

## Studying the Moderating Role of Financial Biases on Relationship between Financial Managers Individual Properties and Companies Circumstances on Financial Performance of Accepted Companies in Tehran Sock Exchange

Raheleh Moradi<sup>1</sup>, Faegh Ahmadi<sup>2</sup>, Hamid Reza Kordlouei<sup>3</sup>, Jahanbakhs Asadnia<sup>4</sup>

Received: 2021/11/05  
Accepted: 2021/12/16

Research Paper

### Abstract

Behavioral biases can disturb the process of managers' decision making and tend to under estimate results. Therefore, in this research the effect of financial manager's individual characteristics and companies' circumstances on financial performance of listed companies in Tehran stock exchange is studied through the moderating role of financial biases. In this study statistical population included of financial managers of listed companies in Tehran stock exchange. Also, for determining sample volume and sampling method, the Cochran's formula (421 persons) and available method is used. For data analyzing the structural equation modeling with partial least squares (PLS) method is applied. Results indicate that financial manager's individual characteristics have positive significant effect on companies' financial performance. Also, company's circumstances have positive significant effect on companies' financial performance. Furthermore, entering financial biases as the moderating variable reduces the positive effect of financial manager's individual properties and companies' circumstances on companies' financial performance. Finally according to the inverse significant effect of behavioral biases of financial managers on financial performance of companies, adjusting the behavioral biases by consult with experts and participate in short run and long run training programs, suggested to financial managers.

**Keywords:** Financial Biases, Individual Properties, Companies' Circumstances, Financial Performance, Structural Equation Modeling.

**JEL Classification:** C83, G41.

---

1. Ph.D. Student of Accounting, Islamic Azad University, Qheshm Branch, Qeshm, Iran  
(Email: rahelemoradi1985@gmail.com)

2. Assistant Professor of Accounting and Financial Management Department, Islamic Azad University, Qheshm Branch, Qeshm, Iran (Corresponding Author) (Email: faeghahmadi@gmail.com)

3. Associate Professor of Management and Accounting Department, Islamic Azad University, Islamshahr Branch, Islamshahr, Iran (Email: kordlouei@iiu.ac.ir)

4. Assistant Professor of Accounting and Financial Management Department, Islamic Azad University, Qheshm Branch, Qeshm, Iran (Email: j.asadnia@gmail.com)



## بررسی نقش تعدیل گر تورش های رفتاری بر رابطه بین ویژگی های فردی مدیران مالی و مشخصات شرکت ها با عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

راحله مرادی ازانی<sup>۱</sup>، فائق احمدی<sup>۲</sup>، حمیدرضا کردلویی<sup>۳</sup> و جهانبخش اسدنیان<sup>۴</sup>

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۸/۱۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۹/۲۵

### چکیده

تورش های رفتاری می توانند در فرایند تصمیم گیری مدیران اختلال ایجاد کرده و منجر به نتایجی پایین تر از سطح بهینه شوند؛ بنابراین در این مطالعه به بررسی تأثیر ویژگی های فردی مدیران مالی و مشخصات شرکت ها بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از طریق نقش تعدیل گر تورش های رفتاری پرداخته شد. برای این منظور جامعه آماری، مشتمل بر مدیران مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و جهت تعیین حجم نمونه و روش نمونه گیری به ترتیب از فرمول کوکران (۴۲۱ نفر) و روش در دسترس استفاده شد. جهت تجزیه و تحلیل داده ها نیز از مدل معادلات ساختاری به روش حداقل مربعات جزئی (PLS) استفاده گشت. نتایج نشان داد که ویژگی های فردی مدیران مالی تأثیر معنادار مثبتی بر عملکرد مالی شرکت های بررسی شده دارد. همچنین مشخصات شرکت ها نیز تأثیر معنادار مثبتی بر عملکرد مالی شرکت های بررسی شده داراست. علاوه بر این با وارد کردن تورش های رفتاری به عنوان متغیر تعدیل گر از شدت تأثیر مثبت ویژگی های فردی مدیران و مشخصات شرکت ها بر عملکرد مالی شرکت های مورد نظر کاسته می شود. در نهایت، با توجه به تأثیر معنادار و معکوس تورش های رفتاری مدیران مالی بر عملکرد مالی شرکت ها، به مدیران مالی پیشنهاد شد تورش های رفتاری خود را از طریق مشاوره با خبرگان و شرکت در دوره های آموزشی کوتاه و بلندمدت تعدیل کنند.

واژه های کلیدی: تورش های رفتاری، ویژگی های فردی، مشخصات شرکت ها، عملکرد مالی، مدل یابی معادلات ساختاری.

طبقه بندی موضوعی: C83, G41.

