فصلنامه علمی اقتصاد و بانکداری اسلامی، شماره پنجاه و سوم، زمستان ۱۴۰۴- صفحات ۱۴۰-۱۱۷

مدلسازی رابطه بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر ابعاد سوگیری شناختی

نوع مقاله: پژوهشی

توحید اکبرزاده[۱]
مهدی زینالی[۲]
یعقوب پورکریم[۳]
یونس بادآورنهندی[۴]

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۱/۸ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۲/۲۱

چکیده

بازارهای سرمایه نقش مهمی در اقتصاد دارند، زیرا وجوه نقد افرادی که توان استفاده از وجوه خود را ندارند، به کسانی که این توانایی را دارند، هدایت می‌کنند. طبیعتا عملکرد خوب این بازارها عامل کلیدی در تامین رشد اقتصادی خواهد بود، لذا اگر بازارهای سرمایه کارآ باشند، توسعه اقتصادی تحقق می‌یابد. از سوی دیگر بدلیل تصمیم گیری غیرمنطقی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه خطاهای سیستماتیک رخ داده و همین مساله موجب عدم کارآیی بازار می‌شود. هدف این مقاله بررسی نقش بی قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه کشور بوده است. در این مطالعه از یک رویکرد داده بنیاد و اطلاعات آماری گردآوری شده از خبرگان حوزه مالی و اقتصادی در سال ۱۴۰۲ استفاده گردید. نتایج بدست آمده از این مطالعه بیانگر این بود که نقش مولفه‌های اقتصادی و مالی، مکانیسم بازار و کارکردهای اجرایی، کارکردهای نهادها و مولفه های مالی و حسابداری و شاخص استراتژی های مدیریتی و قانونی در بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران به ترتیب برابر با ۰/۷۲، ۰/۵۵، ۰/۶۹ و ۰/۶۵ بوده است. نتایج بدست آمده از این مطالعه بیانگر این بود که معیارهای توانایی شناختی و قدرت تصمیم‌گیری خبرگان سبدگردانان تاثیر مثبت و معنی داری بر بازدهی سرمایه گذاری داشته است. اما معیارهای وارد شده برای سوگیری رفتاری از قبیل سوگیری نماگری و دیرپذیری منجر به اثرگذاری منفی بر بازدهی سرمایه گذاری شده است.

---

[۱] دانشجوی دکتری مهندسی مالی، گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران
tohid.ailakbarzadeh@gmail.com

[۲] استادیار، گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران (نویسنده مسئول)
Zeynali@iau.ir

[۳] استادیار، گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران 1380296978@iau.ir

[۴] دانشیار، گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران badavarnahandi@iaut.ac.ir

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

کلیدواژه: مالی، رفتاری، بی قاعدگی، بازار سرمایه، سرمایه‌گذاری، نظریه داده بنیاد.
طبقه بندی JEL: C33, O10, K55, S10

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

مقدمه

در طی دهه‌های اخیر، حوزه مالی وارد دوران فکری جدیدی شده و برخی مفروضات منطقی بودن سرمایه‌گذاران را به چالش کشانده است و موجب تقویت این موضوع شده است که قیمتها بیشتر توسط نگرش‌ها و عوامل روانی تعیین می‌شوند، بنابراین مطالعه روانشناسی بازار اهمیت بیشتری پیدا کرد و مطالعات زیادی به این مقوله پرداختند که پیشگام آنها آورده شده است. سلدن (۱۹۱۲) معتقد بود قیمت سهام در بازار تحت تاثیر نگرش‌های ذهنی سرمایه گذاران قرار می گیرد. پیرو آن، فستینگر (۱۹۵۶) روانشناس آمریکایی؛ مفهوم جدیدی را در نظریه روانشناسی اجتماعی با عنوان؛ نظریه ناهماهنگی شناختی ارائه کرد. پرات (۱۹۶۴) توابع مطلوبیت ریسک گریزی را برای اولین بار در حوزه بازارهای مالی بیان کرد. در ادامه کانمن و تورسکی (۱۹۷۶) با ارائه تئوری معروف چشم انداز، مبنای معرفی انواع سوگیری های شناختی سرمایه گذاران در بازار سرمایه را، پایه‌گذاری نمودند. سپس شیلر (۱۹۸۱) نشان داد که نوسانات قیمت سهام، بیش از حد تحت تاثیر اطلاعات جدید قرار می‌گیرد.

سوگیری شناختی هر نوع خطایی است که در نتیجه تجزیه و تحلیل یک تصمیم امکان رخ دادن آن بوده و ناشی از ضعف در استدلال و اطلاعات است و با آموزش و مشاوره قابل مدیریت کردن میباشد. از سوی دیگر، دانش مالی، توانایی قضاوت آگاهانه و تصمیمگیریهای موثر در مورد استفاده و مدیریت پول را گویند (پمپین، ۲۰۱۲ ؛ کیهیان، ۲۰۱۲). به این نوع سوگیری، سوگیری مبتنی بر باورها نیز میگویند (بودایی، ۲۰۱۱). سوگیری شناختی، در فرآیند شناخت انسان اثر نامطلوب گذاشته و شناخت را دچار خدشه می کند. آشنایی سرمایهگذاران با این سوگیریها، در هنگام قضاوت برای سرمایهگذاران، به آنها کمک می کند که در دام این سوگیریها قرار نگرفته و دچار عدم تقارن اطلاعاتی در تصمیمگیریهای نشوند (ایبرت، ۲۰۱۵).

خطای دسترس پذیری[1]، اساس سوءگیری شناختی است که توضیح می‌دهد چگونه یک شخص تجربیاتی که بر آنها غلبه کرده را به صورت برجسته‌تری از عواملی که آنها را قادر ساخته است تا به موقعیت فعلی برسد به خاطر می‌آورد (داویدای و گیلوویچ، ۲۰۱۶). این یک احساس معنادار در افراد ایجاد می‌کند که آنها مجبور شده‌اند بیش از همسالان خود برای رسیدن به جایی که هستن بر آنها غلبه کنند، این مسئله فرد را در داستان خودش ضعیف می‌کند. علاوه براین، این بخشِ مهمی از عواملی را تشکیل می‌دهد که برعملکرد خود رتبه بندی تاثیر می‌گذارند. سایر سوءگیری‌هایی که بر عملکرد خود رتبه بندی تاثیر می‌گذارند سوءگیری خودمحور[2] (راس و سیکولی[3]، ۱۹۷۹)، سوءگیری

1 Availability Heuristic
2 egocentric bias
3 Ross and Sicoly

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

ادراکی[1] (آگانز و شافر[2]، ۱۹۹۴) و سوءگیری خوش بینانه[3] (لوالو و کاهنیمان، ۲۰۰۳) هستند. عملکرد خود رتبه بندی کاذب و اطمینان بیش از حد می‌تواند باعث شود افراد ارزش بیش از حدی برای مشارکتشان در تیم‌ها قائل شوند (شرودر، کاریوسو و اپلی[4]، ۲۰۱۶) و مجموعه مهارت‌هایشان را در مقایسه با دیگران بیش از حد ارزیابی کنند (گیونتر و آلیک[5] ۲۰۱۰).

