

Research Paper

Presentation of A Model to Interpret Financial Behaviors of Investors Based Perceived Efficiency of Stock Portfolio and Psychological Mechanisms in Tehran Security and Exchange Organization (A Case Study of Investing in Environmental Activities)

Amir Masoud Jahani¹, Mohammad Reza Shourvarzi², Abolghasem Masih Abadi³, Alireza Mehrazin⁴

1. Ph.D Student in Accounting, Department of Accounting, Neyshabur Branch, Islamic Azad University, Neyshabur, Iran
2. Iran Associate Professor, Department of Accounting, Neyshabur Branch, Islamic Azad University, Neyshabur, Iran (Corresponding Author)
3. Assistant Professor, Department of Accounting, Sabzevar Branch, Islamic Azad University, Sabzevar, Iran
4. Assistant Professor, Department of Accounting, Neyshabur Branch, Islamic Azad University, Neyshabur, Iran

Received: 2019/1/12

Accepted: 2021/3/2

PP:112-128

Use your device to scan and read the article online



Doi:

10.30495/jae.2022.4535

Keywords:

Behavioral biases,
Psychological mechanisms,
Momentum

Abstract

Introduction: Investor's decision making is a subject of considerable debates in behavioral finance. Behavioral finance refers to how people make decisions under uncertainty conditions. The purpose of this study is to present a model for explaining financial behaviors of investors in Tehran Stock Exchange in the form of identifying influential behavioral factors and validating behavioral model.

Materials and Methods: Data from the interviews are analyzed using content analysis method, resulting in the identification of 22 components grouped under 6 categories, according to which the questionnaire is designed. At this stage, the survey strategy is conducted, and then 300 questionnaires are distributed as available sampling method and 287 completed questionnaires are collected. Validity and reliability indicators show the high credit of the questionnaire. The results of this study indicate that cognitive biases are former than emotional biases, which besides the cultural influences and personality form investor's decision making that lead to herding behavior.

Findings: Results derived from questionnaires have been analyzed using descriptive and deductive statistics method (Structural Equation Modeling) and SPSS and AMOS software.

Conclusion: Results from the study show that all behavioral biases directly and significantly influence the decision making of investors.

JEL Classification: G11, G12, M41.

Citation: Jahani A.M, Shourvarzi M.R, Masih Abadi A, Mehrazin A. Presentation of a model to interpret financial behaviors of investors based perceived efficiency of stock portfolio and psychological mechanisms In Tehran Security and Exchange Organization (A Case Study of Investing in Environmental Activities). Journal of Agricultural Economics Research. 2021; 14(1):112-128

***Corresponding author:** Mohammad Reza Shourvarzi

Address: Associate Professor, Department of Accounting, Neyshabur Branch, Islamic Azad

Tell: 09125848910

Email: m_r_shoorvarzy@yahoo.com

Extended Abstract

Introduction

Today, the relationship between perception of investors and financial behaviors possesses firm and solid background in developed markets (Kuhberger et al. 2002; Nasic and Weber, 2010; Weber 2013; Hoffman et al. 2015; Kaplansky et al. 2016). Despite potential for prediction of investment behavior in the market, the related literature has mainly examined received efficiency of portfolio or market efficiency with financial behaviors in the past time (Weber et al. 2013; Hoffman et al. 2015). However analysis of this fact has not yet empirically tested that what received portfolio efficiencies had led to higher amount of transactions and riskability in the past. In addition this issue, potential effect of moderating variables has not been explored on aforesaid relations in the conducted investigations. What inferred from the results of previous studies is that as a moderating factor, stable psychological mechanisms may link acquired efficiencies from the portfolio in the past time to volume of transactions of stocks and riskability (venture) in the future (Khan et al. 2018). This study aims to present a model to interpret financial behaviors based on perception of investors of efficiency of stock portfolio and stable psychological mechanisms in Tehran Security and Exchange Organization (TSEO).

Materials and Methods

Research statistical population and sample: The statistical population of this study includes experts in capital market comprising directors of regional brokerages, advisors, portfolio officers and brokers and investors who were elected purposively and interviewed with the followings features:

- Minimum five years of experiences in activity in TSEO
- Efficient communication with investors
- Relationship with active institutions in TSEO
- Literacy in scientific subject relating to TSEO Organization
- Knowledge about political- economic, social, cultural and demographic issues

Based on referral of researcher to the known experts and convincing them for cooperation regarding to their involvement in a semi-structured interview and their agreement to

this issue, the interview was done with experts later so that researcher could finally achieve adequate information. With respect to uncertain size of population in this part, the available non-randomized sampling process was carried out. Accordingly, the minimum rate of sample size is 287.

Findings

Descriptive analysis of research variables: The central tendency parameters (mean, median and mode) were used for conducting descriptive analysis on research variables and discrepancy parameters (standard deviation, variance and range of variance) were utilized. Based on descriptive statistics of research variables, all variables have mean value higher than medium limit of Likert scale. Thus, all variables are highly significant. The highest mean value belongs to variable of familiarity bias (3.96). Similarly, standard deviation is smaller than 2 for all variables. Therefore, all variables have identical discrepancy level. The least standard deviation belongs to variable of short-sightedness (0.655). Proximity of median to mean value denotes normality of distribution in the population.

Discussion and Conclusion

Result of testing first major hypothesis:

Hypothesis 1: The expected efficiency of formed portfolio in the past time is led to (optimistic/ over-confident) behaviors of investors.

The absolute value of standard factor loading is derived greater than 0.3 between variables of expected efficiency of already-formed portfolio on behaviors of investors (optimistic/ over-confident). The value of t-statistic is also higher than 1.96 in both formulas and it shows the observed correlation is significant. Therefore, the impact of expected efficiency of portfolio is positive and significant on (optimistic/ over-confident) behaviors at confidence level 95%.

Result of testing second major hypothesis:

Hypothesis 2: The optimistic behavior is led to (turnover and high size of transactions, sharing risk, and riskability behavior) for investors.

The absolute value of standard factor loading is derived greater than 0.3 between variables of optimistic behavior that is led to (turnover and high size of transactions). The value of t-

statistic is also greater than 1.96 in all four formulas and it shows the observed correlation confidence level of 95% that optimistic behavior led to (turnover and high size of transactions) has positive and significant impact.

Result of testing third major hypothesis:

Hypothesis 3: Over-confidence behavior is led to (turnover and high size of transactions) for investors.

Based on the given results, over-confident behavior which led to (turnover and high size of transactions) has positive and significant effect.

Result of testing fourth major hypothesis:

Hypothesis 4: Interaction of psychological characteristics (optimism, over-confidence) has mediator impact on relationship between expected efficiency of formed portfolio and turnover of portfolio for investors.

According to the given results, the variables of optimism and over-confidence have mediator impact on relationship between expected efficiency of formed portfolio and turnover of portfolio.

Result of testing fifth major hypothesis:

is significant. Thus it can be implied at

Hypothesis 5: Interaction of psychological characteristics (optimism, over-confidence) has mediator effect on relationship between expected efficiency of formed portfolio and size of transactions.

Ethical Considerations

Compliance with ethical guidelines

All subjects full fill the informed consent.

Funding

No funding.

Authors' contributions

Design and conceptualization: Amir Masoud Jahani, Mohammad Reza Shourvarzi, Abolghasem Masih Abadi, Alireza Mehrazin; Methodology and data analysis: Amir Masoud Jahani; Supervision and final writing Amir Masoud Jahani, Mohammad Reza Shourvarzi.

Conflicts of interest

The authors declared no conflict of interest.



مقاله پژوهشی

ارائه مدلی برای تبیین رفتارهای مالی سرمایه‌گذاران در فعالیت‌های زیست محیطی بر مبنای ادراک از بازده پورتفوی سهام و مکانیزم‌های روانشناختی در بورس اوراق بهادار تهران

امیرمسعود جهانی^۱، محمدرضا شورورزی^۲، ابوالقاسم مسیح آبادی^۳، علیرضا مهرآذین^۴

۱. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران
۲. دانشیار گروه حسابداری، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران
۳. استادیار گروه حسابداری، واحد سبزوار، دانشگاه آزاد اسلامی، سبزوار، ایران
۴. استادیار گروه حسابداری، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران

چکیده

مقدمه و هدف: کانون توجه و هدف پژوهش حاضر ارائه مدلی برای تبیین رفتارهای مالی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران در قالب شناسایی عوامل رفتاری تأثیرگذار و اعتبارسنجی الگوی رفتاری است

مواد و روش‌ها: داده‌های حاصل از مصاحبه‌ها با استفاده از روش تحلیل محتوا مورد تحلیل قرار گرفت که ۲۲ مولفه در ۶ مقوله شناسایی و بر اساس آن پرسشنامه بخش کمی طراحی و با بهره‌گیری از استراتژی پیمایش، تعداد ۳۰۰ پرسشنامه به صورت نمونه‌گیری غیر تصادفی در دسترس توزیع که ۲۸۷ پرسشنامه تکمیل و جمع‌آوری گردید. معیارهای روایی محتوایی و سازه و آلفای کرونباخ نشان دهنده اعتبار بالای پرسشنامه بود. نتایج استخراج شده با روشهای مدل‌یابی معادلات ساختاری و با استفاده از نرم افزار Spss و Amos مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. قلمرو زمانی پژوهش بین سالهای ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۸ می‌باشد.

