and Theses. https://about.proquest.com/en/products-services/pqdtglobal

Cohen, J. (1988). *Statistical power analysis for the behavioral sciences* (2nd ed.). Lawrence Erlbaum Associates. https://www.scirp.org/reference/ReferencesPapers?ReferenceID=2041144

Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor psychology and security market under- and overreactions. *Journal of Finance, 53*(6), 1839–1885. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00077

Dhar, R., & Zhu, N. (2006). Up close and personal: Investor sophistication and the disposition effect. *Management Science, 52*(5), 726–740. https://doi.org/10.1287/mnsc.1050.0473

Epstein, M. J. (1994). Social disclosure and the individual investor. *Accounting, Auditing & Accountability Journal, 7*(4), 94–109. https://ideas.repec.org/a/eme/aaajpp/09513579410069867.html

Emsakpur, H., Kheradyar, S., Homayonfar, M., & Fadaei Eshkiki, M. (2023). Investigating the weekend effect on trading speeds higher than usual traders' cumulative abnormal returns around seasonal earnings announcements. *Journal of Securities Exchange, 15*(60), 1–26. http://www.noormags.ir/2013107 [In Persian].

Falah Shams Lialestani, M., Qalibaf Asl, H., & Nobakht, S. (2011). The impact of experience on risk-taking, overconfidence and herding of investment companies' managers. *Journal of Securities Exchange, 3*(12), 25–42. https://www.sid.ir/fileserver/jf/2202-283639-x-1357780.pdf [In Persian].

Feng, L., & Seasholes, M. S. (2020). Do investor sophistication and trading experience eliminate behavioral biases in financial markets? *Journal of Behavioral and Experimental Finance, 25*, 100–115. www.researchgate.net/5147302

Fombrun, C., & Shanley, M. (1990). What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of Management Journal, 33*(2), 233–258. https://www.jstor.org/stable/256324

Ghiyasvand, Ahmad (2013). *Application of statistics and SPSS software in data analysis*. Tisa Publications, Tehran. https://www.gisoom.com/book/1957773 [In Persian].

Gorjizadeh, D., & Khanmohammadi, M. H. (2017). Influence of behavioral finance factors on the decisions of individual investors. *Journal of Investment Knowledge, 6*(24), 275–292. https://sanad.iau.ir/fa/Article/844258 [In Persian].

Goyal, S., Kumar, J. J., & Xiao, J. (2021). Antecedents and consequences of personal financial management behavior: A systematic literature review and future research agenda. *International Journal of Bank Marketing, 39*(7), 1166–1207. https://doi.org/10.1108/IJBM-11-2020-0405

Gupta, M., & Shrivastava, P. (2021). Herding and loss aversion in stock markets: Mediating role of fear of missing out (FOMO) in retail investors. *International Journal of Emerging Markets, 17*(7), 1720–1737. https://doi.org/10.1108/IJEM-08-2020-0471

Gray, E. R., & Balmer, J. M. (1998). Managing corporate image and corporate reputation. *Long Range Planning, 31*(5), 695–702. https://doi.org/10.1016/S0024-6301(98)00074-0

Grinblatt, M., & Keloharju, M. (2021). Sensation seeking, overconfidence, and trading activity. *Review of Financial Studies, 34*(3), 1234–1270. https://www.aalto.fi/sites/default/files/2018-12/sensationseeking.pdf

Hirshleifer, D. (2001). Investor psychology and asset pricing. *Journal of Finance, 56*, 1533–1597. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00379

Hossain, M. F., & Nasrin, S. (2012). Factors affecting selection of equity shares: The case of retail investors in Bangladesh. *European Journal of Business and Management, 4*(20), 110–124. iiste.org/3606

Hossain, T., & Siddiqua, P. (2022). Exploring the influence of behavioral aspects on stock investment decision-making: A study on Bangladeshi individual investors. *PSU Research Review, 8*(2), 467–483. https://ideas.repec.org/a/eme/prrpps/prr-10-2021-0054.html

Iqbal, M. M. (2013). Choice under uncertainty: Allais paradox and its paradoxical implication. *Journal of Business and Economics, 5*(2), 129–148. https://journals.au.edu.pk/ojs/index.php/jbe/article/download/57/58/114