درک ریسک ضرورتاً با میزان ریسکی که افراد خواهند کرد و گرایش به ریسکشان یکی نیست. کاهنیمان و تیورسکی (۱۹۷۹) از طریق نظریه چشم انداز توضیح دادند که افراد تمایل دارند موقع رویارویی با درآمدها، ریسک گریز و در رویارویی با ضرر و زیان ریسک پذیر باشند. این تفاوت در درک ریسک منجر به یک نسبت ضرر گریزی می‌شود که افراد برای پذیرش یک پیشنهاد پرریسک معین، بین ۱,۵ و ۲,۵ سود در مقابل ضرر نیاز دارند (نویمسکی و کاهنیمان، ۲۰۰۵). سه سازه سوءگیری رفتاری (داویدای و گیلوویچ، ۲۰۱۶)، عملکرد خود رتبه بندی (ویلیامز و گیلوویچ، ۲۰۰۸) و گرایش شخصی به ریسک (کاهنیمان و تیورسکی، ۱۹۷۹)- به صورت مستقل و در برخی موارد (نظیر رابطه پنهان بین سوءگیری رفتاری و عملکرد خود رتبه‌بندی و اطمینان بیش از حد درک ریسک) به صورت غیرمستقیمی با هم مورد مطالعه قرار گرفته‌اند (داویدای و گیلوویچ، ۲۰۱۶؛ کاهنیمان و لوالو، ۱۹۹۳). بی قاعدگی در تئوری بازار کارا توسط فاما (۲۰۰۲) بیان شده که به دو قسمت بی‌قاعدگی‌های تقویمی و بی‌قاعدگی‌های غیرتقویمی تقسیم بندی می‌شوند. این بی‌قاعدگی‌هایی که فرضیه بازار کارا را زیر سوال برده و نمی توان آنها را غالب بی‌نظمی‌های فصلی طبقه بندی کرد، به بی‌قاعدگی‌های غیر تقویمی مشهورند. در این بی‌قاعدگی‌ها عامل زمان بر هم زننده فرضیه بازار کارا نسیت، بلکه عوامل محتوایی بازار اینگونه پدیده‌های ناهماهنگ را تشکیل می هد. این بی‌قاعدگی‌ها شامل؛ اثر تجزیه سهم، اثر بازده سود سهام، سود نقدی هر سهم، اثر سودهای شگفت آور، اثر سهام با قیمت پایین، اثر معاملات محرمانه، اثر تاخیر در ارائه گزارش سودآوری، اثر عرضه اولیه اوراق، اثر واکنش بیش از حد بازار، اثر واکنش کمتر از حد بازار، اثر شاخص، اثر شرکت از قلم افتاده، اثر قیمت پس از انتشار اعلامیه سود و اثر بازگشت به میانگین طی دوره بلندمدت هستند.

این پژوهش به بررسی حقایقی می‌پردازد که بر فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مؤثر هستند. پژوهشگران متعددی تلاش کردند تا رابطه بین این مؤلفه‌های مؤثر و تأثیرگذار را بررسی کرده و طبقه‌بندی کنند و به‌نوبه خود عملکرد آن‌ها را نیز ارزیابی کنند. سهام از بهترین جایگاه شناخته‌شده در شرکت‌ها به شمار می‌رود که سرمایه شرکت در قالب آن رشد می‌کند. سرمایه‌گذاری‌های فردی

1 hindsight bias
2 Agans and Shaffer
3 optimism bias
4 Schroeder, Caruso, and Epley
5 Guenther and Alicke

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

در سهام ازجمله دلایلی است که آن‌ها می‌خواهند از این طریق سرمایه، نرخ سود و سودمندی و منفعت خویش را افزایش داده و در نقطه مقابل خطر در سرمایه‌گذاری سهام خود را کاهش دهند. همچنین، دلایل دیگری وجود دارد که افراد به‌موجب آن ترجیح می‌دهند در حوزه‌های مختلف دیگری سرمایه‌گذاری کرده که از نقدینگی بالایی برخوردارند.

با توجه به اینکه در داخل کشور هیچ پژوهشی در زمینه الگوی پیشنهادی عوامل موثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران با تأکید بر بی‌قاعدگی‌های بازار سرمایه ایران انجام نگریده است، لذا، این پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که چه الگویی برای تصمیم گیری سرمایه‌گذاران با تأکید بر بی-قاعدگی‌های بازار سرمایه ایران مناسب است؟

۱. مبانی نظری

سوگیری شناختی، به آن دسته از برداشت که یک فرد اطلاق می شود که در فرآیند شناخت وی اثر نامطلوب می‌گذارد، شناخت وی را دچار خدشه میکند و تصمیم‌گیری او را در معرض خطرا قرار می‌دهد (بودایی، ۲۰۱۱ پمپین، ۲۰۱۶). رفتارهای غیرعقلایی در واقع رفتارهای شهودی یا غیرمنطقی افراد در تصمیم‌گیری‌ها است. هر گاه افراد توانایی در مدیریت سوگیری شناختی نداشته باشند، رفتارهای غیرعقلایی بروز خواهد کرد.

عمده‌ترین سوگیری‌های شناختی عبارتند از اعتماد بیش از حد، اتکاء و تعدیل، نمایندگی، ناهماهنگی شناختی، قابلیت دسترسی، خوداسنادی، توهم کنترل، محافظه کاری، ابهام گریزی، حسابداری ذهنی، تائیدگرایی، رویدادگرایی، رویدادهای اخیر، قالب بندی و اثر وضعی. در ادامه هر کدام از انواع سوگیری‌های شناختی به تفصیل معرفی شده است.

۱. اعتماد بیش از حد: در این نوع سوگیری، افراد در مورد توانایی‌هایی از جمله قدرت پیش بینی و ادراک اطلاعاتی و دانش خود اغراق می‌کنند (خود را بیش از حد واقع، باهوش می‌پندارند). به عبارت دیگرر به توانایی‌ها و دانش خویش اعتماد بیش از حد دارند. البته ممکن است خود از این احساس درونی غافل باشند (بیکر و نافسینگر، ۲۰۱۱ چافی و مدیوب، ۲۰۱۴ هرشلیفر، ۲۰۱۵).

۲. اتکاء و تعدیل: سرمایه گذارانی که تحت تاثیر این سوگیری قرار می گیرند، اغلب تحت تاثیر قیمت خرید و یا شاخص قیمت بر پایه ترجیحات فردی و نه ضابطه ای روشن، اقدام می کنند. به عنوان مثال در زمان خرید یا فروش، به نقاطی ترجیحی اتکاء می کنند. در حالی که سرمایه گذاران عقلایی با اطلاعات جدید، واقع گرایانه برخورد کرده و قیمت های خاصی را مبنای تصمیم گیری خود قرار نمی دهند (پمپین، ۲۰۱۲، شفرین، ۲۰۱۰، شیلر، ۱۹۹۸). این سوگیری موجب می شود سرمایه گذاران اطلاعات جدید را از پشت یک لنز تاب دار مشاهده کنند. به عبارت دیگر، تمایل افراد هنگام

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

تصمیم گیری به اتکای زیاد روی یک ویژگی یا بخشی از اطلاعات است. به عنوان مثال افراد معمولا به آخرین اطلاعات منتشر شده، توجه کمتری کرده و آن را کمتر از اطلاعات قبلی در تصمیم گیری خود دخیل می کنند، به خصوص اگر این اطلاعات پیچیده باشد (گوتو، ۲۰۰۷).

۳. نمایندگی: زمانی که سرمایه گذاران با وضعیت جدید مواجه می شوند و این وضعیت با مفروضات قبلی آنها ناسازگار است، سعی می کنند به هر طریق ممکن وضعیت موجود را با مفروضات پیشین خود تطبیق دهند. این چارچوب مفهومی، ابزار سودمندی برای پردازش اطلاعات جدید با استفاده از تجربیات قیاس پذیر در گذشته را فراهم می کند. البته گاهی این مقایسه ها با یکدیگر کاملا متفاوت یا حتی گمراه کننده بوده و درک نادرستی از وضعیت جدید ایجاد می کند که تعاملات سرمایه گذار را تحت تاثیر قرار می دهد (بچمن و هنس؟ ۲۰۱۳؛ ریتر، ۲۰۰۳). در این سوگیری، سرمایه گذاران بر اساس کلیشه ها تصمیم به سرمایه گذاری می گیرند. به عنوان مثال در صورتی که سهام جدیدی به بازار عرضه شود و سرمایه گذاران بین این سهام و سهام شرکت دیگری که آن را که مدتی قبل عرضه شده و دارای بازده خوبی بوده است، شباهت هایی ببینند، برای خرید آن سهم هجوم می آورند. بنابر این افراد بر اساس تجربیات شخصی خود، پدیده ها را طبقه بندی کرده و سپس بر همان مبنا، اقدام می نمایند (لاوریک، ۲۰۰۸). ای ناهماهنگی شناختی : وقتی سرمایه گذاران در موقعیت هایی قرار می گیرند که ناگزیرند از میان چند گزینه سرمایه گذاری، یک مورد را انتخاب کنند، نوعی تعارض در تصمیم گیری بروز می کند که نشان دهنده وابستگی احساسی فرد به تصمیم گرفته شده است. اگر حقایق موجود وابستگی احساسی فرد را به چالش بکشد، دارای نوعی تاثیر تهدیدآمیز احساسی است. اغلب افراد تلاش می کنند از موقعیت های ناسازگار پرهیز کنند (جانسون، ۲۰۰۲، دیا چنکو، ۲۰۱۶). پمپین (۲۰۱۲)، ناهماهنگی شناختی را در دو جنبه متفاوت مورد بررسی قرار می دهد

۴. ادراک گزینشی: در این وضعیت سرمایه گذاران صرفا اطلاعاتی را مورد توجه قرار می دهند که از قبل در مورد آنها پیش زمینه هایی دارند. و این مساله سرمایه گذار را مستعد انجام خطا در محاسبات خود می‌کند.