یافته‌ها: نتایج نشان داد که تمام تورش‌های رفتاری بر روی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر مستقیم و معنی‌دار دارند.

بحث و نتیجه‌گیری: و این نشان می‌دهد که سوگیری‌های شناختی مقدم بر سوگیری‌های احساسی هستند که در کنار تأثیر عوامل فرهنگی، موجب بروز رفتارهای توده‌وار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌شود.

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۹/۱۰

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۱۲/۱۲

شماره صفحات: ۱۲۸-۱۱۲

از دستگانه خود برای اسکن و خواندن مقاله به صورت آنلاین استفاده کنید



Doi:
10.30495/jae.2022.4535

واژه‌های کلیدی:

تورش‌های رفتاری، مکانیزم‌های روانشناختی، مومنتوم

* نویسنده مسئول: محمدرضا شورورزی

نشانی: دانشیار گروه حسابداری، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران

تلفن: ۰۹۱۲۵۸۴۸۹۱۰

پست الکترونیکی: m_r_shoorvarzy@yahoo.com

توجه قرار گرفته است، بطوری که گزارش های مالی شرکت ها را نیز تحت تأثیر قرار داده است.

حسابداری محیط زیست دارای اهدافی است که در زیر به آن اشاره می شود.

- تعیین فرصت‌های محیطی و محدود کردن هزینه‌های اضافی که ارزش افزوده فراهم نمی‌کند.
- برآورد هزینه‌های زیست محیطی واحدهای تولیدی و منظور کردن آن در حساب سربار ساخت.
- اجرا و نگهداری یک سیستم اطلاعاتی محیطی برای ارتقا مدیریت عملیاتی.
- تعیین هزینه‌ها و بازده آتی ناشی از پیاده سازی سیستم اطلاعاتی مدیریت محیط زیست.

پاکیزگی محیط و کسب سود.

- افزایش میزان اطلاعات مربوط به حفظ محیط زیست و در دسترس افرادی که به آن نیاز دارند، قرار داده تا در تصمیم‌گیری از آن بهره‌مند شوند.
- ضرورت هزینه‌یابی عوامل آلاینده محیط بانضمام ضرورت تشخیص بهینه عوامل تولید.
- کنترل هزینه‌های عوامل آلاینده محیط بانضمام کنترل هزینه‌های ساخت محصول.
- گزارشگری نتایج کسب سود بانضمام گزارشگری نتایج عملکرد زیست محیطی.

اصلاح رویه‌های حسابداری.

- محاسبه هزینه نهایی جمع‌آوری هزینه‌های محیط زیست و جلوگیری کردن از ضایعات مربوط به استفاده مواد شیمیایی.
 - محاسبه هزینه واقعی و جایگزینی آن در برنامه‌ریزی، بهینه سازی و تصمیم‌گیری.
 - شناسایی فرصت های زیست محیطی موجود برای ایجاد سود خالص.
 - تدوین روش های حسابداری بهای تمام شده و قیمت گذاری محصولات محیطی.
- بطور کلی: هدف کلی حسابداری محیط زیست فراهم آوردن اطلاعات درباره وضعیت آثار و ... انجام فعالیت واحد تجاری مرتبط با محیط زیست برای استفاده کنندگان برون سازمانی و درون سازمانی می‌باشد. این اطلاعات برای استفاده کنندگان در جهت تصمیم‌گیری و ارزیابی تداوم فعالیت های واحد تجاری و همچنین ارزیابی تداوم ارتباط استفاده کنندگان با واحد تجاری مفید می‌باشد.

استفاده از علوم مختلف در حل مسائل پیش روی پژوهشگران مالی در سال های اخیر به صورت چشمگیری افزایش یافته است. تا اوایل قرن بیستم میلادی اقتصاد نئوکلاسیک، روانشناسی را به عنوان یک عامل اثرگذار در مباحث اقتصادی نادیده می انگاشت. کانمن و تورسکی (Kahnemann D, A Tversky, 1979) با بیان نظریه چشم انداز، مقدمات ارائه مکتبی جدید به نام مالی رفتاری را فراهم کردند. در مالی رفتاری با استفاده از تلفیق علم روانشناسی و مالی دیدگاهی ارائه شد که توانست رفتار سرمایه گذاران را در تصمیمات مالی توضیح دهد. مالی رفتاری، مطالعه نحوه تحلیل و تفسیر افراد از اطلاعات برای اتخاذ تصمیم های سرمایه گذاری آگاهانه می باشد. عبارت دیگر مالی رفتاری به دنبال تاثیر فرآیندهای روانشناختی در تصمیم گیری است. طرفداران مالی رفتاری اعتقاد راسخی دارند که آگاهی از تمایلات روانشناختی در عرصه سرمایه گذاری، کاملاً ضروری و نیازمند توسعه جدی دامنه مطالعاتی است و برای کسانی که نقش روانشناسی در دانش مالی را به عنوان عاملی اثرگذار بر بازارهای اوراق بهادار و تصمیمات سرمایه گذاران بدیهی می دانند، قبول وجود تردید در مورد اعتبار مالی رفتاری دشوار است. موفقیت دانش مالی رفتاری به عنوان یک رشته مستقل دانشگاهی، مرهون پروفیسور ورنون اسمیت می باشد.

(Rahnamaye Rood Poshti, 2012)

گرچه امروزه عوامل و رفتارهای روانشناسی سرمایه گذاران در حوزه تصمیم گیری یک امر سرنوشت ساز می باشد و در این رهگذر قانداختلاف نظری بین صاحب نظران و محققان وجود ندارند، اما نحوه تاثیر، کمیت و کیفیت پایایی و استمرار و ... عوامل روانشناسی برای تصمیم گیری و نیز متغیرهای محیطی و سازمانی از جمله موضوعات چالش برانگیز است. (Rahnamaye Rood Poshti, 2012) هدف از این تحقیق تبیین رفتارهای مالی سرمایه‌گذاران بر مبنای ادراک از بازده پور تفوی سهام و مکانیزم‌های روانشناختی پایدار در بورس اوراق بهادار تهران است.

حسابداری محیط زیست در برگیرنده مجموعه فعالیتهایی است که موجب افزایش توان سیستم های حسابداری در جهت شناسایی، ثبت و گزارشگری آثار ناشی از تخریب و آلودگی محیط زیست می‌شود. هدف حسابداری محیط زیست، فراهم آوردن اطلاعات برای ارزیابی عملکرد، تصمیم‌گیری، کنترل و گزارشگری به گروه های ذینفع می‌باشد. بطور کلی، توجه به خسارت و آلودگی محیط زیست در سال های اخیر بسیار مورد

کالاهای آلاینده دارند. بنابراین ورود سرمایه‌های خارجی به این کشورها که بیشتر در بخش‌های آلاینده صورت می‌گیرد باعث افزایش آلودگی می‌شود. از طرف دیگر بر اساس نظریه گروسمن که عوامل تاثیرگذار بر میزان آلودگی یک کشور را، اثرات مقیاس، ساختاری و تکنیکی را بیان می‌کند. می‌توان نتیجه گرفت که ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر هر سه اثر موثر است. چرا که FDI هم باعث افزایش رشد اقتصادی و هم افزایش مقیاس تولید می‌شود. لذا ما در این پژوهش برآنیم که مکانیزم های روانشناختی سرمایه‌گذاران در این حوزه را بررسی کنیم.