۱. دانشجوی دکتری رشته حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد قشم، قشم، ایران (Email: rahelemoradi1985@gmail.com)

۲. استادیار گروه حسابداری و مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد قشم، قشم، ایران (نویسنده مسئول) (Email: faeghahmadi@gmail.com)

۳. دانشیار گروه مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اسلامشهر، اسلامشهر، ایران (Email: kordlouei@iiu.ac.ir)

۴. استادیار گروه حسابداری و مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد قشم، قشم، ایران (Email: j.asadnia@gmail.com)

## مقدمه

شناخت نحوه تصمیم‌گیری مدیران شرکت‌ها در خصوص اتخاذ سیاست‌های مالی مناسب جهت رفع نیازهای مالی شرکت از مهمترین موضوعات علمی و دانشگاهی رشته حسابداری است. توانایی شرکت‌ها در مشخص ساختن سیاست‌های مالی مناسب به منظور ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری از عوامل اصلی رشد و پیشرفت شرکت‌ها به شمار می‌آید؛ بنابراین به کارگیری سیاست‌های مالی برای سرمایه‌گذاری‌های سودآور و تأمین مالی مناسب، در رشد شرکت‌ها نقش بسیار مهمی را ایفا می‌کند (ماسکارناس و یان<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). از طرف دیگر، روند رو به رشد و توسعه صنعتی جوامع در سال‌های گذشته گویای آن است که تصمیم‌گیری درباره مسائل مالی و اقتصادی مشکل‌تر از گذشته شده و دیگر با اتکا به روش‌های سنتی تصمیم‌گیری نمی‌توان به رقابت با سایر رقبای سرسخت داخلی و خارجی پرداخت. به عبارت دیگر، در حوزه مالی چگونگی تصمیم‌گیری در مواجهه با محدودیت‌های مالی، از بنیادی‌ترین سؤالات مطرح شده در ادبیات مالی است. این موضوع در پژوهش‌های نخستین حوزه حسابداری و مالی، مورد توجه واقع شده و با توجه به نتایج تجربی فرایند و چگونگی تصمیم‌گیری مالی نظیر تأمین مالی، سرمایه‌گذاری، تقسیم سود و ... را نیز مدل‌سازی کرده‌اند، به طوری که این جریان در طول زمان‌های مختلف از خلاقیت و نوآوری چشم‌گیری برخوردار بوده و کماکان نیز ادامه دارد. لیکن بهتر است که تصمیم‌گیرندگان حوزه مالی به جای توجه به جنبه‌های مالی بتوانند مجموعه‌ای از ابعاد غیرمالی مؤثر بر اتخاذ این تصمیمات از جمله تورش‌های رفتاری را نیز مدنظر قرار دهند (قربانی بجندی و شاهوردیان، ۱۳۹۹). موضوع مالی رفتاری یکی از مهمترین مباحث مالی در دو دهه اخیر بوده است و توجه محققان مالی و اقتصادی به این زمینه در حال افزایش است. در این حوزه، مفاهیم اقتصاد مالی و روان‌شناسی در جهت ایجاد مدل‌های دقیق‌تری از رفتار انسان در بازارهای مالی ادغام می‌شوند. همچنین، مدیریت مالی رفتاری به بررسی این موضوع می‌پردازد که چگونه مدیران، اطلاعات را گردآوری، تعبیر و پردازش می‌کنند. به ویژه این حوزه از دانش بر روی پیش‌داوری‌های شناختی و ادراکی تمرکز دارد. در این علم تصور می‌شود که مدل‌ها می‌توانند بر روی رفتار تأثیر گذاشته و به تصمیم‌ها شکل دهند. این پیش‌داوری‌ها می‌توانند در فرایند تصمیم‌گیری اختلال ایجاد کرده و به نتایجی پایین‌تر از سطح بهینه منجر شوند؛ زیرا عواطف بر کنترل شخصی فائق می‌آیند و به رفتار آدمی شکل می‌دهند (آکتاس و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۹). لذا خطاها و سوگیری‌ها در تصمیم‌گیری‌هایی رخ می‌دهد که آگاهی از آن‌ها برای سرمایه‌گذاران ثمربخش است. این سوگیری‌ها به دلیل تمایل به راه‌های میان‌بر و تأکید بیش از اندازه به تجربه، احساسات بی‌اساس، توهم و محاسبات سرانگشتی و به طور کلی فاصله با واقعیت رخ می‌دهد. هر چند در بعضی از مواقع این سوگیری‌ها ممکن است نتایج مثبت داشته باشند ولی احتمال بروز نتایج منفی بیشتر است. از طرف دیگر، شناخت نحوه تصمیم‌گیری مدیران شرکت‌ها در خصوص اتخاذ سیاست‌های مالی مناسب جهت رفع نیازهای مالی شرکت از مهمترین موضوعات علمی و دانشگاهی رشته حسابداری می‌باشد. توانایی شرکت‌ها در مشخص ساختن سیاست‌های مالی مناسب به منظور ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری از عوامل اصلی رشد و پیشرفت شرکت‌ها به شمار می‌آید؛ بنابراین به کارگیری سیاست‌های مالی برای سرمایه‌گذاری‌های سودآور و تأمین مالی مناسب، در رشد شرکت‌ها نقش بسیار مهمی را ایفا می‌کند (مالی و همکاران، ۱۴۰۰). همچنین، بازارهای سرمایه نقش مهمی در اقتصاد دارند، زیرا وجوه نقد افرادی که خود توان استفاده از آن را ندارند، به کسانی که این توانایی را دارند، هدایت می‌کنند. طبیعتاً عملکرد خوب این بازارها عامل کلیدی در تأمین رشد