تصمیم گیری گزینشی: زمانی رخ می دهد که میزان وابستگی فردی به روشی خاص در تصمیم گیری زیاد باشد. در این رابطه سرمایه گذار حتی ممکن است در پروژهای ادامه فعالیت بدهد که هزینه هایی زیادی متحمل شود، صرفا به این دلیل که از اتلاف وجوه سرمایه گذاری شده خود تا کنون، جلوگیری کند. به عبارت دیگر، سرمایه گذاران، با این سوگیری اوراق بهادار زیانده خود را نمی فروشند. زیرا می‌خواهند تصمیمات قبلی خود را تائید کنند.

۵. قابلیت دسترسی: سرمایه گذاران در مواجه با موضوعات مختلف، به برخی ویژگی ها و مشخصات آن توجه می کنند. این ویژگی ها همان ابعاد در دسترس هستند که به سهولت به ذهن افراد رسیده

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

و تصمیمات خود را بر اساس همان اطلاعات در دسترس اتخاذ می کنند. لازم به ذکر است که شرایط، علاقمندی ها، تجارب و ویژگی های فردی در انتخاب این اطلاعات و تجزیه و تحلیل آن تاثیر گذار است. بنابراین تصمیمات سرمایه گذاران، بازتابی از ویژگی های رفتاری آنها خواهد بود (جونز، ۲۰۱۲؛ لیو، ۲۰۱۶ و فرناندز، ۲۰۰۷). البته سرمایه گذاران متخصص و تحلیل گران به دلیل داشتن زمان کافی و منابع اطلاعاتی مناسب، کمتر دچار این سوگیری می شوند. در حالی که سرمایه گذاران حقیقی که قادر به پردازش حجم زیادی از اطلاعات نیستند، از بهترین انتخاب فاصله می گیرند (ورما[1]، ۲۰۱۹).

۶. سو گیری توهم کنترل[1]: در این نوع سوگیری، سرمایه گذاران تصور می کنند که می توانند پیامدها را کنترل کرده و یا حداقل بر آنها تاثیر بگذارند، در حالی که واقعا این گونه نیست. در چنین شرایطی سرمایه - گذاران، حاضر به پذیرش ریسک فوق العاده هستند. که در نهایت بازده آنها به شدت کاهش خواهد یافت. از سوی دیگر به دلیل توهم کنترل بر شرایط، افراد از ایجاد پرتفوی اجتناب کرده و به سمت سهام یک شرکت تمایل پیدا می کنند. به عنوان مثال به سرمایه گذاران، سرمایه خود را به سمت سهامی می برند که تصور می کنند بر روی درآمد آن کنترل بیشتری دارند. در حالی که افراد حرفه ای می دانند، سرمایه گذاران بر درآمد سهم، کنترلی نداشته و فقط در زمان تصمیم گیری (یعنی ابتدای فرآیند) بر خرید یا عدم خرید سهم کنترل دارند. نتیجه این سوگیری انجام معامله با بی احتیاطی است که باعث کاهش در بازده و تشکیل سبد سهام با تنوع ناکافی خواهد شد (راجو پلان و گاراسمی، ۲۰۱۵؛ هرشلیفر، ۲۰۱۵).

۷. محافظه کاری : نوعی فرآیند ذهنی که موجب می شود سرمایه گذاران به پیش بینی های خود اعتماد کرده و اطلاعات جدید را نادیده بگیرند و یا کمتر از حد مورد واکنش نشان دهند. زیرا به روز کردن اطلاعات جدید هزینه بر بوده به همین دلیل به آنها وزن کمی داده می شود. مگر اینکه اطلاعات جدید بسیار برجسته و چشمگیر باشند. به عبارت دیگر، این نوع سوگیری موجب می شود سرمایه گذاران به نظر یا پیش بینی، چسبندگی پیدا کنند و هنگام مواجه با اطلاعات جدید، غیر منعطف رفتار کنند (ارمیستد، ۲۰۱۶ء بودایی، ۲۰۱۱، چافی و مدیوب، ۲۰۱۴). بنابراین سرمایه گذارانی که دچار این سوگیری می شوند به دلیل عدم سرعت در واکنش مناسب، اصطلاحا همواره از بازار عقب هستند. چنین واکنشی، موجب تحمل زیان و از دست دادن فرصت های سودآور می شود. به زعم پمپین (۲۰۱۲) این سوگیری موجب دو عکس العمل: فراواکشی سرمایه گذار و فرو واکنشی سرمایه گذار می شود. در شرایط فرواواکنشی، فرض بر این است که شرکتی اخبار و اطلاعات خوبی را در طی یک دوره زمانی معینی (۵ ساله) اعلام می کنند. اگر سود اعلامی در این مدت دائما بالاتر از حد مورد انتظار باشد، این امکان وجود دارد که سرمایه گذاران به چنین اخباری عکس العمل افراطی نشان

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

داده و در مورد چشم انداز های شرکت خیلی خوش بین باشند، در نتیجه قیمت سهام به میزان غیر طبیعی بالا خواهد رفت. اما بعد از چند سال، قیمت سهام به شدت کاهش خواهد یافت. به همین ترتیب اگر سهامی که سرمایه گذار بسیار بدبینانه به آن بنگرد سهام موفقی باشد، بعد از تصحیح تصورات

اشتباه، بازده سهام افزایش خواهد یافت. در حالت فرو واکنشی، سرمایه گذاران؛ نسبت به اخبار خوب یا بد در ابتدا کمتر از حد لازم واکنش نشان می دهند. بنابراین اهمیت کامل اطلاعات به طور تدریجی در قیمت سهام منعکس شده که خود نشان دهنده وجود یک بازار ناکارآ است. بنابراین افراد در زمان دریافت اطلاعات جدید تمایلی به تعدیل باورهای قبلی ندارند و یا تعدیل آنها به کندی انجام می شود.

۸. سو گیری ابهام گریزی : در این نوع سوگیری، سرمایه گذاران در مواجه با احتمالات نامعلوم، تمایلی به پذیرش ریسک ندارند. ابهام گریزی موجب می شود تا آنها بازده بیشتری را در قبال ریسک های مشاهده شده سرمایه گذاری در دارایی های خاصی طلب کنند. از طرفی، این سوگیری، حتی سرمایه گذاران را به سوی بورس های داخلی سوق می دهد. در مجموع سرمایه گذاران بیش از آنچه که باید، متحمل ریسک و بازده میشوند (باندری، ۲۰۰۵، جانگ، ۲۰۱۲، روپادریشن، ۲۰۱۶ و هان، ۲۰۱۳).

۹. تائید گرایی : این نوع سوگیری، نوعی ادراک گزینشی بوده و بر ایده هایی تمرکز دارد که تائیدکننده باورهای سرمایه گذار است. در مقابل هر پدیده ای را که با نظرات وی مخالف باشد، بی اهمیت جلوه می دهد. بنابر این سرمایه گذاران، بر رویدادهایی که نتایج مورد نظر آنها را تقویت کنند، بیش از حد تمرکز نموده و به آنچه که با آن در تضاد است، کمتر اهمیت می دهند (تریگورگیس و روئر ، ۲۰۱۷، هاوارد، ۲۰۱۲).