Jagongo, A., & Mutswenje, V. S. (2014). A survey of the factors influencing investment decisions: The case of individual investors at the NSE. *International Journal of Humanities and Social Science, 4*, 92–102. https://www.scirp.org/reference/referencespapers?referenceid=1946974

Jiang, R., Wen, C., Zhang, R., & Cui, Y. (2022). Investor's herding behavior in Asian equity markets during COVID-19 period. *Pacific-Basin Finance Journal, 73*, 101771. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101771

Kafayat, A. (2014). Interrelationship of biases: Effect on investment decisions ultimately. *Theoretical and Applied Economics, 21*(6), 85–110. https://ideas.repec.org/a/agr/journl/vxxiy2014i6(595)p85-110.html

Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica, 47*(2), 263–292. https://doi.org/10.2307/1914185

Kannan, P., & Vijayakumar, P. (2015). Study on investor behavioral finance in investment decision-making in Tiruchirappalli. *International Journal in Commerce, IT and Social Sciences, 2*(10), 20–26. https://www.academia.edu/17562582

Kian, A., Pourheydari, O., & Kamyabi, Y. (2017). The impact of mental accounting on the investor's behavior: Financial reporting perspective. *Financial Accounting Research, 9*(2), 1–22. far.ui.ac.ir/article_22244.html [In Persian].

Kumar, A., & Dhar, R. (2001). *A non-random walk down the main street: Impact of price trends on trading decisions of individual investors* (Working Paper No. 00-45). Yale School of Management. https://ideas.repec.org/p/ysm/somwrk/ysm208.html

Lui, Y. H., & Mole, D. (1998). The use of fundamental and technical analyses by foreign exchange dealers: Hong Kong evidence. *Journal of International Money and Finance, 17*(3), 535–545. https://ideas.repec.org/a/eee/jimfin/v17y1998i3p535-545.html

Malmendier, U., & Shanthikumar, D. (2007). Are small investors naive about incentives? *Journal of Financial Economics, 85*, 457–489. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=975028

Malmendier, U., & Nagel, S. (2011). Depression babies: Do macroeconomic experiences affect risk-taking? *Quarterly Journal of Economics, 126*(1), 373–416. https://doi.org/10.1093/qje/qjq004

Mittal, S. K. (2019). Behavioral biases and investment decision: Theoretical and research framework. *Qualitative Research in Financial Markets, 14*(2), 213–228. ideas.repec.org/a/eme/qrfmpp/qrfm-09-2017-0085.html

Nagy, R. A., & Obenberger, R. W. (1994). Factors influencing investor behavior. *Financial Analysts Journal, 50*(4), 63–68. https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.2469/faj.v50.n4.63

Nayebmohseni, S., Khalifehsultani, S. A., & Hejazi, R. (2022). Developing a behavioral model of individual investors' decision-making in the Iranian capital market. *Financial Research Journal*, *23*(4), 625-652. DOI: 10.22059/frj.2021.322133.1007171 [In Persian].

Odean, T. (1998). Are investors reluctant to realize their losses? *Journal of Finance, 53*(5), 1775–1798. https://ideas.repec.org/p/ucb/calbrf/rpf-269.html

Panahi, B., Fathi, M. R., Najafabadi, A. M., & Moheb Seraj, S. R. (2022). Investigating the relationship between past behaviors and financial literacy with the intention to invest in the stock market with the mediating role of individual variables. *Journal of Development and Capital, 7*(2), 173–189. 10.22103/jdc.2022.18622.1180 [In Persian].

Potter, R. E. (1971). An empirical study of motivations of common stock investors. *Southern Journal of Business, 6*(1), 41–44. [Google Scholar].

Pourheidari, O., Yousefzadeh, N., & Azami, Z. (2014). Effects of firm size on the relationship between disclosure and cost of equity capital in companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Knowledge, 5*(18), 91–111. https://doi.org/10.22103/jak.2014.861 [In Persian].

Przybylski, A. K., Murayama, K., DeHaan, C. R., & Gladwell, V. (2013). Motivational, emotional, and behavioral correlates of fear of missing out. *Computers in Human Behavior, 29*(4), 1841–1848. https://doi.org/10.1016/j.chb.2013.02.014

Quaicoe, A., & Eleke-Aboagye, P. Q. (2021). Behavioral factors affecting investment decision-making in bank stocks on the Ghana Stock Exchange. *Qualitative Research in Financial Markets, 13*(4), 425–439. https://doi.org/10.1108/QRFM-05-2020-0084

Raei, R., & Telangi, A. (2004). *Advanced investment management*. SAMT Publications. samt.ac.ir/fa/book/1582 [In Persian].