1. Mascareñas &amp; Yan

2. Aktas et al.

اقتصادی خواهد بود؛ لذا اگر بازارهای سرمایه کارا باشند، توسعه اقتصادی تحقق می‌یابد. از سوی دیگر به دلیل تصمیم‌گیری غیرمنطقی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه خطاهای سیستماتیک رخ داده و همین مسئله موجب کارایی نداشتن بازار می‌شود. بی‌تردید، ویژگی‌های فردی و سوگیری‌های رفتاری مدیران می‌تواند بر عملکرد مالی شرکت‌ها اثرگذار باشد (آذر و همکاران، ۱۳۹۷). لذا پژوهش حاضر به دنبال پاسخ‌گویی به این سؤال کلیدی است که آیا تورش‌های رفتاری تأثیر معناداری بر رابطه بین ویژگی‌های فردی مدیران مالی و مشخصات شرکت‌ها بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند؟

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

بی‌تردید یکی از مهمترین شاخص‌های مدنظر سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، عملکرد مالی آن‌ها می‌باشد. با بررسی ادبیات نظری موجود در زمینه عوامل مؤثر بر عملکرد مالی شرکت‌ها می‌توان دریافت که عوامل متعددی در این زمینه وجود دارد که می‌توان آن‌ها را به دو دسته تقسیم‌بندی کرد: الف) عوامل مالی شامل ویژگی‌های شرکت‌ها از جمله: وضعیت اعتباری، اهرم مالی، اندازه، انعطاف‌پذیری مالی، سودآوری، پایداری درآمدها، تمرکز مالکیت، ریسک ورشکستگی، وضعیت شرکت‌های رقیب و ...؛ ب) غیرمالی مانند ویژگی‌های شخصیتی مدیران. ویژگی‌های شخصیتی، خصوصیات رفتاری انسان است که نقش مهمی در زندگی او دارد به طوری که مستقیم در قضاوت‌ها و تصمیم‌گیری‌های فرد ملاک عمل قرار می‌گیرد. ویژگی‌های شخصیتی از موضوعات مورد بحث در مالی رفتاری است. شخصیت را شاید بتوان اساسی‌ترین موضوع علم روان‌شناسی دانست زیرا در زمینه‌هایی مانند انگیزه، ادراک، تفکر، عواطف، احساسات و ... درباره آن بحث می‌شود. طبق مدل‌های نظریه‌های مالی، در بسیاری از مواقع در تصمیم‌گیری مدیران و سرمایه‌گذاران اثر فرهنگ، مذهب و شخصیت را نمی‌توان نادیده گرفت؛ زیرا تأثیر زیادی بر عملکرد مدیران و در نتیجه عملکرد مالی شرکت‌ها دارد (دبورتیلی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹). از طرف دیگر، یکی از متغیرهایی که می‌تواند بر رابطه بین ویژگی‌های شخصیتی مدیران و خصوصیات شرکت‌ها با عملکرد مالی آن‌ها اثرگذار باشد، تورش‌های مالی رفتاری مدیران می‌باشد (جاین و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۹). پیشینه مالیه رفتاری به طور تقریبی به اوایل ۱۹۷۰ باز می‌گردد. این شاخه ترکیبی علوم مالی که از علوم روان‌شناسی و گاهی جامعه‌شناسی برای تحلیل بهتر مسائل بازارهای مالی بهره می‌برد، اغلب به بررسی فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و واکنش آنان در قبال شرایط مختلف بازارهای مالی می‌پردازد و تأکید آن بیشتر به تأثیر شخصیت، فرهنگ و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است. ساختارهای خاص فرهنگی در ایران و اثرگذاری آن‌ها بر رفتارهای فردی و گروهی افراد به ویژه در بازار سرمایه، لزوم شناخت تئوری‌ها و مدل‌های تحلیلی و شناختی مالیه رفتاری را برای فعالان و دست‌اندرکاران بازار، اجتناب‌ناپذیر می‌نماید. این که گاهی مشاهده می‌شود که در بازار به جای تقاضای دو طرفه و داشتن خریداران و فروشندگان در یک زمان، با تقاضای یک طرفه و صف‌های خرید یا صرفاً فروش مواجه هستیم، بی‌شک از مصادیق الگوهای رفتاری خاص حاکم بر بازار است. مالیه رفتاری کمک می‌کند تا با فرموله کردن مدل‌های رفتاری، بهتر بتوان بازار سرمایه را شناخت و در رفع برخی تنگناهای ناشی از الگوهای رفتاری عمل کرد (جمشیدی و قالیباف، ۱۳۹۸). در مالیه رفتاری، ویژگی‌های رفتاری که بر فرایند تصمیم‌گیری‌های افراد مؤثرند مطالعه می‌شوند. این ویژگی‌ها «تورش‌ها یا سوگیری‌های رفتاری» نام دارند. تحقیقات مختلفی در زمینه انواع

1. De Bortoli et al.

2. Jain et al.

خطاهای ادراکی و چگونگی تأثیر این خطاها بر تصمیم‌گیری مالی سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی انجام شده و به این نتیجه دست یافته‌اند که تصمیم‌های سرمایه‌گذاران تحت تأثیر چندین خطا قرار می‌گیرد. از شاخص‌ترین پژوهشگران در این حوزه، کانمن و تورسکی<sup>۱</sup> بودند که با مطرح نمودن تئوری انتظار به بسط این دانش کمک چشم‌گیری نمودند؛ همچنین اشنایدر، ویس، بودسکو و توماس<sup>۲</sup> پژوهشگرانی بودند که با ارائه مقاله‌هایی در زمینه مالی رفتاری، نقش مهمی در مدیریت مالی ایفا نموده و سهم عظیمی جهت کمک به سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیم‌های مالی دارند (کرمی و حسنی، ۱۳۹۶). علاوه بر این، پژوهشگران و متخصصان مالی رفتاری، طبقه‌بندی‌های متفاوتی را از تورش‌های رفتاری ارائه داده‌اند که در ذیل گزیده‌ای از این طبقه‌بندی‌ها ارائه شده است. کانمن و ریپ<sup>۳</sup> (۱۹۹۸) تورش‌های رفتاری را در سه طبقه به شرح جدول (۱) تقسیم کرده‌اند:

جدول (۱): تقسیم‌بندی سه‌گانه کانمن و ریپ از تورش‌های رفتاری

تورش‌های قضاوتی	تورش‌های ترجیحی (رجحان یا اولویت)	تورش‌های حاصل از نتایج تصمیم
۱. اطمینان بیش از حد	۱. توزین غیرخطی احتمالات	۱. پشیمان‌گریزی
۲. خوش‌بینی و بدبینی	۲. ابهام در روند تغییرات ارزش	۲. زبان‌گریزی
۳. پس‌بینی	۳. استفاده از قیمت خرید به عنوان نقطه مرجع	
۴. واکنش افراطی به وقایع تصادفی	۴. تمایل به دیدگاه کوتاه‌مدت به جای بلندمدت	
	۵. جذابیت در شرط‌بندی	
	۶. تمایل به تکرار ریسک و شرط‌بندی	
	۷. چارچوب‌گرایی بسته	

مأخذ: کانمن و ریپ (۱۹۹۸)

پمپین (۲۰۰۶)<sup>۴</sup> نیز در مطالعه‌ای تعداد ۲۱ سوگیری رفتاری را شناسایی کرد که در جدول (۲) ارائه شده است:

جدول (۲): سوگیری‌های شناسایی شده توسط پمپین (۲۰۰۶)

۱. دنباله‌روی از جمع	۲. دیدگاه کوتاه‌بینی	۳. واکنش کمتر از حد	۴. سازگارگرایی
۵. واکنش بیش از حد	۶. خوداستنادی	۷. همانندی (نماگری)	۸. رویدادگرایی
۹. بیش‌اطمینانی	۱۰. ابهام‌گریزی	۱۱. توجه به شایعات	۱۲. داشته بیش‌نگری
۱۳. تکیه به اطلاعات پیشین	۱۴. تازه‌گرایی	۱۵. دسترس‌پذیری	۱۶. دگرگون‌گریزی
۱۷. خود تأییدگری	۱۸. زبان‌گریزی	۱۹. کنترل‌طلبی	۲۰. پشیمان‌گریزی
۲۱. حساب‌انگاری			

مأخذ: پمپین (۲۰۰۶)

علاوه بر این، آکتاس و همکاران (۲۰۱۹) تورش‌های رفتاری را در دو طبقه کلی به شرح جدول (۳) تقسیم کرده است:

1. Kahneman & Tversky
2. Schnider, Weiss, Budescu, Thomas
3. Kahneman & Riepe
4. Pompian

جدول (۳): تقسیم‌بندی آکتاس و همکاران (۲۰۱۹) از تورش‌های رفتاری

شناختی	عاطفی
۱. اطمینان بیش از حد	۱. خودکنترلی
۲. دسترس‌پذیری	۲. خوش‌بینی و بدبینی
۳. محافظه‌کاری	۳. پشیمان‌گریزی
۴. حسابداری ذهنی	۴. ضرر و زیان‌گریزی
۵. پس‌بینی	۵. بخشش
۶. ناهماهنگی شناختی	۶. وضع موجود
۷. تأیید و تصدیق	
۸. خوداسنادی	
۹. ابهام‌گریزی	
۱۰. تازه‌گرایی	
۱۱. شکل یا چارچوب‌گرایی	
۱۲. هم‌بندی (نماگری)	
۱۳. تکیه کردن و سازش	
۱۴. توهم کنترل	

مأخذ: آکتاس و همکاران (۲۰۱۹)

از آنجا که پمپین (۲۰۰۶) کامل‌ترین فهرست تورش‌های رفتاری را که مشتمل بر ۲۱ تورش است ارائه کرده‌است، در این مطالعه از تورش‌های یاد شده استفاده شده‌است. از طرف دیگر، تاکنون مطالعه‌ای به بررسی نقش تعدیل‌گر تورش‌های رفتاری بر تأثیر ویژگی‌های فردی مدیران مالی و مشخصات شرکت‌ها بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نپرداخته است. در ذیل به جمع‌بندی برخی از مطالعات داخلی و خارجی مرتبط با موضوع تحقیق اشاره شده‌است:

ادیل و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۱) در پژوهشی به بررسی نقش تعدیل‌گر سواد مالی بین تورش‌های رفتاری و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در دهلی هند پرداختند. برای این منظور داده‌های تحقیق از طریق توزیع پرسش‌نامه بین ۲۵۳ سرمایه‌گذار انفرادی گردآوری شد. همچنین جهت بررسی روایی و پایایی به ترتیب از همبستگی پیرسون و آلفای کرونباخ و به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش رگرسیون سلسله‌مراتبی استفاده شد. نتایج نشان داد که سواد مالی از تأثیر منفی تورش‌های رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران می‌کاهد.