۱۰. سو گیری رویداد گرایی : در این حالت، حتی رویدادهایی که پیش از وقوع، غیر قابل پیش بینی بوده اند، بعد از وقوع توسط افراد قابل پیش بینی تصور می شوند. این سوگیری اعتماد بیش از حد در خصوص توان و قدرت پیش بینی را نیز ایجاد می کند. این افراد ریسک را مورد غفلت قرار داده و نتایج نهایی را با درجه احتمال بالایی قابل پیش بینی می دانند. از مشکلات عمده سوگیری رویدادگرایی، این است که سرمایه - گذاران فرصت یادگیری بعد از اشتباه را از دست می دهند (پمپین، ۲۰۱۶، جونز، ۲۰۱۲، سریش، ۲۰۱۳).

بی قاعدگی‌هایی که فرضیه بازار کارا را زیر سوال برده و نمی‌توان آنها را غالب بی نظمی های فصلی طبقه بندی کرد، به بی قاعدگی‌های غیر تقویمی مشهورند. در این بی قاعدگی‌ها عامل زمان بر هم زننده فرضیه بازار کارا نسیت، بلکه عوامل محتوایی بازار اینگونه پدیده های ناهماهنگ را تشکیل می هد. این بی قاعدگی ها شامل؛ اثر تجزیه سهم، اثر بازده سود سهام، سود نقدی هر سهم،

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

اثر سودهای شگفت آور، اثر سهام با قیمت پایین، اثر معاملات محرمانه، اثر تاخیر در ارائه گزارش سودآوری، اثر عرضه اولیه اوراق، اثر واکنش بیش از حد بازار، اثر واکنش کمتر از حد بازار، اثر شاخص، اثر شرکت از قلم افتاده، اثر قیمت پس از انتشار اعلامیه سود و اثر بازگشت به میانگین طی دوره بلندمدت هستند (جیسوانی[1]، ۲۰۰۹).

عبداله[3] (۲۰۱۰)، با پیروی از روش امرسون و همکاران در تحقیقی با عنوان آزمون کارایی در حال تکامل بازار سهام کشورهای عربی با استفاده از آزمون در حال تکامل شکل ضعیف کارایی و با روش تغییرات کارایی بازار سهام ۱۱ کشور عربی طی دهه گذشته را با توجه به پیشرفت‌های ساختاری و تخصصی‌شده بورس با استفاده از داده‌های روزانه موردبررسی و آزمون قرار داده است و به این نتیجه رسیده است که همه بازارها واکنش زیادی به شوک‌های گذشته از خود نشان داده و در شکل ضعیف کارا نیستند. علاوه بر این، کارایی در این کشورها به‌جز چند بازار بزرگ چندان پیشرفت نکرده و نسبت به بحران‌ها از خود واکنش منفی نشان داده است.

کالن و فنگ[2] (۲۰۱۳)، نشان می‌دهد که سقوط قیمت سهام به ترتیب همراه با ابهام (عدم شفافیت) در گزارش‌های مالی، انگیزه‌های صاحبان سهام اجرایی و مالکیت نهادی افزایش می‌یابد.
کرونل و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان تاثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر تمایلات سرمایه-گذاران و نرخ بازده سهام نشان دادند، زمانی که کیفیت اطلاعات حسابداری پایین‌تر است، رابطه بین تمایلات سرمایه‌گذاران و نرخ بازده سهام قوی تر است.

وایل و رحمان (۲۰۱۹) به بررسی فاکتورهای موثر در رفتار سرمایه گذاران برای تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه اسلام آباد پرداخته‌اند و به این نتیجه دست یافته‌اند که عوامل رفتاری، تورش‌های احساسی و عوامل مدیریتی بر تصمیم گیری سرمایه‌گذاران موثر است.

چارلز و کاسیلینگام[3] (۲۰۱۹) در پژوهش خود به دنبال درک اثر فاکتورهای سوگیری رفتاری بر روی عملکرد سرمایه‌گذاری هستند. آنها در نهایت شش فاکتور سوگیری رفتاری برای درک اثرشان بر روی عملکرد سرمایه‌گذاران شناسایی شدند که عبارت است از خلق و خو، هیجانات، روش‌های ابتکاری، چارچوب، شخصیت و قمار که در نهایت یافته‌های پژوهش نشان می‌دهدکه تمام فاکتورهای انتخابی این پژوهش دارای اثر معناداری بر روی عملکرد سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران هستند.

---

1 Jeswani
3 Abdolah
2 Callen and Fang
3 Charls and Cassingham

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

وایل و رحمان(۲۰۱۹) به بررسی فاکتورهای موثر در رفتار سرمایه گذاران برای تصمیمات سرمایه گذاری در بازار سرمایه اسلام آباد پرداخته‌اند و به این نتیجه دست یافته‌اند که عوامل رفتاری، تورش-های احساسی و عوامل مدیریتی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران موثر است.

رهنمای رودپشتی و همکاران (۱۳۹۱)، در تحقیقی با عنوان بررسی کارایی اطلاعاتی و حباب عقلایی قیمت بورس اوراق بهادار تهران و زیر بخش‌های آن با استفاده از آزمون نسبت واریانس و آزمون پایایی قیمت- سود) به این نتیجه دست یافتند که قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران و زیر بخش‌های آن در سال ۸۹ نه‌تنها در سطح ضعیف کارا نبوده بلکه حبابی نیز بوده است. نتایج تحقیق همچنین نشانگر رابطه مستقیم بین عدم کارایی اطلاعاتی و حباب عقلایی قیمت در سال ۸۹ است.

افلاطونی (۱۳۹۵)، به بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و متقارن نبودن اطلاعات بر واکنش تأخیری قیمت سهام پرداخته است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که افزایش در کیفیت گزارشگری مالی و کاهش در میزان نامتقارن بودن اطلاعات، کاهش واکنش تأخیری قیمت سهام را به دنبال دارد. غیور باغبانی و بهبودی(۱۳۹۶)، به بررسی عوامل موثر در بروز رفتار سرمایه گذاران با رویکرد پدیدانگاری پرداخته اند و به این نتیجه دست یافته اند که در مقوله فرهنگ، مولفه های نظام ارزشی، کانون کنترل، تحمل ابهام، عادت به سرمایه گذاری و افق زمانی در کنار مقوله های شخصیت، سوگیری شناختی و سوگیری عاطفی، تصمیم های سرمایه گذاران را شکل می دهد.

ابراهیمی و همکاران(۱۳۹۸)، به بررسی تاثیر ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران بر عملکرد سرمایه‌گذاری با نقش میانجی سوگیری‌های مکاشفه‌ای پرداخته و به این نتیجه دست یافتند که بین ویژگی های شخصیتی و سوگیری‌های مکاشفه ای رابطه مثبتی وجود دارد.

دادار و جعفری(۱۳۹۹)، به بررسی تاثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و سهام شناور آزاد بر بازدهی سهام بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته پرداخته و به این نتیجه دست یافتند که رفتار احساسی سهامداران موجب افزایش سهام آزاد شناور می‌شود.