اقتصاد رفتاری در اقتصاد محیط زیست دارای کاربرد و اهمیت فراوانی است. در این پژوهش برآنیم تا لزوم بهره‌گیری از رویکردهای دیگری جز اقتصاد نئوکلاسیک را در اقتصاد محیط زیست نشان دهیم و به‌طور خاص نقش اقتصاد رفتاری را در این امر اثبات کنیم و به بررسی میزان تاثیر این شاخه از دانش اقتصاد در مباحث اقتصاد محیط زیست بپردازیم. دغدغه‌ی ما در پژوهش حاضر این بود که چقدر اقتصاد رفتاری می‌تواند در جذب سرمایه‌گذار در محیط زیست نقش ایفا کند و اینکه کدام‌یک از موارد لیست رفتارهای غیرمتعارف انسان در اقتصاد رفتاری (تورش های رفتاری)، به‌صورت بالقوه می‌تواند سیاست‌های سرمایه‌گذاران در حوزه زیست محیطی را تحت تاثیر قرار دهد. از این‌رو به‌عنوان مطالعه موردی به سراغ

یکی از موارد این لیست یعنی حوزه محیط زیست رفتیم تا ببینیم که آیا بررسی مکانیزم های روانشناختی پایدار، نتایج آن و سیاست‌های تجویزی بر اساس آن تأثیری خواهد داشت یا خیر. لذا ضمن بازنگری فروض ابتدایی اقتصاد محیط‌زیست، با تأکید بر رویکرد رفتاری از علم اقتصاد، با روش اسنادی و کتابخانه‌ای به دنبال پاسخ به سئوالاتی درباره‌ی رابطه شکست رفتاری سرمایه‌گذاران و اقتصاد محیط زیست بودیم. سئوالاتی از این‌دست که: «شکست رفتاری سرمایه‌گذاران در کجا با علم اقتصاد محیط‌زیست و منابع مرتبط می‌شود؟» و «شکست رفتاری سرمایه‌گذاران چگونه می‌تواند در حوزه‌ی سیاست‌های زیست محیطی تأثیرگذار باشد؟»

دانش مالی رفتاری در تلاش برای توضیح و ارتقا درک الگوهای سرمایه‌گذاری است که این دانش به مطالعه عوامل روانشناختی و جامعه‌شناسی می‌پردازد که همانطور که در جدول شماره ۱ مشاهده می‌شود بر فرآیند تصمیم‌گیری مالی افراد، گروه‌ها و موسسات تأثیرگذار است.

در مورد تاثیر سرمایه‌گذاری مستقیم بر عملکرد زیست محیطی باید گفت که سرمایه‌گذاری مستقیم یکی از عوامل رشد اقتصادی محسوب می‌شود و رشد اقتصادی هم طبق فرضیه زیست محیطی کوزنتز بر محیط زیست اثر می‌گذارد. لازم به ذکر است که ارتباط میان رشد اقتصادی و کیفیت زیست محیطی در یک بستر زمانی بلندمدت می‌تواند به‌صورت مستقیم، معکوس و یا ترکیبی از هر دو باشد. ادبیات این موضوع از سال ۱۹۹۲ توسط مقاله‌ای از گروسمن و کروگر آغاز شد و بسط یافت.

مسائل ناظر بر تجارت و محیط زیست خصلت چند بعدی و پیچیده‌ای دارند. صرفنظر از آنکه مسائل زیست محیطی مشکلات متعددی را برای استفاده از منابع طبیعی یک کشور مطرح می‌سازند، می‌توان گفت که مسائل فوق‌الذکر بر هزینه‌های تولید، الگوی تجارت، مکان‌یابی فعالیت‌های صنعتی و سرانجام منافع حاصل از تجارت اثرگذار خواهند بود. از دهه ۱۹۷۰ به بعد، این واقعیت از اهمیت قابل ملاحظه‌ای در حوزه‌های تجارت بین‌الملل برخوردار شد. زیرا بسیاری از کشورهای صنعتی در این راستا برنامه‌های کنترلی مهمی را برای بهبود شرایط زیست محیطی خود آغاز کردند. هم‌چنین طی این دوره جهانی شدن اقتصاد به مثابه یک سیاست توسعه‌ای رواج یافت. اثرات زیست محیطی اقدامات به‌عمل آمده در زمینه سیاست‌های تجاری نگرانی‌هایی را نیز به‌همراه داشته است که برخی از آنها در کنفرانس سازمان ملل در استکهلم درباره توسعه و تجارت مطرح گردید. توجه به این نگرانی‌ها ناشی از توجه به این واقعیت است که جهانی‌شدن اقتصاد اثرات مثبت و منفی بر روی کیفیت محیط زیست داشته است. این نگرانی‌های زیست محیطی در توافق‌نامه‌های تجاری از جمله توافق‌نامه عمومی تعرفه و تجارت و توافق‌نامه تجارت آزاد در آمریکا شمالی مطرح شده‌اند. طرفداران حفاظت از محیط زیست و هواداران تجارت آزاد به‌طور یکسان توجه خود را معطوف به چنین مسائلی نموده‌اند. برای بررسی این نگرانی‌ها، باید پیوندهای پیچیده موجود میان تجارت بین‌الملل و کیفیت محیط زیست مشخص گردد. در بسیاری از مطالعات حوزه محیط زیست از متغیر سرمایه‌گذاری مستقیم به‌عنوان جانشینی برای بیان اثر تجارت بر محیط زیست استفاده شده است.

نحوه اثرگذاری سرمایه‌گذاری مستقیم بر عملکرد زیست محیطی مخصوصاً در مورد کشورهای درحال توسعه متفاوت است. بر اساس فرضیه لنگرگاه آلودگی، کشورهای درحال توسعه به سبب قوانین زیست محیطی ضعیف، مزیت نسبی در تولید

جدول ۱. تعریف عناصر و اصول مالی رفتاری

روانشناسی	علم کشف رفتار و فرآیندهای ذهنی است. این علم به بررسی تاثیر عناصر فیزیکی، ذهنی و محیطی بر افراد می پردازد.
جامعه شناسی	مطالعه سیستماتیک از رفتار اجتماعی افراد و گروههاست. این بخش بطور ابتدایی به بررسی تاثیر ارتباط اجتماعی افراد بر رفتارها و نگرشهای آنان می پردازد.
مالی	علم مالی اصول و قوانینی است که ارزش بسیاری داشته و عوامل موثر بر تصمیم گیری را تعیین می کند. عملکرد مالی بر سرمایه تاثیر می گذارد. این فرآیند شامل جذب، سرمایه گذاری و مدیریت منابع است.

جدول ۲. تعاریفی از دانش مالی رفتاری

ردیف	محقق	سال	تعریف
1	تالر	1993	مالی رفتاری به معنی نگرش به دانش مالی با ذهن باز است و به مطالعه اثرهای روانشناسی بر روی افراد در بازارهای مالی می پردازد.
2	سوول	2003	دانش مالی رفتاری، مطالعه اثرهای روانشناسی بر روی رفتار سرمایه گذاران و متعاقباً بر روی رفتار بازارهاست.
3	لینتتر	2005	دانش مالی رفتاری به معنی مطالعه نحوه تاثیر و عکس العمل انسان ها به اطلاعات به منظور اتخاذ تصمیم آگاهانه است.
4	مرتون	2008	اساس و مرکز نظریه مالی رفتاری عبارت است از مطالعه عوامل رفتاری در نحوه تخصیص و آرایش منابع، از نظر زمانی و مکانی و در یک محیط نامطمئن.
5	اولسن	2009	دانش مالی رفتاری به دنبال فهم و درک و پیش بینی نتایج حاصل از فرآیندهای روانشناختی تصمیم گیری است و یا به دنبال تاثیر فرآیندهای روانشناختی در تصمیم گیری است.
6	شرفین	2009	دانش مالی رفتاری مطالعه چگونگی تاثیرگذاری روانشناسی بر تصمیم گیریهای مالی و بازارهای مالی است.

با رفتارهای مالی بررسی کرده است. اما بررسی اینکه کدام بازدههای پورتنفوی دریافت شده در گذشته منجر به حجم مبادلات و ریسک پذیری بیشتر شده است، تاکنون به صورت تجربی آزمون نشده است. علاوه بر این موضوع، در پژوهش های انجام شده، تأثیر بالقوه متغیرهای تعدیل کننده بر روابط پیش گفته بررسی نشده است. آنچه از نتایج پژوهش های گذشته بدست می آید این است که مکانیسم های روانشناختی پایدار به عنوان یک عامل تعدیل گر، می تواند بازده های کسب شده از پورتنفوی در گذشته را به حجم مبادلات سهام و ریسک پذیری در آینده پیوند دهد. بنابراین هدف این پژوهش، ارائه مدلی برای تبیین رفتارهای مالی بر مبنای ادراک سرمایه گذاران در فعالیتهای زیست محیطی در بورس اوراق بهادار تهران (دلیل انتخاب بورس اوراق بهادار تهران که اولین بازار بورس می باشد تنوع و گستردگی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می باشد که همین امر موجب تنوع جامعه آماری می شود) است. برای دستیابی به این هدف، در این پژوهش با ترکیب دو دسته از ادبیات مالی، یکی اثر مومنتوم بازده پورتنفوی شکل گرفته در گذشته بر انحرافات رفتاری و دیگری تأثیر انحرافات رفتاری بر

در بررسی تأثیر کانون کنترل بر خطاهای ادراکی در تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران دریافتند که رضایت شغلی، انگیزش، کارایی، تجربیات مثبت کاری و استرس بر خطاهای ادراکی تأثیرگذار است ولی استراتژی های مدیریتی بر خطاهای ادراکی تأثیرگذار نیست.