جاین و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی به ارزیابی و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر تورش‌های رفتاری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در هند پرداختند. برای این منظور داده‌های تحقیق از طریق سرمایه‌گذاران انفرادی در پنجاب هند گردآوری شد. همچنین جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از فرایند تحلیل سلسله‌مراتبی فازی استفاده شد. نتایج نشان داد که مهم‌ترین تورش‌های رفتاری عبارتند از: رفتار رماه‌ای، ریسک‌گریزی و اطمینان به نفس بیش از حد.

کانگ و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی تأثیر ویژگی‌های کوتاه‌بینی و بیش اطمینانی مدیران پرداختند. برای این منظور داده‌های مورد نیاز از میان شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی موجود در S&P 500 ایالات متحده

1. Adil et al.

2. Kang et al.

طی دوره ۱۹۹۲ تا ۲۰۱۵ گردآوری شد. همچنین جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از یک مدل سرمایه‌گذاری سه دوره‌ای استفاده شد. نتایج نشان داد که مدیران بیش‌اطمینان و دارای اعتماد به نفس کاذب می‌توانند ارزش شرکت را (تا یک نقطه) با افزایش سرمایه‌گذاری بالا ببرند و باعث جبران مشکل کمبود سرمایه‌گذاری به وجود آمده ناشی از کوتاه‌بینی مدیریتی می‌شوند.

آتس و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی رابطه بین تورش‌های رفتاری و سطح سواد مالی در بورس استانبول را بررسی کردند. برای این منظور داده‌های مورد نیاز از طریق توزیع پرسش‌نامه بین ۵۹۶ سرمایه‌گذار انفرادی شهر بورسا در استانبول گردآوری شد. همچنین جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از مدل رگرسیون معمولی استفاده گشت. نتایج نشان داد که در حالی که تورش‌های رفتاری مستقل از سطح سواد مالی بودند، رابطه معناداری بین سایر تورش‌ها و سطح سواد مالی وجود دارد.

کاستیا و رانتاپوسکا<sup>۲</sup> (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی تأثیر روحی تغییرات آب و هوا در جریان مبادلات سرمایه‌گذاران پرداختند. برای این منظور داده‌های مورد نیاز از طریق توزیع پرسش‌نامه بین سرمایه‌گذاران انفرادی در فنلاند گردآوری شد. همچنین جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از مدل رگرسیون تابلویی استفاده گشت. نتایج نشان داد که شواهد کمی از اختلال توسط بار عاطفی فصل‌ها در تمایل به خرید در مقابل فروش وجود دارد، اما بر حجم معاملات اثر مثبت می‌گذارد.

نگوک<sup>۳</sup> (۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی عوامل مؤثر بر رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در اوراق بهادار پرداخت. برای این منظور داده‌های مورد نیاز از طریق توزیع پرسش‌نامه بین ۱۸۸ سرمایه‌گذار انفرادی در شهر هوچی‌مین<sup>۴</sup> ویتنام گردآوری شد. همچنین جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از تحلیل عاملی استفاده شد. این پژوهش پنج عامل رفتاری مؤثر در سرمایه‌گذاران فردی را در بورس اوراق بهادار تعیین کرده است که عبارتند از: گروه، بازار، چشم‌انداز، اطمینان بیش از حد و خطای توانایی اتکا.

آزاد و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی رابطه ویژگی‌های رفتاری مدیران و نقدشوندگی سهام پرداختند. نمونه این پژوهش شامل اطلاعات ۱۰۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش داده‌های تابلویی استفاده شده است. نتایج نشان داد که ویژگی‌های رفتاری بررسی شده در این پژوهش شامل خوش‌بینی، توانایی و دوره تصدی مدیریت اثر معناداری بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران نداشته‌است.

دلشاد و تهرانی (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی نقش ویژگی‌های مدیریتی بر ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای این منظور تعداد ۱۶۵ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۶ انتخاب و روش آزمون فرضیه‌ها، مدل رگرسیون چند متغیره در مجموعه داده‌های ترکیبی بوده است. نتایج نشان داد از میان ویژگی‌های مختلف مدیریت، دو ویژگی کوتاه‌بینی مدیران و دقت پیش‌بینی مدیریت بیشترین تأثیرگذاری را بر ریزش قیمت سهام در شرکت‌های بررسی شده داشته‌است.

1. Ateş et al.

2. Kaustia & Rantapuska

3. Ngoc

4. Ho Chi Minh

داداشی و همکاران، (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر خوش‌بینی مدیران بر همزمانی قیمت سهام در ۱۱۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ پرداختند. آن‌ها برای سنجش همزمانی از مدل بیوتروسکی و روستون (۲۰۰۵) و برای خوش‌بینی از سه شاخص باقی‌مانده مدل رشد، دقت پیش‌بینی سود فصلی و مازاد مخارج سرمایه‌ای استفاده کردند. یافته‌ها نشان داد مطابق با مبحث تئوریک، خوش‌بینی (مازاد مخارج سرمایه‌ای) اثر مثبت و معناداری بر همزمانی دارد.