میرلوحی و محمدی تودشکی(۱۳۹۹)، در پژوهش خود با موضوع تشکیل سبد سرمایه‌گذاری بهینه در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش‌های خوشه‌بندی سلسله مراتبی و تفکیکی، سعی دارند با استفاده از داده‌های بازار و خوشه‌بندی آن، روشی مناسب جهت بهینه‌سازی پرتفو ارائه کنند. نتیجه مقایسه میزان موفقیت بهینه‌سازی بر اساس خوشه‌بندی را نسبت به پرتفوی شاخصی روشن خواهد کرد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

۲. روش شناسی

با توجه به اینکه هدف پژوهش، تبیین نقش بی قاعدگی ها در تصمیم گیری سرمایه گذاران در بازار سرمایه کشور است، لذا سوال تحقیق را می توان به شرح زیر مطرح نمود: الگوی بهینه تصمیم گیری سرمایه گذاران با تأکید بر بی قاعدگی های موجود در بازار سرمایه کشور چیست؟. در راستای پاسخ به سوال طرح شده از نظریه پردازی زمینه بنیان استفاده خواهد شد. این روش در صدد است بر اساس داده‌های واقعی و از طریق روشی علمی نظریه‌های جدید تدوین نماید یا الگویی نو ارائه دهد. به گفته گلیزر و استراوس (۱۹۶۷)، این روش پژوهش در واقع کشف تئوری بر اساس داده‌هاست[۱]. استقرا محور اصلی در نظریه‌پردازی زمینه بنیان است. این بخش از تحقیق از بعد هدف، از نوع تحقیقات بنیادی است. هدف اساسی این نوع تحقیقات آزمون نظریه‌ها، تبیین روابط بین پدیده‌ها و افزودن به مجموعه دانش موجود در یک زمینه خاص است. از بعد ماهیت و روش نیز می‌توان آن را از نوع تحقیق اکتشافی دانست که در تلاش است تا روابط موجود را کشف کند.

نظریه‌پردازی داده‌بنیاد سه جزء اصلی دارد که عبارتند از: مفاهیم[۲]، مقوله‌ها[۳] گزاره‌ها[۴]. واحد اصلی تحلیل را در این روش مفاهیم تشکیل می‌دهند؛ زیرا تدوین نظریه در حقیقت حاصل داده‌های گردآوری شده نیست، بلکه رسیدن به آن نتیجهٔ مفهوم‌سازی از داده‌ها است. ساختن یک مفهوم در گام اول بر ابعادی مبتنی است که آن را تشکیل می‌دهند و این کاری واقعی است. هدف از مفهوم‌سازی، هدایت به شناخت این امر واقعی است.

گزاره، فرضیه و یا نظریه را نمی‌توان بر وقایع یا فعالیت‌های مشاهده شده بنا نهاد؛ زیرا این داده‌ها خام‌اند و باید طی فرایندی برچسب مفهومی به‌خود بگیرند؛ یا به‌عبارت دیگر مفهوم‌سازی[۵] شوند.

دومین جزء نظریهٔ بنیانی، مقوله‌ها هستند. به نظر کوربین و استراوس (۱۹۹۰) مقولات در مقایسه با مفاهیمی که بیان‌گر آن‌ها هستند سطح بالاتری داشته و انتزاعی‌تراند. مقولات در حقیقت حاصل گروه‌بندی مفاهیم بوده و سنگ بنای نظریه به‌شمار می‌روند.

گزاره‌ها جزء سوم نظریهٔ داده‌بنیاداند که روابط تعمیم یافته بین یک مقوله و مفاهیم آن و نیز بین مقوله‌های مجزا به‌شمار می‌روند. برخی گزاره‌ها را نوعی فرضیه می‌دانند با این حال استفاده از گزاره رواج بیشتری یافته است. گزاره‌ها روابطی مفهومی را در برمی‌گیرند، در حالیکه فرضیه‌ها به اندازه‌گیری نیاز دارند.

---

۱. "the discovery of theory from data"
2. Concepts
3. Categories
4. Proposition
5. Conceptualization

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

جمع‌آوری داده‌ها، ساخت مفاهیم و مقولات و ارایه نظریه، حاصل ارتباط دوسویه‌ای بین هر یک از این اجزا است. این کار به تحلیل داده‌ها بستگی دارد که محور اصلی روش نظریه‌پردازی داده‌بنیاد به‌شمار می‌رود.

۳. مدل تجربی

نقش بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری از دید چهار گروه اصلی عوامل علّی، میانجی، زمینه‌ای و راهبردها اقدام شده است. بررسی ادبیات موضوع در ابتدای کار صورت گرفت و در فرآیند تحقیق نیز در مراحلی مانند تدوین پرسشنامه و چارچوب مصاحبه‌ها، مفهوم‌سازی، نام‌گذاری مقولات و کدگذاری‌ها از آن استفاده شد.

جدول (۱): به‌کارگیری نظریه‌ی برخاسته از داده‌ها در این تحقیق

فعالیت	شرح
انتخاب پدیده‌ی مورد مطالعه	○ نقش مولفه های مختلف مالی، اقتصادی و سیاسی بر بی‌قاعدگی-ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری
انتخاب بستر مطالعه	○ بازارهای مالی کشور
انتخاب منابع اطلاعاتی	○ مصاحبه‌های عمیق با خبرگان بازار سرمایه ○ یادداشت‌برداری[1]
یادداشت‌برداری	○ هنگام جمع‌آوری داده‌ها- نوشتن یادداشت‌هایی با توجه به بینش پاسخ‌دهندگان و مشاهدات. ○ هنگام کدگذاری- نوشتن یادداشت‌هایی با توجه به گمانه‌زنی‌ها، تفکرات، سؤالات، نکات، نمودارها، و روابط
رعایت اصل بی‌طرفی، ضمن ارتقا سطح حساسیت نظری	○ پیروی از رویکرد تفکر مقایسه‌ای ○ تلاش برای دستیابی به دیدگاه‌های متفاوت نسبت به موضوعی واحد ○ بازگشت دوره‌ای به عقب و طرح مجدد سؤالات ○ اتخاذ تفکر شکاکانه ○ پیروی از رویه‌های مترتب بر روش تحقیق ○ مرور تحقیقات پیشین

1 memoing

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

فعالیت	شرح
○ **نمونه‌گیری نظری**	○ تهیه‌ی فهرستی از خبرگان بازار سرمایه برپایه تالیفات و تجربیات عملی ○ تعریف معیارهایی برای انتخاب شرکت‌کنندگان در تحقیق از فهرست تهیه‌ی شده ○ تماس با افراد و درخواست از آن‌ها برای مشارکت در تحقیق ○ استفاده از تکنیک گلوله‌ی برفی برای شناسایی افرادی که در موقعیت‌ها و جایگاه‌های مشابه با شرکت‌کنندگان در تحقیق فعالیت دارند ○ تحلیل داده‌های حاصل از مصاحبه‌های عمیق با افراد با هدف کسب بینش مناسب نسبت به مقوله‌های نظری‌ای که در مصاحبه‌های آتی نیاز به کاوش بیش‌تری دارند ○ استمرار فرایند نمونه‌گیری تا رسیدن به مرحله‌ی اشباع نظری مقوله‌ها
تحلیل داده‌ها	○ کدگذاری باز ○ مفهوم‌سازی- اختصاص دادن یک اسم به هر کدام از وقایع و اتفاقات ○ تکمیل مقوله‌ها- گروه‌بندی مفاهیم ○ کدگذاری محوری- ساختن تکه‌هایی از نظریه با وصل کردن مقوله‌های مرتبط به هم ○ کدگذاری انتخابی- ترکیب کدهای محوری با یکدیگر در قالب یک چارچوب نظری
مدیریت مصاحبه‌ها	○ ضبط مصاحبه‌ها و پیاده کردن آن‌ها روی کاغذ ○ اخذ تأییدیه در مورد کیفیت مصاحبه‌های مستند شده ○ شروع تحلیل‌ها با تکیه بر نخستین مصاحبه و ادامه دادن این روند بر اساس ترتیب زمانی مصاحبه‌های انجام شده ○ انجام مقایسه‌ها از جزء به کل ○ طرح سؤالات ○ یادداشت برداری

منبع: نتایج حاصل از تحقیق

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

در طراحی مبانی و چارچوب نظری ابتدا تلاش شد در مطالعات اولیه یک مدل مفهومی طراحی شود. در تبیین مدل از روش کتابخانه‌ای استفاده شد و در گردآوری اطلاعات آن از طریق متون و منابع داخلی و خارجی، اسناد بالادستی، مقالات، گزارش‌ها، آمارهای توصیفی موجود و درنهایت مکتوبات الکترونیک معتبر از پایگاه‌های اطلاعاتی علمی و قابل‌قبول استفاده شد؛ یعنی به کمک این ابزارها به بررسی کیفی دیدگاه‌ها در خصوص علل بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری به اصلی‌ترین مسائل موجود در سطح اقتصاد و بازارهای مالی پرداخته‌ایم. در بخش دوم برای دریافت دیدگاه‌ها و نظریات افراد مختلف و برای گردآوری اطلاعات از گفتگو و مصاحبه نیمه عمیق استفاده نموده تا آنجا که به حدی از اقناع دست‌یافته باشیم. در این حوزه تلاش شده است که با طرح چند سؤال کلی به سؤالاتی که در ابتدای این مطالعه مطرح گردیده است پاسخ داده شود. برای ارائه الگویی از بی-قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران از رویکرد نظریه پردازی داده بنیاد استفاده شد. در مصاحبه صورت گرفته با خبرگان شاخص‌های زیر با توجه به ادبیات تحقیق به عنوان مهمترین متغیرهای اثر گذار بر بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری شناسایی شده است.