در بررسی واکنش های رفتاری در بورس دریافتند که سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران در ۴۰ درصد رفتارها و تصمیمات خریدوفروش سهام، رفتار توده وار دارند و در ۳۳ درصد مواقع فرایند دقیق و تحلیلی را برای تصمیم خریدوفروش سهام انتخاب کرده و منطقی رفتار می کنند. همچنین حدود ۲۲ درصد رفتارهای سرمایه گذاران واکنشی و حدود ۵ درصد تصمیمات خریدوفروش سهام آن ها شهودی می باشد؛ بر اساس نتایج دیگر این پژوهش عوامل مربوط به بازار سهام و آموزش و فرهنگ، بیش از سایر عوامل بر رفتارهای سرمایه گذاران مؤثر است.

در پژوهش های انجام گرفته توسط پژوهشگران پیشین، با وجود توانایی پیش بینی رفتار سرمایه گذاری در بازار، ادبیات مربوط عمدتاً بازده دریافت شده پورتنفوی یا بازده بازار در زمان گذشته را

شکل داده ها در بخشی از پژوهش به صورت روایت هایی شفاهی و در بخشی دیگر در قالب اعداد و ارقام هستند که گردآوری و تحلیل آنها مستلزم اتخاذ رویکردی ترکیبی می باشد. تئوری های مورد بررسی و مصاحبه های عمیق تکمیل کننده چرخه های قیاسی و استقرایی در فرآیند پژوهش هستند که تعامل و تناوب آنها در پارادایم پراگماتیسم توجیه پذیر است. هدف پژوهش، تأیید نظریه ها و مدل های مشخصی نمی باشد. بلکه هدف اصلی استخراج مفروضات کاربردی حاصل از نظریه ها است که با کمک آن ها شناخت عمیق نسبت به موضوع ایجاد می گردد و شناخت حاصل مورد آزمون قرار می گیرد. روش گردآوری داده ها در بخشهای مختلف، متفاوت است که نشان دهنده اتخاذ راهبرد ترکیبی می باشد. این موضوع مورد تأکید پارادایم پراگماتیسم می باشد.

در این پژوهش، دو رویکرد استقرایی و قیاسی - به طور مجزا از هم و عدم امتزاج آنها - مبنای انجام پژوهش قرار می گیرد. در بخش کیفی، مصاحبه های نیمه ساختار یافته عمیق، طراحی و انجام شد تا عوامل، مصادیق و مولفه های تاثیرگذار بر رفتار سرمایه گذاران بر اساس مقوله های شناسایی شده، استخراج گردند. علت استفاده از مصاحبه، انعطاف این شیوه و غنای اطلاعاتی بالاتر آن نسبت به سایر شیوه های کیفی جمع آوری اطلاعات (مانند مشاهده مشارکتی و ...) است. در بخش کمی پژوهش، ضمن بهره گیری استراتژی پیمایش، اطلاعات مورد نیاز در این بخش از جامعه آماری پژوهش با استفاده از ابزار پرسشنامه محقق ساخته (با استفاده از مرور ادبیات موضوع، پیشینه پژوهش و نتایج حاصل از مصاحبه ها)، جمع آوری گردید. همانطور که اشاره گردید جامعه آماری در این مرحله، مشارکت کنندگان در بازار سرمایه شامل مدیران کارگزاری ها، صندوق های سرمایه گذاری، سبدهای سرمایه گذاری، معامله گرهای ایستگاه های معاملاتی و تحلیل گران دارای مدارک حرفه ای و سابقه بالا می باشد. با توجه به نامشخص بودن جامعه در این بخش، فرآیند نمونه گیری به صورت غیر تصادفی و با روش نمونه گیری غیر تصادفی در دسترس انجام گرفت. به منظور نمونه گیری، با توجه به نامشخص بودن جامعه آماری پژوهش برای تعیین حداقل حجم نمونه از فرمول کوکران عدد ۲۸۷ استخراج گردید. در ادامه پژوهش برای انجام پیش آزمون، در مرحله اول، پرسشنامه محقق ساخته به صورت مقدماتی توزیع گردید و داده های به دست آمده جهت بررسی پایایی و همگنی بین سوالات مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. بر اساس این نتایج، برخی اصلاحات در پرسشنامه انجام شد تا پایایی آن افزایش یابد. به این منظور در این مرحله نیز سوالاتی که همبستگی آنها با نمره کل منفی بود یا

رفتار معاملات سهام و ریسک پذیری، مدل مفهومی جدیدی توسعه داده خواهد شد تا از خلأهای پژوهش های پیشین در این زمینه در داخل کشور کاسته شده و موجب غنای ادبیات موضوع شود.

با توجه به مطالعات انجام شده در داخل و خارج کشور و با اشاره به مبنای نظری بحث شده، پژوهش های اخیر به سمت ترکیب عوامل مختلف برای پیش بینی رفتار مالی سرمایه گذاران در تمامی حوزه ها در بورس حرکت کرده است.

از این رو این پژوهش در پی پاسخگویی به این پرسش است که آیا با پیش بینی رفتارهای مالی سرمایه گذاران بر مبنای مؤلفه های روانشناختی و بازده شکل گرفته در گذشته در این پژوهش، سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران می توانند از این مدل برای انتخاب پورتفوی بهینه در راستای کاهش ریسک سرمایه گذاری خود استفاده کنند.

مواد و روش ها

جامعه آماری پژوهش، خبرگان بازار سرمایه بوده که شامل مدیران کارگزاریهای منطقه ای، مشاوران، سیدگردانان و کارگزاران و سرمایه گذارانی با ویژگی های زیر بود که به صورت هدفمند انتخاب و مورد مصاحبه قرار گرفتند:

- حداقل پنج سال تجربه فعالیت در بورس اوراق بهادار
- دارای ارتباط موثر با سرمایه گذاران
- دارای ارتباط با نهادهای فعال بورس اوراق بهادار
- احاطه به موضوعات علمی مرتبط با بورس اوراق بهادار
- اشراف به مباحث سیاسی - اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی و

جمعیت شناختی

بر اساس مراجعه پژوهشگر به خبرگان شناسایی شده و جلب همکاری آنان در رابطه با شرکت در مصاحبه نیمه ساختار یافته و موافقت آنان نسبت به این موضوع، مصاحبه با بیست تن از خبرگان در ادامه انجام شد تا در نهایت پژوهشگر به کفایت اطلاعاتی دست پیدا نمود.

با توجه به ملاحظات موجود در انجام پژوهش حاضر، پارادایم حاکم بر آن، پراگماتیسم می باشد. این ملاحظات عبارتند از:

توجه ویژه به بستر پژوهش

- تلفیق روش های کمی و کیفی به منظور جمع آوری اطلاعات (نگرش عینی و ذهنی)
- تعبیر و تفسیر اطلاعات با استفاده از روش های کمی و کیفی
- استفاده از رویکرد استقرایی و قیاسی در مراحل مختلف پژوهش
- توجه به جهانی چندبعدی متناسب با هر مرحله از پژوهش
- شناخت ارزشمند؛ شناخت دارای ارزش عملی

روش تحلیل محتوا و در بخش کمی پژوهش، از روش تحلیل مسیر استفاده گردید. از آنجا که تحلیل مسیر از روش‌های مبتنی بر رگرسیون چندگانه استفاده می‌کند، می‌تواند به عنوان نوعی از مدل معادلات ساختاری محسوب شود. بطور کلی جمع‌بندی مختصات پژوهش به لحاظ مباحث روش شناختی در جدول شماره ۳ بیان شده است:

همبستگی خیلی پایینی داشتند از مجموعه سوالات حذف شدند که موجب کاهش تعداد سوالات شد. جمله بندی برخی از سوالات نیز اصلاح گردید. میزان پایایی پرسشنامه‌های اولیه از طریق نرم افزار SPSS و با استفاده از ضریب آلفای کرونباخ عدد ۰/۷۷ حاصل شد که بیانگر پایایی خوب پرسشنامه بود. در نهایت در بخش کیفی پژوهش، تحلیل مصاحبه‌ها با استفاده از

جدول ۳. مختصات پژوهش

ردیف	موضوع	انتخاب
1	پارادایم پژوهش	پراگماتیسم
2	فلسفه‌های تشکیل دهنده پارادایم	تفسیرگرایی و پوزیتیویسم
3	طرح پژوهش	ترکیبی
4	استراتژی‌های پژوهش	پدیدار نگاری و پیمایش
5	افق زمانی	تک مقطعی
6	جامعه آماری	در پژوهش کیفی: خبرگان بازار سرمایه در پژوهش کمی: سرمایه‌گذاران بازار سرمایه در بعد تئوریک و پیشینه: مطالعات کتابخانه‌ای در بعد کیفی: مصاحبه‌های نیمه ساختار یافته عمیق در بعد کمی: پرسشنامه
7	روش جمع‌آوری اطلاعات	در بعد کیفی: نمونه‌گیری هدفمند در بعد کمی: نمونه‌گیری غیر تصادفی در دسترس
8	روش نمونه‌گیری	در بعد کیفی (مصاحبه‌ها): تحلیل محتوا در بعد کمی (پرسشنامه‌ها): تحلیل مسیر
9	روش تجزیه و تحلیل اطلاعات	در بعد کیفی: معیارهای قابلیت اعتبار پذیری، قابلیت اطمینان پذیری و قابلیت انتقال در بعد کمی: روایی محتوا، تحلیل عاملی اکتشافی مولفه‌ها و سازه‌ها، آلفای کرونباخ
10	روایی و پایایی	

منبع: یافته‌های پژوهش

یافته‌ها

و پارامترهای پراکندگی (انحراف معیار، واریانس و دامنه تغییرات) مطابق جدول شماره ۴، استفاده شده است. تحلیل توصیفی متغیرهای پژوهش: جهت تحلیل توصیفی متغیرهای پژوهش از پارامترهای مرکزی (میانگین، میانه و مد)

جدول ۴. تحلیل توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	تعداد	میانگین	میانه	انحراف معیار
باور گرایی	287	3.59	3.15	1.028
توان پنداری	278	3.54	3.37	1.041
رویداد گرایی	287	3.91	3.36	1.077
سازگارگرایی	287	3.94	3.58	.899
آشناگرایی	287	3.96	3.42	.776
نمانگری	287	3.33	3.02	.870
کوتاه نگری	287	3.37	3.11	.655
گردش پرتفوی	287	3.21	3.03	.759

منبع: یافته های پژوهش

بر اساس آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول شماره ۴، تمامی متغیرها دارای میانگین بزرگتر از حد وسط لیکرت هستند، بنابراین همه متغیرها از اهمیت بالایی برخوردار هستند. بزرگترین میانگین مربوط به متغیر آشناگرایی است (۳/۹۶). همچنین انحراف معیار همه متغیرها کمتر از ۲ است بنابراین تمامی متغیرها از سطح پراکندگی یکسانی برخوردارند. کمترین انحراف معیار مربوط به متغیر کوتاه نگری است (۰/۶۵۵). نزدیکی میانه به میانگین، دلیلی بر نرمال بودن توزیع جامعه است.

بحث و بررسی

بررسی فرضیه اول:

فرضیه اول: بازده پورتفوی شکل گرفته در گذشته منجر به رفتارهای (خوش بینی/فرااعتمادی) می شود.

H0: بازده پورتفوی شکل گرفته در گذشته منجر به رفتارهای (خوش بینی/فرااعتمادی) نمی شود.

H1: بازده پورتفوی شکل گرفته در گذشته منجر به رفتارهای (خوش بینی/فرااعتمادی) می شود.

جدول ۵. تأثیر بازده پورتفوی شکل گرفته در گذشته بر رفتارهای (خوش بینی/فرااعتمادی)

متغیر مستقل	متغیر وابسته	بارعاملی	آماره t	سطح معناداری	وضعیت
بازده پورتفوی گذشته	رفتار خوش بینی	.41	4.89	.000	تأیید
	رفتار فرااعتمادی	.45	4.97	.000	تأیید

منبع: یافته های پژوهش

خوش بینانه و هیجانی می شود. اگر بازده منفی بوده، سبب ریسک گریزی و رفتارهای کنترلی می شود. در این حالت ریسک و قیمت ریسک در نظر سرمایه گذاران اهمیت بالایی دارد. ریسک گریز تر می شوند و قیمت ریسک آن ها افزایش می یابد.

با بررسی پژوهش های گذشته، (Khan, Mohammad, Tariqul Islam & Tan, Siow-Hooi & Chong, Lee, 2017)، نشان داد که بازده پرتفوی شکل گرفته در گذشته بر رفتار خوش بینانه، فرااعتمادی و ریسک گریزی تأثیر معنی داری داشته است و با نتایج به دست آمده در این فرضیه همسو است. (منکف و همکاران، ۲۰۱۳) نیز متغیر بازده پرتفوی شکل گرفته در گذشته را مورد بررسی قرار داده است و اهمیت آن را در رفتار سرمایه گذاران نشان داده است.

بررسی فرضیه دوم:

فرضیه دوم: رفتار خوش بینانه منجر به (گردش پورتفوی و حجم معاملات) می شود.

H0: رفتار خوش بینانه منجر به (گردش پورتفوی و حجم معاملات) نمی شود.

H1: رفتار خوش بینانه منجر به (گردش پورتفوی و حجم معاملات) می شود.

جدول ۶. تأثیر رفتار خوش بینانه منجر به (گردش پورتفوی، حجم معاملات)

متغیر مستقل	متغیر وابسته	بارعاملی	آماره t	سطح معناداری	وضعیت
رفتار خوش بینانه	گردش پورتفوی	.45	5.19	.000	تأیید
	حجم معاملات	.33	3.37	.000	تأیید

یافته های جدول شماره ۵ نشان می دهد که قدر مطلق بارعاملی استاندارد میان متغیرهای بازده پورتفوی شکل گرفته در گذشته بر رفتارهای سرمایه گذاران (خوش بینی/فرااعتمادی)، بالاتر از ۰/۳ به دست آمده است. مقدار آماره تی نیز در هر دو رابطه از ۱/۹۶ بزرگتر بوده و نشان می دهد همبستگی مشاهده شده معنادار است. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ بازده موردانتظار پورتفوی بر رفتارهای (خوش بینی/فرااعتمادی)، مثبت و معنی دار است. بیشترین تأثیر بر رفتار فرااعتمادی (۰/۴۵) و کمترین تأثیر بر رفتار خوش بینی می باشد (۰/۴۱).

تفسیر نتایج حاکی از این است که بازده پرتفوی شکل گرفته در گذشته بر رفتار خوش بینی و فرا اعتمادی تأثیر مثبت و معنی داری دارد. بنابراین بر اساس نتیجه این فرضیه بازده می تواند بر ویژگی های روان شناختی و رفتار سرمایه گذاران تأثیرگذار باشد. بر اساس بازده تحقق یافته، سرمایه گذاران نگرش خوش بینانه و یا بدبینانه نسبت به بازار سهام پیدا کرده و سبب رفتار احساسی شده و بر روی قضاوت سرمایه گذاران در سرمایه گذاری تأثیر می گذارد. اگر بازده مثبت بوده باشد سبب رفتار خوش بینانه، هیجانی و یا فرا اعتمادی می شود. در این حالت سرمایه گذاران به طور فعال تر تمایل به صدور علائم خرید دارند. بنابراین احساسات بالاتر سبب افزایش رفتارهای

منبع: یافته های پژوهش

خوش بین می‌پذیرند که افزایش در بازده می‌تواند افزایش‌های بعدی در بازده را در پی داشته باشد. با بررسی پژوهش های گذشته (Weber, M.E.U, Weber, M. and Nasic, A, 2010) نشان دادند که رفتار خوش بینانه بر عملکرد سرمایه گذاران تأثیرگذار است. (Khan, Mohammad Tariqul Islam & Tan, Siow-Hooi & Chong, Lee, 2017) به بررسی رفتار خوش بینانه پرداخت و نشان داد رفتار خوش بینانه بر گردش پورتنفوی، حجم معاملات، تسهیم ریسک، تمایل به ریسک تأثیر مثبت و معنی دار دارد. بنابراین این پژوهش ها با فرضیه حاضر همسو هستند.