کرمی و حسنی (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی اثر سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران در بازده عرضه اولیه عمومی پرداختند. برای این منظور جهت گردآوری اطلاعات، از داده‌های ۹۳ شرکت عرضه شده طی سال‌های ۱۳۸۶-۱۳۹۶ در بورس اوراق بهادار تهران و جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش رگرسیون داده‌های تابلویی استفاده شده است. نتایج حاکی از تأثیر مثبت علاقه به بخت‌آزمایی سرمایه‌گذاران بر بازده کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه و تقلیل اثر سوگیری یاد شده به وسیله کیفیت بالاتر اطلاعات حسابداری پیش از عرضه داشت.

فروغی و قاسم‌زاد (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداختند. برای این منظور، تعداد ۱۱۷ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۳ الی ۱۳۹۲ به عنوان نمونه آماری انتخاب شده و جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از الگوی رگرسیون چند متغیره و داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج نشان داد که اطمینان بیش از حد مدیریتی بر هر سه معیار ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر مثبت و معنادار دارد. به عبارتی وجود اطمینان بیش از حد در مدیران، ریسک سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهد.

حسینی چگنی و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که بین تورش‌های کوتاه‌نگری، بهینه‌بینی، خوداسنادی، توان‌پنداری و دیرپذیری با تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران در بورس تهران رابطه معناداری وجود دارد.

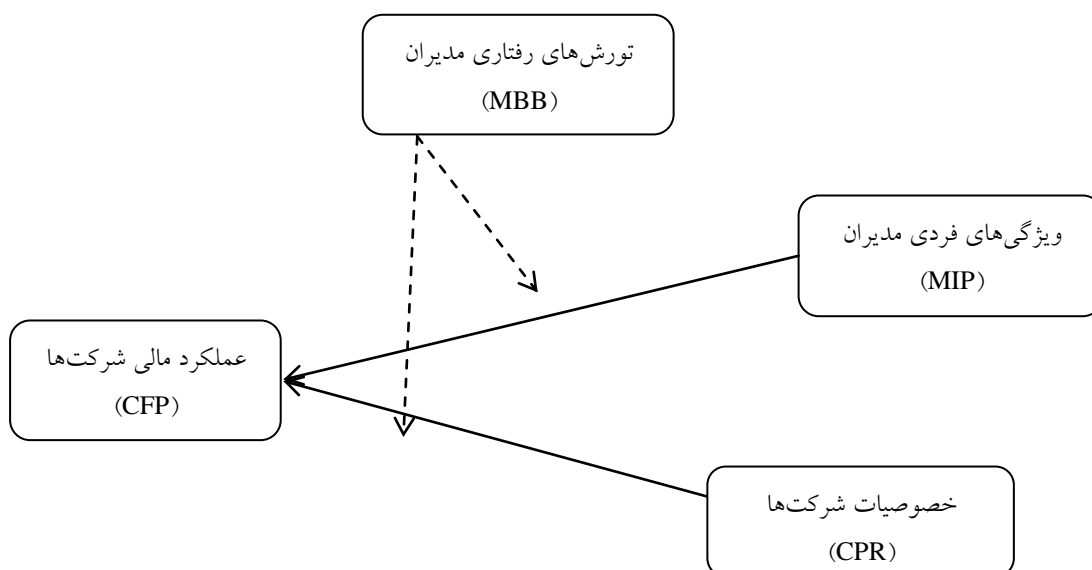
### فرضیه‌های پژوهش

پژوهش حاضر به دنبال آزمون فرضیه‌های زیر می‌باشد:

۱. ویژگی‌های فردی مدیران مالی تأثیر معناداری بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارد.
۲. خصوصیات شرکت‌ها تأثیر معناداری بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارد.
۳. تورش‌های رفتاری مدیران مالی نقش تعدیل‌گر معناداری بین ویژگی‌های فردی آنان و عملکرد مالی شرکت‌ها دارد.
۴. تورش‌های رفتاری مدیران مالی نقش تعدیل‌گر معناداری بین مشخصات شرکت‌ها و عملکرد مالی شرکت‌ها دارد.

همچنین مدل مفهومی تحقیق در شکل (۱) ارائه شده است:





شکل (۱): مدل مفهومی تحقیق

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر به لحاظ هدف، از نوع کاربردی و به لحاظ ماهیت، از نوع همبستگی است. در بخش نظری پس از مراجعه به کتاب‌ها، مجله‌ها و پایگاه‌های اینترنتی معتبر، اطلاعات نظری لازم برای اجرای پژوهش گردآوری شد. در بخش میدانی نیز، برای گردآوری داده‌ها از پرسش‌نامه چهاربعدی و سی و شش سؤالی محقق ساخته استفاده شد که نحوه اندازه‌گیری هر کدام در بخش متغیرهای پژوهش توضیح داده شده است. همچنین، پرسش‌نامه به صورت آنلاین توزیع شده و جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌های تحقیق از روش مدل‌یابی معادلات ساختاری به روش حداقل مربعات جزئی (PLS) استفاده شده است. تجزیه و تحلیل ساختارهای کوواریانس یا همان «مدل‌یابی معادلات ساختاری (SEM)»<sup>۱</sup>، از روش‌های نوین بررسی روابط علی و معلولی بوده و به معنی تجزیه و تحلیل متغیرهایی است که در ساختار مبتنی بر تئوری، تأثیرات همزمان آن‌ها را نشان می‌دهد. در تحلیل ساختارهای کوواریانس، نمودار مسیر جایگاه تسهیل‌کننده‌ای دارد. این کار باعث می‌شود ساختار مسائل به صورت مفهومی قابل درک شود. همچنین SEM امکان بررسی روابط متغیرهای مستقل و وابسته را نیز فراهم می‌آورد. فرض کنید  $\xi$  متغیر مستقل و  $\eta$  وابسته باشند، در این صورت ارتباط آن‌ها به صورت روابط زیر نشان داده می‌شود:

$$\begin{aligned} X: x &= \Lambda_x \xi + \delta \\ Y: y &= \Lambda_y \eta + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