جدول (۲): استخراج عوامل علّی، میانجی و زمینه‌ای اثر گذار بر بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری

عوامل علّی	عوامل میانجی	عوامل زمینه-ای	مولفه ها
اقتصادی-سیاسی	استدلال	مولفه های اقتصادی و مالی	رکود تورمی و اثرپذیری بخش‌های اقتصادی
			نسبت های اهرمی و شفافیت اطلاعاتی
			ساختارهای صنعتی و تأثیرش براقتصاد
			غلط بودن زیرساخت های فکری سیاست های اقتصادی
			سیاست های اقتصادی یک پارچه
			نگرش های خاص اقتصاددانان وتصویب سیاست های اقتصادی نامناسب
			سیاستهای اقتصادی ناهمگون در بازارهای مالی
			عدم توجه به بازار سرمایه به عنوان بخش مهم برای تامین مالی اقتصاد

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

			عدم انطباق سیاست های بانک مرکزی در حوزه ارز و بازار سرمایه
			ناسازگاری سیاست های اقتصادی و عدم تقارن اطلاعاتی
			نبود سیاستهای واقعی گرا و نوسانات ارزی
			بازنگری علمی سیاست های اقتصادی و مطرح شدن کشور در اقتصاد جهانی
			بررسی مشکلات نهادهای تصمیم گیر قبل ازبررسی سیاست های اقتصادی
			استفاده ازهمه ی ابزارهای ممکن و شرایط اقتصادی نرمال
			تصمیمات نامناسب دولت در بخشهای اقتصادی و تأثیرش بر نوسانات بازار سرمایه
			سیاست های اقتصادی نامناسب و افزایش قیمت کالا
		مکانیسم بازار و کارکردهای اجرایی	رشد غیرمنطقی سهم
			حمایت از سهم های دولتی
			مداخله بی منطق در بازار
			بهبود در شاخص های عملکردی
			شرایط بازار رقابتی
			هدایت نقدینگی به بازار سرمایه
			مکانیسم بازار و اقتصاد رقابتی
			صندوق های سرمایه گذاری با درآمد ثابت
			مزیت شفافیت صورت های مالی
			حجم معاملات و حد ضرر در بازار سرمایه
			حجم معاملات و نقدشوندگی سهم
			ارتقا کارایی و بهره وری
مالی - حسابداری	تغییرات	کارکرد نهادها و مولفه های	مدیریت سود و گزارشگری مالی
			کیفیت حسابرسی
			نقدشوندگی سهام

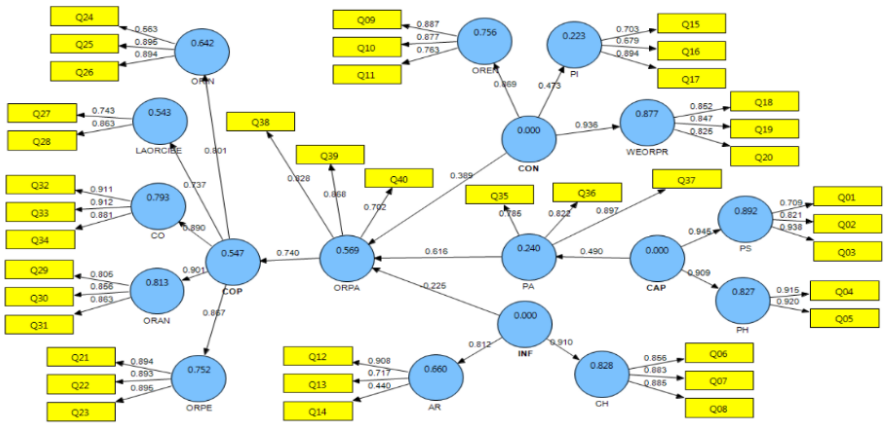
[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

		مالی و حسابداری	اعتماد اجتماعی
			سرمایه گذاران نهادی
			سودآوری سهم
			درماندگی مالی و چرخه عمر
			ساختار هیئت مدیره و مالکیت شرکتی
			فرار مالیاتی و عدم شفافیت اطلاعاتی
			حسابداری متهورانه
		استراتژی های مدیریتی و قانونی	شفافیت در چرخه اقتصادی
			کیفیت اطلاعات حسابداری و حسابداری محافظه کارانه
			شفافیت مالی
			عدم تقارن اطلاعاتی
			یکپارچه‌سازی و سیستماتیک کردن تمامی فعالیت‌های اقتصادی
			مالکیت سرمایه گذاران نهادی
			مداخله بی مورد دولت در اقتصاد
			کمیته حسابرسی

منبع: نتایج حاصل از تحقیق

در ادامه رسم مدل اندازه گیری در محیط نرم افزار LISREL پرداخته شده تا بتوانیم پارامترهای این مدل را برآورد کرده و معادلات اندازه‌گیری و بارهای عاملی را بدست آوریم. بعد از رسم و اجرا کردن مدل نمودارها و جداول معادلات اندازه گیری به صورت زیر ایجاد شد.

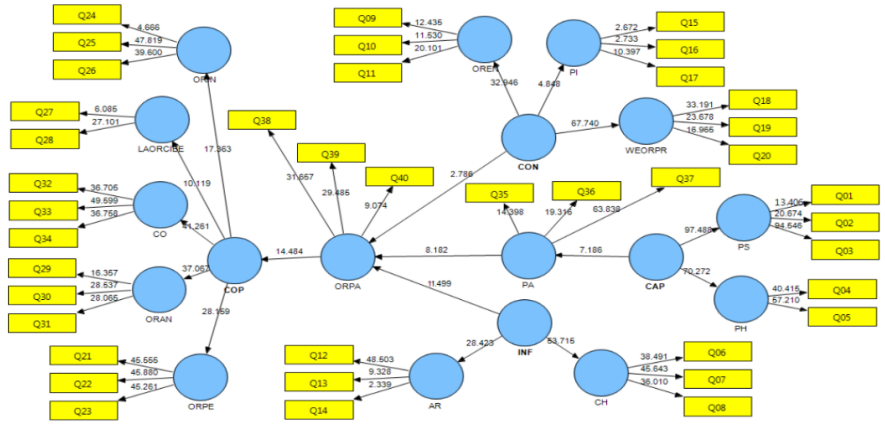
[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]



شکل (۱): مدل تحلیل عاملی تاییدی مرتبه اول در حالت ضرایب استاندارد

منبع: نتایج حاصل از تحقیق

همانطور که در شکل (۱) نشان داده شده است. بارهای عاملی گزارش شده برای همه سوالات بالاتر از ۰,۴ است. شکل (۲) مدل ساختاری را درحالت ضریب معنی داری را نشان می دهد.



شکل (۲): مدل تحلیل عاملی تاییدی مرتبه اول در حالت معنی داری ضرایب

منبع: نتایج حاصل از تحقیق

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

مدل‌های اندازه گیری نشان‌دهنده بارهای عاملی متغیرهای مشاهده‌شده برای هر متغیر مکنون است و از طریق تحلیل عاملی تائیدی آزمون می‌شود. این کار از طریق تحلیل عاملی مرتبه اول و دوم صورت گرفته است. مدل‌های اندازه‌گیری روابط بین متغیرهای مشاهده‌شده و متغیرهای مکنون را مشخص می‌سازد. با اجرای تحلیل عاملی بارهای عاملی برای هر متغیر مکنون و متغیرمشاهده شده بدست می‌آید.