بررسی فرضیه سوم:

فرضیه سوم: رفتار فرااعتمادی منجر به (گردش پورتنفوی و حجم معاملات) می شود.
H0: رفتار فرااعتمادی منجر به (گردش پورتنفوی و حجم معاملات) نمی شود.
H1: رفتار فرااعتمادی منجر به (گردش پورتنفوی و حجم معاملات) می شود.

جدول ۷. تأثیر رفتار فرااعتمادی منجر بر (گردش پورتنفوی، حجم معاملات)

متغیر مستقل	متغیر وابسته	بارعاملی	آماره t	سطح معناداری	وضعیت
رفتار فرااعتمادی	گردش پورتنفوی	.36	3.42	.000	تأیید
	حجم معاملات	.33	3.21	.000	تأیید

منبع: یافته های پژوهش

بیشتر است. با افزایش سطح فرااعتمادی انتظار می‌رود بازدهی بلندمدت سرمایه‌گذاران کاهش یابد. علت این امر، افزایش هزینه‌های معاملاتی شناسایی شده است. این افراد دارای توالی معاملاتی بیشتری هستند. بنابراین گردش پورتنفوی بالایی دارند. با بررسی پژوهش های گذشته، نتایج نشان دادند که رفتار فرااعتمادی بر عملکرد سرمایه گذاران تأثیرگذار است. همچنین (Khan, Mohammad Tariqul Islam & Tan, Siow-Hooi & Chong, Lee, 2017) به بررسی تأثیر فرااعتمادی بر گردش پورتنفوی، حجم معاملات، تسهیم ریسک، تمایل به ریسک تأثیر مثبت و معنی داری دارد. بنابراین این پژوهش ها با فرضیه حاضر همسو هستند.

بررسی فرضیه چهارم:

فرضیه چهارم: تعامل ویژگی های روانشناختی (خوش بینی و فرااعتمادی) اثر میانجی بر رابطه بازده پورتنفوی شکل گرفته و گردش پورتنفوی سرمایه گذاران دارد.

یافته های جدول شماره ۶ نشان می دهد که قدر مطلق بارعاملی استاندارد میان متغیرهای رفتار خوش بینانه منجر به (گردش پورتنفوی و حجم معاملات)، بالاتر از ۰/۳ به دست آمده است. مقدار آماره تی نیز در هر دو رابطه از ۱/۹۶ بزرگتر بوده و نشان می‌دهد همبستگی مشاهده شده معنادار است. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ تأثیر رفتار خوش بینانه منجر به (گردش پورتنفوی و حجم معاملات)، مثبت و معنی دار است. بیشترین تأثیر بر گردش پورتنفوی (۰/۴۵) و کمترین تأثیر بر حجم معاملات می باشد (۰/۳۳).

تفسیر نتایج حاکی از این است که تأثیر رفتار خوش بینانه منجر بر (گردش پورتنفوی و حجم معاملات)، مثبت و معنی دار است. سرمایه‌گذاران خوش بین به‌عنوان افرادی شناخته می‌شوند که در جست‌وجوی انتخاب استراتژی‌های سرمایه‌گذاری با بیشترین منفعت است. بنابراین رفتار خوش بینانه انتظار دارد که رویدادهای خوبی را تجربه کند. این رفتار خوش بینانه بر حالت ذهنی سرمایه‌گذاران اشاره دارد. سرمایه‌گذار خوش بین به‌منظور دستیابی به بازده بیشتر، قیمت را بیش از حد برآورد می‌کند و از این رو حجم معاملات بالاتری دارد. سرمایه‌گذاران

یافته های جدول شماره ۷ نشان می دهد که قدر مطلق بارعاملی استاندارد میان متغیرهای رفتار فرااعتمادی منجر بر (گردش پورتنفوی و حجم معاملات)، بالاتر از ۰/۳ به دست آمده است. مقدار آماره تی نیز در هر دو رابطه از ۱/۹۶ بزرگتر بوده و نشان می‌دهد همبستگی مشاهده شده معنادار است. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ تأثیر رفتار فرااعتمادی منجر بر (گردش پورتنفوی و حجم معاملات)، مثبت و معنی دار است. بیشترین تأثیر بر گردش پورتنفوی (۰/۳۶) و کمترین تأثیر بر حجم معاملات می باشد (۰/۳۳). تفسیر نتایج بیانگر این است که تأثیر رفتار فرا اعتمادی منجر بر (گردش پورتنفوی و حجم معاملات)، مثبت و معنی دار است. رفتار فرا اعتمادی سبب می‌شود که انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک‌ها را کمتر از حد تخمین زده، در مورد توانایی‌های خود در کنترل وقایع و رویدادها مبالغه کرده و احساس نماید روی مسائل کنترل دارد، درحالی که ممکن است درواقع این‌گونه نباشد. بنابراین حجم معاملات در سرمایه‌گذاران دارای فرااعتمادی نسبت به سایر سرمایه‌گذاران

رابطه بین متغیر مستقل و وابسته را با XY داده شده است.
 رابطه بین متغیر مستقل و میانجی را با XM داده شده است.
 رابطه بین متغیر میانجی و وابسته را با MY داده شده است.
 اثر کل متغیر X بر متغیر $Y = XM + (XM*XY)$
 بنابراین براساس فرمول ارائه شده فوق، نتایج جدول شماره ۸ بدست آمد.

H0: تعامل ویژگی‌های روانشناختی (خوش بینی و فرااعتمادی) اثر میانجی بر رابطه بازده پورتنفوی شکل گرفته و گردش پورتنفوی سرمایه‌گذاران ندارد.
 H1: تعامل ویژگی‌های روانشناختی (خوش بینی و فرااعتمادی) اثر میانجی بر رابطه بازده پورتنفوی شکل گرفته و گردش پورتنفوی سرمایه‌گذاران دارد.
 به منظور تعیین بار عاملی در حالت متغیر میانجی رابطه زیر برقرار است:

جدول ۸. اثر میانجی ویژگی‌های روانشناختی (خوش بینی، فرااعتمادی) بر رابطه بازده پورتنفوی شکل گرفته و گردش پورتنفوی

وضعیت	تأثیر در حالت میانجی	تأثیر میانجی بر وابسته	تأثیر مستقل بر میانجی	متغیر وابسته	متغیر میانجی	متغیر مستقل
تأیید	.59	.45	.41	خوش بینی	گردش پورتنفوی	بازده پورتنفوی شکل گرفته
تأیید	.56	.36	.45	فرااعتمادی	پورتنفوی	

منبع: یافته‌های پژوهش

فرااعتمادی) اثر میانجی بر رابطه بازده پورتنفوی شکل گرفته و حجم معاملات سرمایه‌گذاران دارد.
 H0: تعامل ویژگی‌های روانشناختی (خوش بینی و فرااعتمادی) اثر میانجی بر رابطه بازده پورتنفوی شکل گرفته و حجم معاملات سرمایه‌گذاران ندارد.
 H1: تعامل ویژگی‌های روانشناختی (خوش بینی و فرااعتمادی) اثر میانجی بر رابطه بازده پورتنفوی شکل گرفته و حجم معاملات سرمایه‌گذاران دارد.
 به منظور تعیین بار عاملی در حالت متغیر میانجی رابطه زیر برقرار است:
 رابطه بین متغیر مستقل و وابسته را با XY داده شده است.
 رابطه بین متغیر مستقل و میانجی را با XM داده شده است.
 رابطه بین متغیر میانجی و وابسته را با MY داده شده است.
 اثر کل متغیر X بر متغیر $Y = XM + (XM*XY)$
 بنابراین براساس فرمول ارائه شده فوق، نتایج جدول شماره ۹ بدست آمد.

براساس نتایج به دست آمده در جدول شماره ۸، خوش بینی و فرااعتمادی نقش میانجی مثبت در رابطه بازده پورتنفوی شکل گرفته و گردش پورتنفوی دارند. براساس نتایج به دست آمده، خوش‌بینی و فرااعتمادی نقش میانجی مثبت در رابطه بازده پورتنفوی شکل گرفته و گردش پورتنفوی دارند. بنابراین اگر بازده تحقق‌یافته مثبت باشد، سبب افزایش گردش پورتنفوی شده و در این میان ویژگی‌های روانشناختی مانند خوش‌بینی و فرا اعتمادی سبب افزایش این گردش پورتنفوی نیز می‌شوند.
 براساس پژوهش‌های پیشین، خان و همکاران، نشان داد که ویژگی‌های روانشناختی، نقش میانجی بر رابطه بازده پورتنفوی شکل گرفته و گردش پورتنفوی سرمایه‌گذاران دارد. بنابراین با نتیجه فرضیه حاضر همسو است. پژوهش دیگری در این زمینه یافت نشد.