در این صورت معادله ساختاری برای ارتباط بین متغیرها به صورت زیر خواهد بود:

$$\xi, \eta: B\eta = \Gamma\xi + \zeta \quad (2)$$

در معادلات فوق، متغیرهای مکنون  $\xi$  و  $\eta$  زمینه‌ساز متغیرهای  $X$  و  $Y$  بوده و وزن‌های عاملی  $\Lambda_x$  و  $\Lambda_y$  نشان می‌دهند که متغیرهای مکنون تا چه اندازه زمینه‌ساز  $X$  و  $Y$  هستند. رابطه دوم ارتباط بین متغیر مستقل و وابسته را توصیف می‌کند. در نهایت معادله ساختاری ارتباط متغیر وابسته و مستقل به شکل رابطه زیر نوشته می‌شود:

$$\eta = \Gamma\xi + \zeta \quad (3)$$

که در آن  $\Gamma$  ماتریس ضریب یا وزن اثر متغیرهای مستقل بر وابسته و  $\beta$  ماتریس عناصر اخلال در معادله می‌باشد. با حل این معادلات، مقادیر پارامترهای مدل به دست می‌آید (رضازاده و داوری، ۱۳۹۳). از طرف دیگر، جامعه آماری پژوهش حاضر مشتمل بر مدیران مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. همچنین، جهت نمونه‌گیری از روش در دسترس و تعیین حجم نمونه از فرمول تصادفی کوکران به صورت زیر استفاده شد:

$$n = \frac{t^2 \cdot s^2}{d^2} \rightarrow n = \frac{1.96^2 \times 0.274}{(0.05)^2} \cong 421 \quad (4)$$

### متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش حاضر در سه‌گروه وابسته (عملکرد مالی)، مستقل (ویژگی‌های فردی مدیران و خصوصیات شرکت‌ها) و تعدیل‌گر (تورش‌های رفتاری مدیران) قرار می‌گیرند.

**متغیر مستقل:** متغیرهای مستقل پژوهش حاضر شامل ویژگی‌های فردی مدیران مالی (MIP) و خصوصیات شرکت‌ها (CPR) می‌باشد که جهت اندازه‌گیری آن‌ها به ترتیب سؤالات ۱ تا ۵ (۱) سطح تجربه و دانش مرتبط؛ ۲. نوع فرهنگ و قومیت؛ ۳. میزان ریسک‌پذیری؛ ۴. هنجارها و ارزش‌ها و ۵. هیجان‌ات و احساسات) و سؤالات ۵ تا ۱۵ (۵). وضعیت اعتباری؛ ۶. اهرم مالی؛ ۷. اندازه؛ ۸. انعطاف‌پذیری مالی؛ ۹. سودآوری؛ ۱۰. پایداری درآمدها؛ ۱۱. تمرکز مالکیت؛ ۱۲. ریسک ورشکستگی؛ ۱۳. فرهنگ؛ ۱۴. تعهدسازمانی و ۱۵. وضعیت شرکت‌های رقیب) پرسش‌نامه در قالب طیف لیکرت پنج‌نقطه‌ای استفاده شد.

**متغیر تعدیل‌گر:** متغیر تعدیل‌گر پژوهش حاضر تورش‌های رفتاری مدیران مالی (MBB) می‌باشد که جهت اندازه‌گیری آن از سؤالات ۱۶ تا ۳۶ (۲۱ تورش رفتاری) پرسش‌نامه در قالب طیف لیکرت پنج‌نقطه‌ای استفاده شد.

**متغیر وابسته:** متغیر وابسته پژوهش حاضر عملکرد مالی شرکت‌ها (CFP) می‌باشد که جهت اندازه‌گیری آن از سؤالات ۳۷ تا ۴۴ پرسش‌نامه (۳۷. ارزش افزوده اقتصادی، ۳۸. ارزش افزوده بازار، ۳۹. کیو توبین، ۴۰. ارزش ایجاد شده سهام‌دار، ۴۱. رشد سود عملیاتی، ۴۲. رشد حقوق صاحبان سهام، ۴۳. حاشیه سود خالص و ۴۴. رشد دارایی‌ها) در قالب طیف لیکرت پنج‌نقطه‌ای استفاده شد.