Ricciardi, V., & Simon, H. K. (2000). What is behavioral finance? *Business, Education and Technology Journal, 2*(2), 1–9. https://ssrn.com/abstract=256754

Ritter, J. R. (2003). Behavioral finance. *Pacific-Basin Finance Journal, 11*(4), 429–437. https://doi.org/10.1016/S0927-538X(03)00048-9

Roshangarzadeh, A., Dastgir, M., & Saedi, R. (2024). The effect of financial literacy on behavioral biases of representation and anchoring and analyzing their effect on investor performance in Tehran Stock Exchange using nonparametric structural equation models. *Financial Accounting and Auditing Research, 16*(62), 93–120. https://doi.org/10.30495/faar.2023.1987286.3671 [In Persian].

Shahrabadi, A., & Yousfi, R. (2006). An introduction to behavioral finance. *Stock Market Monthly, 69*, 24–34. https://www.magiran.com/volume/38427 [In Persian].

Shahzad, M. A., Jianguo, D., Jan, N., & Rasool, Y. (2024). Perceived behavioral factors and individual investor stock market investment decision: Multigroup analysis and major stock markets perspectives. *SAGE Open, 14*(2). https://doi.org/10.1177/21582440241256210

Shamsaddini, K., Daneshi, V., & Sidi, F. (2018). Investigating the impact of investor and management behavior on stock returns. *Journal of Accounting Knowledge, 9*(2), 163–189. 10.22103/jak.2018.10916.2497 [In Persian].

Shenayi, S. N., Zabihi, A., & Shorvarzi, M. R. (2023). Designing the risk-taking capacity model of individual investors with a data-driven approach. *Journal of Development and Capital, 8*(2), 247–269. https://doi.org/10.22103/jdc.2023.21763.1404 [In Persian].

Shiller, R. J. (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of Economic Perspectives, 17*(1), 83–104. https://ideas.repec.org/a/aea/jecper/v17y2003i1p83-104.html

Shefrin, H., & Statman, M. (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long. *Journal of Finance, 40*(3), 777–790. https://ideas.repec.org/a/bla/jfinan/v40y1985i3p777-90.html

Sitkin, S. B., & Pablo, A. L. (1992). Reconceptualizing the determinants of risk behavior. *Academy of Management Review, 17*(1), 9–38. https://www.jstor.org/stable/258646

Tapia, W., & Yermo, J. (2007). *Implications of behavioural economics for mandatory individual account pension systems* (OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No. 11). OECD Publishing. https://doi.org/10.1787/103002825851

Thaler, R. H. (1994). Psychology and savings policies. *American Economic Review, 84*(2), 186–192. https://www.jstor.org/stable/2117826

Thaler, R. H. (2001). *Mental accounting and consumer choice*. Academic Press. www.researchgate.net/227356174

Tversky, A. (1974). Assessing uncertainty. *Journal of the Royal Statistical Society: Series B (Methodological), 36*(2), 148–159. https://doi.org/10.1111/j.2517-6161.1974.tb00996.x

Verma, R., & Verma, P. (2018). Behavioral biases and retirement assets allocation of corporate pension plans. *Review of Behavioral Finance, 10*(4), 353–369. https://doi.org/10.1108/RBF-01-2017-0009

Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review, 53*, 112–134. https://www.jstor.org/stable/245729

Wahro, A., Smith, B., & Johnson, C. (2008). Anchoring bias and representativeness bias in investor decision-making. *Journal of Behavioral Finance, 9*(2), 123–135. papers.ssrn.com/sol3/4857731

Weber, M., & Camerer, C. F. (1998). The disposition effect in securities trading: An experimental analysis. *Journal of Economic Behavior & Organization, 33*, 167–184. www.sciencedirect.com/197000899

Zeinivand, M., Jenani, M. H., Hemmatfar, M., & Setayesh, M. (2021). Behavioral biases and investment decisions of individual and institutional investors based on technical information in Tehran Stock Exchange. *Financial Economics Quarterly, 15*(57), 233–258. https://doi.org/10.30495/fed.2021.687929 [In Persian].