بررسی فرضیه پنجم:

فرضیه پنجم: تعامل ویژگی‌های روانشناختی (خوش بینی و

جدول ۹. اثر میانجی ویژگی‌های روانشناختی (خوش بینی، فرااعتمادی) بر رابطه بازده پورتنفوی شکل گرفته و حجم معاملات

وضعیت	تأثیر در حالت میانجی	تأثیر میانجی بر وابسته	تأثیر مستقل بر میانجی	متغیر وابسته	متغیر میانجی	متغیر مستقل
تأیید	.54	.33	.41	حجم معاملات	خوش بینی	بازده پورتنفوی شکل گرفته
تأیید	.6	.33	.45	فرااعتمادی		

منبع: یافته‌های پژوهش

اثبات شود که گروه‌های خاصی از سرمایه‌گذاران، مستعد بروز برخی از تمایلات در خرید و فروش سهام هستند، در این صورت فعالان بازار می‌توانند قبل از بروز رفتارهای سرمایه‌گذاران، گرایش‌های آنان را تشخیص داده و به نتایج و دستاوردهای بهتری در زمینه سرمایه‌گذاری و پویایی در فعالیت های زیست محیطی دست یابند؛ بنابراین با توجه به مسائل مطرح‌شده، این پژوهش به بررسی نقش میانجی رفتار سرمایه‌گذاران و ویژگی‌های روانشناختی و شخصیتی در رابطه بازده پورتفوی شکل‌گرفته و عملکرد سرمایه‌گذاران در حوزه فعالیت های زیست محیطی پرداخته است.

در این پژوهش بازده پورتفوی در گذشته به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شد. این متغیر بازتاب خوبی از احساسات سرمایه‌گذاران است. این احساسات عبارتند از تصور سرمایه‌گذاران از اینکه در آینده نزدیک، بازار افتان یا خیزان است. به بیان دیگر احساسات سرمایه‌گذاران و انتظارات آن‌ها از روند آتی قیمت‌ها در بازار سرمایه است. بنابراین نتایج این بازده سبب بروز رفتارهای احساسی می‌شود. بنابراین بر اساس اهمیت رفتار سرمایه‌گذاران و اهمیت ویژگی‌های شخصیتی و روانشناختی در بازار سرمایه، در این پژوهش نشان داده شد که بازده پورتفوی شکل‌گرفته بر ویژگی‌های روانشناختی خوش‌بینی و فرااعتمادی تأثیر مستقیم دارد. ویژگی‌های روانشناختی به‌عنوان یک عامل درونی بر رفتار مالی سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است. طرفداران روانشناسی، عقیده دارند که ویژگی‌های روانشناختی و شخصیت طی یک دوره زمانی، نسبتاً پایدار هستند و در سیستم عصبی انسان ریشه دارند. در صورتی که سرمایه‌گذاران درباره شخصیت خود آگاه شوند از اشتباهات بالقوه در تصمیم‌گیری اجتناب می‌کنند. سرمایه‌گذاران در فعالیت های زیست محیطی می‌توانند نحوه استفاده از ویژگی‌های روانشناختی و شخصیتی برای طراحی و مدیریت سرمایه‌گذاری‌های شخصی‌شان را برنامه‌ریزی و مدیریت کنند. در مرحله بعد تأثیر ویژگی‌های روانشناختی و شخصیت بر گردش پورتفوی و حجم معاملات بررسی شدند. نتایج تحلیل فرضیات نشان داده شد که ویژگی‌های روانشناختی و شخصیت بر گردش پورتفوی و حجم معاملات تأثیرگذار بودند. یکی از مهم‌ترین نتایج به‌دست‌آمده در این پژوهش، در نظر گرفتن ترکیبی عوامل رفتاری (خوش‌بینی و فرا اعتمادی) و کارایی بازار (حجم معاملات و گردش پورتفوی) است. این رویکرد نقش واسطه‌ای رفتاری برای اولین بار اهمیت بازده را در ایجاد تورش های رفتاری و ویژگی‌های روانشناختی نشان داده و هم‌زمان تأثیر آن را بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و کارایی بازار سرمایه بررسی نموده است.

بر اساس نتایج به دست آمده در جدول شماره ۹، خوش‌بینی و فرااعتمادی نقش میانجی مثبت در رابطه بازده پورتفوی شکل‌گرفته و حجم معاملات دارند.

در فرضیه آخر هم نقش میانجی متغیرهای رفتاری در رابطه بازده پورتفوی شکل‌گرفته و حجم معاملات بررسی گردید. که بر اساس نتایج به‌دست‌آمده، خوش‌بینی و فرااعتمادی نقش میانجی مثبت در رابطه بازده پورتفوی شکل‌گرفته و حجم معاملات دارند. با توجه به تجربه‌ای که در بازده پورتفوی شکل‌گرفته در گذشته برای سرمایه‌گذار پیش‌آمده است، رفتار او احساسی و غیرمنطقی می‌شود و در این میان ویژگی‌های روانشناختی با توجه به شرایط، نقش واسطه‌ای پیش‌برنده و یا کاهنده ایفا می‌کنند. حجم معاملات نیز بر اساس بازده مثبت و رفتارهای هیجانی، فرا اعتمادی و خوش‌بینانه و ویژگی‌های شخصیتی افزایش می‌یابد.

پژوهش های پیشین، نشان داد که ویژگی های روانشناختی، نقش میانجی بر رابطه بازده پورتفوی شکل‌گرفته و حجم معاملات دارد. بنابراین با نتیجه فرضیه حاضر همسو است. تحقیق دیگری در این زمینه یافت نشد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

بر اساس نظریه‌های نوین مالی رفتاری، بسیاری از مباحث رفتاری در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دخیل است که از جمله مهم‌ترین آن‌ها، عوامل روانشناختی و شخصیت هستند. افراد همواره عقلایی عمل نمی‌کنند و اغلب رفتاری غیرمنتظره و غیرقابل‌پیش‌بینی از خود نشان می‌دهند. ویژگی‌های فردی نقشی مهم در تصمیم‌گیری‌ها ایفا می‌کنند. بسیاری از تصمیمات سرمایه‌گذاری تنها تحت تأثیر شاخص‌های اقتصادی و عقلانیت قرار ندارد، بلکه مقوله‌هایی از قبیل تجربه کاری، تأثیرات اجتماعی، میزان مخاطره‌پذیری، اعتماد به نفس سرمایه‌گذار و ... در رفتار سرمایه‌گذار و تصمیمات آن‌ها تأثیر دارد. شناخت سرمایه‌گذاران از سوگیری‌های رفتاری و ویژگی‌های شخصیتی و شغل، بر تصمیم‌گیری‌های مالی‌شان تأثیر می‌گذارد و باعث می‌شود که نسبت به این عوامل آگاه شوند و بتوانند بر آن‌ها غلبه کنند.

ویژگی‌های خاص بازار و عدم شناخت کافی سرمایه‌گذاران نسبت به بازار و تورش‌های رفتاری موجب شده است، بازار سرمایه کشور که به‌منزله قلب پیکره اقتصاد به شمار می‌آید، دارای کارایی و پویایی کافی نباشد و سرمایه‌گذاران به علت عدم شناخت کافی از صحت و اطمینان سرمایه‌گذاری، در اتخاذ تصمیم سرمایه‌گذاری خود دچار اشتباه شوند که همین، زمینه خروج آن‌ها را از بازار سرمایه فراهم می‌آورد و این امر ممکن است پیامدهای نامناسبی برای کشور در پی داشته باشد. اگر

در این راستا پیشنهاد می شود سرمایه گذاران در بررسی های سرمایه گذاری های خود همیشه دفترچه یادداشتی همراه داشته باشند و کلیه دلایل و نظرات، احساسات و عواطف خود را در مورد سرمایه گذاری های شان در آن دفترچه ثبت و یادداشت نمایند و هر چند وقت یک بار آن را مطالعه نمایند.

به مشاورین مالی پیشنهاد می‌گردد که قبل از هرگونه مشاوره مالی به مراجعان، تیپ شخصیتی افراد و میزان مستعد بودن آنها به خطاهای ادراکی مورد سنجش و بررسی قرار دهند و بر اساس آن پرتفوی افراد را تنظیم و یا به مشاوره مبادرت نمایند. همچنین با توجه به آنکه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و حقوقی تجربه بیشتری در زمینه سرمایه گذاری دارند، در مطالعات آتی از این افراد جهت آزمون الگوی پژوهش حاضر نمونه‌گیری به عمل آید. همچنین ارتباط استراتژی های سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار با ادراک ریسک همراه با اعتماد سرمایه گذاران به استراتژی های اتخاذ شده آزمون گردد.