جدول (۲): معیارهای برازش مدل‌های اندازه‌گیری

متغیرهای آشکار	بارعاملی(λ)	آماره t	ضریب تعیین
TI1	۰/۷۲	۱۴/۱۲	۰/۶۶
TI2	۰/۵۵	۸/۱۵	۰/۶۹
TI3	۰/۶۹	۱۰/۴۳	۰/۵۹
TI4	۰/۶۵	۹/۵۵	۰/۷۱

منبع: نتایج حاصل از تحقیق

با توجه به جدول بالا چنین نتیجه می شود که:

متغیر مشاهده گر TI1 می تواند به عنوان یکی از آیتم‌هایی باشد که متغیر مکنون مولفه‌های اقتصادی و مالی اثر گذار در بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را اندازه گیری می‌کند چون با توجه به مقدار آماره t این ضریب بار عاملی به احتمال ۹۹ درصد معنادار است و مقدار بار عاملی این متغیر آشکار بزرگتر از ۰,۵ است. مقدار بار عاملی این متغیر آشکار در اندازه گیری متغیر مکنون برابر ۰,۷۲ است.

متغیر مشاهده گر TI2 می تواند به عنوان یکی از آیتم‌هایی باشد که متغیر مکنون شاخص مکانیسم بازار و کارکردهای اجرایی در بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را اندازه گیری می‌کند چون با توجه به مقدار آماره t این ضریب بار عاملی به احتمال ۹۹ درصد معنادار است و مقدار بار عاملی این متغیر آشکار بزرگتر از ۰,۵ است. مقدار بار عاملی این متغیر آشکار در اندازه گیری متغیر مکنون برابر ۰,۵۵ است.

متغیر مشاهده گر TI3 می تواند به عنوان یکی از آیتم هایی باشد که متغیر مکنون کارکردهای نهادها و مولفه های مالی و حسابداری اثر گذار در بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را اندازه گیری می‌کند چون با توجه به مقدار آماره t این ضریب بار عاملی به احتمال ۹۹ درصد معنادار

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

است و مقدار بار عاملی این متغیر آشکار بزرگتر از ۰,۵ است. مقدار بار عاملی این متغیر آشکار در اندازه گیری متغیر مکنون برابر ۰,۶۹ است.

متغیر مشاهده گر TI4 می تواند به عنوان یکی از آیتم هایی باشد که متغیر مکنون شاخص استراتژی های مدیریتی و قانونی اثر گذار در بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را اندازه گیری می کند چون با توجه به مقدار آماره t این ضریب بار عاملی به احتمال ۹۹ درصد معنادار است و مقدار بار عاملی این متغیر آشکار بزرگتر از ۰,۵ است. مقدار بار عاملی این متغیر آشکار در اندازه گیری متغیر مکنون برابر ۰,۶۵ است.

هم در مدل اندازه گیری و هم ساختاری مدل را از بعد تناسب و برازندگی توسط شاخص‌های بیان شده ارزیابی می‌کنیم. به طور کلی در کار با برنامه LISREL، هریک از شاخص‌های به‌دست آمده برای مدل به تنهایی دلیل برازندگی مدل یا عدم برازندگی آن نیستند، بلکه این شاخص‌ها را باید در کنار یکدیگر و با هم تفسیر کرد.

در ادامه به بررسی رابطه بین سوگیری های رفتاری با بازدهی بر اساس تصمیم گیری خبرگان با استفاده از رگرسیون پروبیت پرداخته شده است. به منظور آزمون این رابطه از نتایج تخمین مدل ارائه شده در جدول (۸) بهره گرفته شده است. مقدار آماره نسبت راستنمایی (LR) در سطح اطمینان ٪۹۵ بیانگر معناداری کلی مدل است. نتایج مربوط به ضریب تعیین مک فادن نشان می دهد، که تقریباً ۴۲٪ تغییرات متغیر وابسته (بازدهی) به وسیله متغیر مستقل مدل، توضیح داده می شوند.

جدول (۳): نتایج حاصل از برآورد مدل تجربی تحقیق

متغیرها	ضریب	سطح معناداری
مقدار ثابت	۱,۸۷	۰,۰۳۴
توانایی شناختی	۰,۵۳	۰,۰۰۵
تصمیم‌گیری خبرگان	۰,۲۷	۰,۰۰۰
توانایی شناختی در سوگیری نماگری	-۰,۰۹	۰,۰۳۹
توانایی شناختی در سوگیری دیرپذیری	-۰,۰۷	۰,۰۴۲
ضریب تعیین مک فادن	۰,۴۲۳	
آماره LR	۹۸,۵۲	
سطح معناداری (آماره LR)	۰,۰۰۰	

منبع: نتایج حاصل از تحقیق

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

در مدل برآورد شده تمامی ضرایب در سطح خطای ۵ درصدی اختلاف معنی داری از صفر دارند. ضریب متغیر توانایی شناختی در سطح اطمینان ۹۵ درصدی مثبت و معنی دار و معادل با ۰,۵۳ است که نشان دهنده این موضوع است افزایش در سطح توانایی شناختی منجر به افزایش در بازدهی به میزان ۰,۵۳ درصد می شود. ضریب متغیر تصمیم گیری خبرگان سبدگردانان در سطح اطمینان ۹۵ درصدی اختلاف معنی داری از صفر داشته است و ضریب برآورد شده برابر با ۰,۲۷ است. بر این اساس افزایش یک واحدی در معیار تصمیم گیری خبرگان سبدگردانان منجر به افزایش ۰,۲۷ درصدی در بازدهی سرمایه گذاری می شود. ضریب برآورد شده برای متغیر توانایی شناختی در سوگیری نماگری برابر با ۰,۰۹- است که بر این اساس با توجه به سطح توانایی شناختی چنانچه سوگیری نماگری رخ دهد منجر به کاهش بازدهی به میزان ۰,۰۹ درصد می شود. ضریب برآورد شده برای متغیر توانایی شناختی در سوگیری دیرپذیری برابر با ۰,۰۷- است که بر این اساس با توجه به سطح توانایی شناختی چنانچه سوگیری دیرپذیری رخ دهد منجر به کاهش بازدهی به میزان ۰,۰۷ درصد می شود.

۴. نتیجه گیری و پیشنهادات

هدف این مقاله بررسی نقش بی قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه کشور بوده است. در این مطالعه از یک رویکرد داده بنیاد و اطلاعات آماری گردآوری شده از خبرگان حوزه مالی و اقتصادی در سال ۱۴۰۲ استفاده گردید. نتایج بدست آمده از این مطالعه بیانگر این بود که نقش مولفه‌های اقتصادی و مالی، مکانیسم بازار و کارکردهای اجرایی، کارکردهای نهادها و مولفه های مالی و حسابداری و شاخص استراتژی های مدیریتی و قانونی در بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه-گذاران به ترتیب برابر با ۰/۷۲، ۰/۵۵، ۰/۶۹ و ۰/۶۵ بوده است. با توجه به نتایج بدست آمده پیشنهاد می‌گردد که در حال حاضر شرکت های سبدگرانی، مشاوره سرمایه گذاری و برخی دیگر از نهادهای فعال موظف هستند که قبل از شروع به ارائه خدمات خود به مشتریان، ارزیابی خوبی از میزان ریسک پذیری و ویژگی های شخصیتی و رفتاری آنها کسب نمایند تا در جریان ارائه خدمات مالی و سرمایه گذاری به ایشان در نظر گرفته شده و مورد استفاده قرار گیرد. هم اکنون بدین منظور صرفاً از ابزار پرسشنامه استفاده می شود. به کارگیری یافته های این پژوهش نیز می تواند به مشاور سرمایه گذاری در شناخت بهتر بی قاعدگی رفتاری مشتریان کمک کند. شناخت رفتارهای فعالان حرفه ای بازار سرمایه در راستای بهبود کارایی بازار سرمایه ضروری است یافته های این پژوهش می تواند برای تدوین کنندگان قوانین و مقررات اثربخش در راستای بهبود کارایی بازار و افزایش آگاهی فعالان حرفه ای بازار سرمایه سودمند باشد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