سرانجام اینکه به پژوهشگران پیشنهاد میگردد که نظیر این پژوهش را در مورد تالارهای منطقه ای دیگر و همچنین مطالعه تطبیقی بورس ایران با سایر کشورهای جهان را انجام دهند و همین طور با توجه به اینکه این پژوهش، سرمایه گذاران در حوزه فعالیت های زیست محیطی را مورد بررسی و آزمون قرار داده پژوهشگران آتی همین پژوهش را در حوزه های دیگر سرمایه گذاری، بررسی نمایند.

ملاحظات اخلاقی

پیروی از اصول اخلاق پژوهش

حامی مالی

هزینه‌های مطالعه حاضر توسط نویسندگان مقاله تامین شد.

مشارکت نویسندگان

طراحی و ایده پردازی: امیرمسعود جهانی، محمدرضا شورورزی، ابوالقاسم مسیح آبادی، علی رضا مهرآذین؛ روش شناسی و تحلیل داده‌ها: امیرمسعود جهانی؛ نظارت و نگارش نهایی: امیرمسعود جهانی، محمدرضا شورورزی،

تعارض منافع

بنابر اظهار نویسندگان مقاله حاضر فاقد هرگونه تعارض منافع بوده است.

در نهایت نتایجی که از این پژوهش برآمده است را می‌توان از جهات مختلفی بیان نمود؛ اول، علاوه بر این که احساسات سرمایه‌گذاران به‌عنوان یکی از عوامل تأثیرگذار در جریان سرمایه و حرکت بازار سرمایه است، بررسی رابطه بین رفتارهای احساسی، تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، می‌تواند سبب افزایش آگاهی مدیران و سرمایه‌گذاران شده تا با دانشی بیشتر از اتلاف منابع کمیاب اقتصادی جلوگیری به عمل آورند. دوم، انجام این پژوهش سبب افزایش اطمینان سرمایه‌گذاران فعالیت های زیست محیطی نسبت به وجود تبعات منفی تصمیمات مبتنی بر احساسات و ترغیب هر چه بیشتر آن‌ها به اجتناب از بروز رفتارهای احساسی می‌شود. سوم، این پژوهش بر اساس بازار سرمایه کنونی و رفتار سرمایه‌گذاران در زمان حاضر انجام شده است، بنابراین رفتار سرمایه‌گذارانی مورد بررسی قرار می‌گیرد که در دهه اخیر نیز از سوی سیاست‌گذاران اقتصادی در سند چشم‌انداز توسعه کشور و ابلاغیه سیاست‌های کلی اصل چهل و چهار قانون اساسی نیز مورد توجه بوده‌اند و بازیگران اصلی در بازار سرمایه هستند. چهارم، بازار سهام ایران همانند سایر بازارهای سهام موجود در دنیا، در برابر احساسات سرمایه‌گذاران تسلیم و به راحتی کارایی خود را در زمینه تخصیص بهینه سرمایه از دست می‌دهد. لذا نتایج به‌دست‌آمده از تأثیر احساسات و ویژگی‌های روان‌شناختی و شخصیتی در این پژوهش، برای سوق دادن بازار به سمت عقلانیت و از طرفی دیگر به‌عنوان مبنای طراحی راهبردهای سرمایه‌گذاری برای مدیران سرمایه‌گذاری در حوزه محیط زیست حائز اهمیت است.

نتایج اندک پژوهش های صورت گرفته نشان می دهند که، سوگیری های روانشناختی، حلقه اتصال بازده های پورتفوی درک شده در گذشته، به داد و ستد و ریسک پذیری بوده، و در نقش میانجی گریه‌های مهم، عمل می کنند. در این راستا پیشنهاد های زیر مطرح میگردد:

با توجه به گستردگی جامعه مورد مطالعه و اختلاف‌های فرهنگی بسیار بالا، در آینده نیاز است مطالعاتی که در این زمینه انجام می‌گیرد بر نمونه‌های بیشتری متمرکز گردد و در این راستا مقایسه‌های چند ملیتی نیز انجام گردد تا بتوان تفاوت ادراکات فرهنگی را نیز بر ادراک ریسک در نظر گرفت.

References

1. Abbaszadeh, Mohammad Reza, Rastegar Moghaddam Etemadi, Ali, Beigi, Behzad, (2014), Investigate the impact of managerial overconfidence on dividend policy in the companies listed on Tehran Stock Exchange, International Accounting Conference, 2 Economics and Financial Management: 10-26.
2. Akhgar, Mohammad Omid, Gravandi, Bijan (2016) A new approach in capital market decision making, The Third International Conference on Management and Accounting in Iran.
3. Bayat, Morteza, Nowruzi, Mohammad, Mirasharfi, Zahra, Pourmousavi, Ali Akbar (2016). The effect of management behavioral factors on investment efficiency and firm value. Empirical Accounting Research, Year 9, No. 35, pp. 53-76.
4. -Chandra, Abhijeet and Kumar, Ravinder. (2011) "Determinants of individual investor behaviour: An orthogonal linear transformation approach". Jamia Millia Islamia (Central University), New Delhi
5. -De Bondt, W.P.M. (1993), "Betting on trends: intuitive forecasts of financial risk and return", International Journal of Forecasting, Vol. 9 No. 3, pp. 355-371.
6. Eslami Bidgoli, Gholam Reza, Sara Shahryari, "studying and herding test of investors by using returns deviations, stock from all of total return in Tehran stock exchange during 2001-2005", Accounting and Audit Investigation, Fall 2007, issue 49.
7. He, Ying & Chen, Cindy & Hu, Yue, (2019) "Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: Evidence from China," Research in International Business and Finance, Elsevier, vol. 47(C), pages 501-510.
8. Hoffmann, A.O.I. and Post, T. (2015), "How return and risk experiences shape investor beliefs and preferences", Accounting and Finance, available at: DOI: 10.1111/acfi.12169.
9. Kahnemann D, A Tversky (1979). "Prospect theory: An analysis of decision under risk", Econometric a, Vol. 47: 263-291.
10. -Kahneman, A. and Tversky, D. (1974), "Judgment under uncertainty: heuristics and biases", Science, Vol. 185 No. 4157, pp. 1124-1131
11. Kahneman, D. and Lovallo, D. (1993), "Timid choices and bold forecasts: a cognitive perspective on risk taking", Management Science, Vol. 39 No. 1, pp. 17-31.
12. Khan, Mohammad Tariqul Islam & Tan, Siow-Hooi & Chong, Lee-Lee, 2017. "How past perceived portfolio returns affect financial behaviors-The underlying psychological mechanism," Research in International Business and Finance, Elsevier, vol. 42(C), pages 1478-1488.
13. Merilkas, A. and Prasad, d.(2003). Factor influencing Greek investor behavior on the Athens stock Exchange. Paper presented at the Annual meeting of Academy of Financial Services , Colorado, October 8-9-2003.
14. Nelson, M., Evelyne, M. and Enrico, U. (2008). The effects of behavioural factors in investment decision-making: A survey of institutional investors. International Journal of Business and Emerging Markets, Vol. 1, No. 1, 2008, pp 24-41
15. Odean, T. (1998). Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? The Journal of Finance, 53(5), 1775-1798.
16. Rahnamaye Roodposhti, Fereydoon, Nategh Golestan, Ahmad, Yaghoubejad, Ahmad (2015). Present a mental model of risk perception of investors in Tehran Stock Exchange, Investment Knowledge Quarterly, Fourth Year, Issue 13.
17. Rahnamaye Roodposhti, Fereydoon, and Vahid Zandieh (2012). Behavioral Finance and Neurological Finance ", Jangal Publications, Tehran.

18. Rahnamaye Roodposhti, Fereydoon (2012) Behavioral management accounting (Innovation, Value creation and entrepreneurship approach). Islamic Azad University Publications . Printing and Publishing Organization.
19. -Weber, B., Jermann, F., Gex-Fabry, M., Nallet, A., Bondolfi, G., & Aubry, J. M. (2010). Mindfulness-based cognitive therapy for bipolar disorder: A feasibility trial. *European Psychiatry*, 3, 1-4.
20. -Weber, M.E.U., Weber, M. and Nasic, A. (2010), "Who takes risks when and why: determinants of changes in investor risk taking",