بر اساس نتایج بدست آمده می توان بیان کرد که در حال حاضر شرکت های سبدگرانی، مشاوره سرمایه گذاری و برخی دیگر از نهادهای فعال موظف هستند که قبل از شروع به ارائه خدمات خود به مشتریان، ارزیابی خوبی از میزان ریسک پذیری و ویژگی های شخصیتی و شناختی آنها کسب نمایند تا در جریان ارائه خدمات مالی و سرمایه گذاری به ایشان در نظر گرفته شده و مورد استفاده قرار گیرد. به کارگیری یافته های این پژوهش نیز می تواند به مشاور سرمایه گذاری در شناخت بهتر سوگیری های شناختی مشتریان کمک کند. علاوه بر این شناخت رفتارهای فعالان حرفه ای بازار سرمایه در راستای بهبود کارایی بازار سرمایه ضروری است یافته های این پژوهش می تواند برای تدوین کنندگان قوانین و مقررات اثربخش در راستای بهبود کارایی بازار و افزایش آگاهی فعالان حرفه ای بازار سرمایه سودمند باشد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

منبع

1. Anderson, A., Henker, J., & Owen, S. (2005). Limit Order Trading Behavior and Individual Investor Performance. *The Journal of Behavioral Finance*, 6 (2), 71–89.
2. Asberg, K. K., Bowers, C., Renk, K. & McKinney, C. (2008). A Structural Equation Modeling Approach to the Study of Stress and Psychological Adjustment in Emerging Adults. *Child Psychiatry Human Development*, 39 (4), 481–501
3. Aziz. B., & Abdolah khan. M. (2016). Behavioral factors influencing individual investor's investment decision and performance, Evidence from Pakistan Stock Exchange, International *Journal of Research in Finance and Marketing (IJRFM*), 6, 74-86.
4. Baghbani Ghayur, M., & Behboudi, O. (2017). Factors affecting investor behavior with a phenomenological approach, *Asset Management and Financing*, 5, 3, 57-76 (In Persian).
5. Barber, B., & Odean, T. (2002). All that glitters: the effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. Working Paper *(University of California, Berkeley*, CA).
6. Charlz, S., Zhi-Yuan, F., &Angie., Z. (2019). Fair Value and Economic Consequences of Financial Restatements, *Finance Research Letters.*
7. Dadar, O., & Jafari, M, (2019). Investigating the effect of investors' emotional behavior and free-floating stocks on returns in the Tehran Stock Exchange using generalized moment regression, *Investment Knowledge*, 9(34), 317-331 (In Persian).
8. Doojin, R. Kim, H & Yang, H (2017). "Investor sentiment, trading behavior and stock Returns. *Journal of Economics Letters*. 24, 12.
9. Ebrahimi Kordler, A., & Taheri, M. (2015). The effect of quality on business *credit Journal of Accounting Studies*, 2, 8, 47-59 (In Persian).
10. Ebrahimi, A., Lifshagerd Pakizeh, K., & Raisi Far, K. (2019). Investigating the effect of investors' personality traits on investment *performance with the mediating role of revelation biases*, 12, 42, 107-128 (In Persian).
11. Ghayor Baghbani, M., & Behboudi, O. (2017). Factors affecting investor behavior with a phenomenological approach, Asset *Management and Financing*, 5(3), 57-76 (In Persian).
12. KAFAYAT, A. (2014). Interrelationship of biases: effect investment decisions ultimately. *Theoretical and Applied Economics*, 18(6 (595)), 85-110.
13. Khodai Wale Zakard, M. (2010). Studying the effect of stock price information content on investment decisions. *Financial Engineering and Securities Management (Portfolio Management*), 1(3), 155 - 173 (In Persian).

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

14. Khozin, A., & Mohammadi, J. (2017). Optimization of time, cost, quality and risk using the ant colony algorithm method, Economic Studies, *Financial Management and Accounting*, 3(4), 18 – 36 (In Persian).
15. Kim, K. A. and J. R. Nofsinger (2003). "The behavior and performance of individual investors in Japan." *Pacific-Basin Finance Journal*11(1): 1-22.
16. Lo, H. C., Wu, R. S., & Kweh, Q. L. (2017). Do institutional investors reinforce or reduce agency problems? Earnings management and the post-IPO performance. *International Review of Financial Analysis*, 52, 62-76.
17. Mirlohi, M., & Mohammadi Todeshki, N. (2019). Formation of an optimal investment portfolio in Tehran Stock Exchange using *hierarchical and discriminant clustering methods*, 9(34), 333-354 (In Persian).
18. Mohammadi, T. (2011). The nature of valuation and examining the challenges of converting quantitative valuation to qualitative valuation (Master's thesis). *University of Tehran* (In Persian).
19. Momani, A., & Shaherkhi, M. (2017). Studying the impact of the financial crisis on investment decisions, Economic Studies, *Financial Management and Accounting*, 3(4), 50 - .58 (In Persian).
20. Moradi, J., & Bagheri Mosloo, F. (2014). Financing the growth of the company from internal resources considering the life cycle of the company, *Financial Management Strategy*, 5(2), 21 – 37 (In Persian).
21. Navissi, F., Sridharan, V.G., Khedmati, M., Lim, E.K.Y., & Evdokimov, E. (2016). Business strategy, over-(under-) investment and managerial compensation. *Journal of Management Accounting Research*, 29(2), 63-86. Zhang, R. (2016). Business strategy and firm performance:The moderating role of product market competition. Available at SSRN: https://ssrn.com.
22. Ngoc, L. T. B. (2013). Behavior Pattern of Individual Investors in Stock Market. International *Journal of Business and Management*, 9(1): p1.
23. Oh, N. Y. (2008). Investors' trading behavior and performance: online versus non-online equity trading in Korea." *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(1), 26-43.
24. Pompian, M. (2006). Behavioral finance and wealth management: How to build optimal portfolios that account for investor biases. *John Wiley and Sons, Inc*.
25. Raee R., & Falah Pour, S. (2004). Behavioral Finance: A Different Approach of Behavioral Finance Area. *Financial Researches Press*. 18: 78-106.
26. Raee, R., & Talangi, A. (2004). Advanced Investment management. Tehran: The Organization for Researching and Composing University *Textbooks in the Humanities (SAMT*).
27. Rezaeian, A. (2008). Fundamentals of organizational behavior management. Tehran: The Organization for Researching and Composing *University Textbooks in the Humanities (SAMT).*

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]

28. Rizzi, J.V. (2008). Behavioral basis of the financial crisis. *Journal of Applied Finance.* 18 (2): 84-96.
29. Robbins, S. (2011). Essentials of organizational behavior with mymanagementlab. *Pearson Education Limited*.
30. Schultz, D., & Schultz, S. (1999). Theories of Personality. Yahya Seyed Mohammadi, Homa publication, *2nd edition*, Tehran.
31. Schwartz, H. (2002). Herbert Simon and behavioral economics. *Journal of Socio- Economics*. 31(3): 181-189.
32. Sedghi, H. (2005). Investigation and Identification of Investor's Behavorial Dominant Styles in Tehran Stock Exchange. *Thesis of financial management Imam Sadeq University*, Tehran.
33. Tariverdi. Yadoleh and Etemadi. Hossein, (2010, The effect of cash flow statement presentation on professional investors' judgments, *Accounting and Auditing Reviews*, No. 45, 69-88 (In Persian).
34. Teddlie, C. & Tashakkori, A. (2012). Common core characteristics of mixed methods research. A review of critical issues and call for greater convergence. *American Behavioral Scientist*. 56(6): 774- 788.
35. Tuyon, J. & Ahmad Z. (2016). Behavioural finance perspectives on Malaysian stockmarket efficiency. *Borsa Istanbul Review*, doi: 10.1016/j. bir.2016.01.001.
36. Wali.S & Rehman. Sh(2019), Behavioural factors influencing individual investors trade performance, *City University Research Journal*, 9(1),164-177.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-27]