### یافته‌های پژوهش

جدول (۴) توصیف آماری نمونه مطالعه شده را نشان می‌دهد:

جدول (۴): ویژگی‌های نمونه بررسی شده

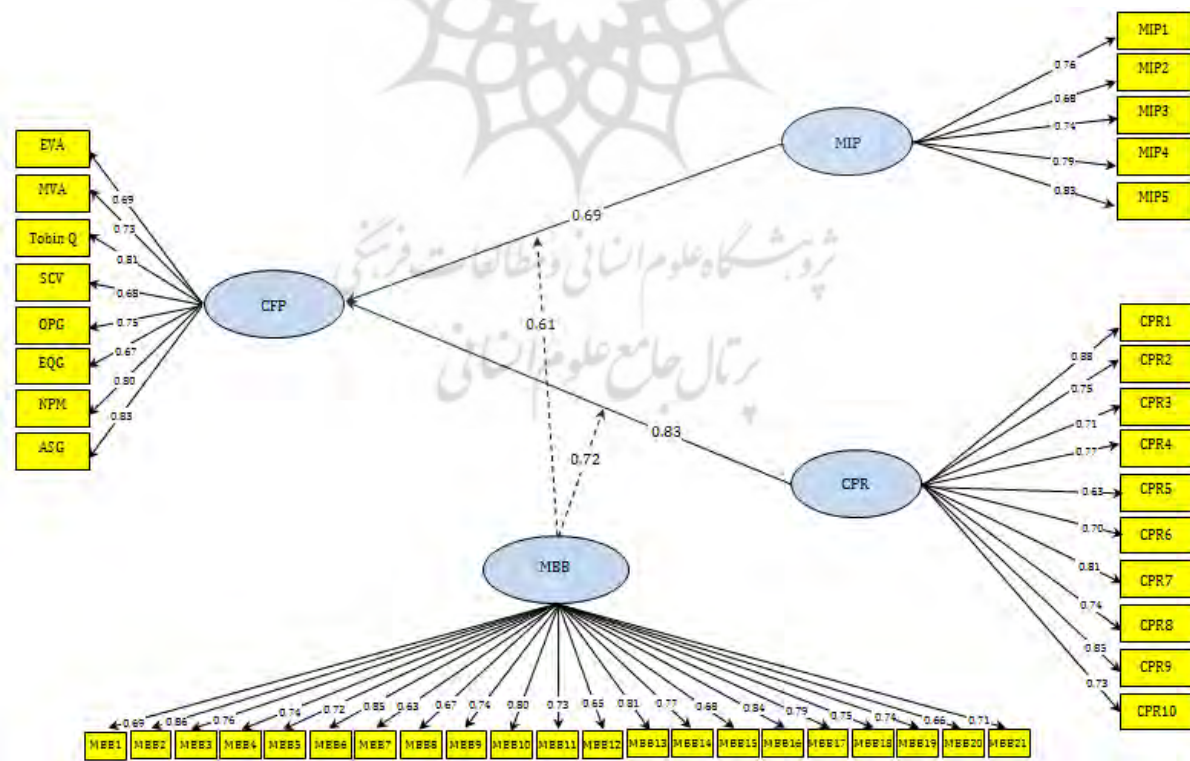
ارتباط با بازار سهام		تحصیلات		سن		جنسیت	
درصد	سال	درصد	مقطع	درصد	سال	درصد	جنس
۲۷/۰	۲ تا ۳	۸/۵	زیردیپلم	۱/۵	کمتر از ۲۰	۱۲/۵	زن
۲۰/۰	۳ تا ۵	۱۷/۵	دیپلم	۲۵/۵	۲۰-۳۰	۸۷/۵	مرد
۲۲/۰	۵ تا ۱۰	۲۱	فوق‌دیپلم	۲۶	۳۰-۴۰		
۳۱/۰	بیش از ۱۰	۲۸/۵	لیسانس	۴۱/۵	۴۰-۵۰		
		۲۴/۵	فوق‌لیسانس و بالاتر	۵/۵	بیش از ۵۰		

مأخذ: یافته‌های تحقیق

یافته‌های جدول (۴) نشان می‌دهد که اکثر مدیران مورد مطالعه مرد (۸۷/۵ درصد)، در مقطع سنی ۴۰-۵۰ سال (۴۱/۵ درصد)، دارای مدرک تحصیلی لیسانس (۲۸/۵ درصد) و به طور متوسط بیش از ۱۰ سال (۳۱/۰ درصد) با بازار سهام در ارتباط بوده‌اند.

پس از توصیف متغیرهای تحقیق، نتایج آزمون بارلت و KMO به عنوان شاخص‌های کفایت نمونه‌گیری ارزیابی شد و در نتیجه، تمامی شاخص‌ها در سطح مطلوبی بودند. مقدار معیار KMO برای تمامی ابعاد بیش از ۰/۵ و مقدار معناداری آزمون بارلت نیز کمتر از ۰/۰۵ به دست آمد. پس از حصول اطمینان از مناسب بودن حجم نمونه، بار عاملی گویه‌ها بررسی شد. جهت سنجش مدل اندازه‌گیری، پایایی و روایی سازه‌ها و شاخص‌ها ارزیابی شد. آلفای کرونباخ و پایایی مرکب برای هر یک از سازه‌ها بیش از ۰/۷ حاصل شد. همچنین، تمام شاخص‌ها از پایایی لازم برخوردار بودند. جهت بررسی روایی سازه‌های مدل، از روایی همگرا و روایی تشخیصی استفاده شد. معیار متوسط واریانس استخراج شده برای ارزیابی روایی همگرای تمام سازه‌ها، بیش از ۰/۵ بوده و با توجه به اینکه جذر میانگین واریانس استخراج شده در قطر ماتریس بیش از همبستگی سازه‌های دیگر بود، ملاک مذکور نیز پذیرفتنی است. بنابراین، کیفیت سازه‌ها روایی مناسبی دارد.

پس از تأیید مدل اندازه‌گیری تحقیق، مدل معادلات ساختاری که بیانگر ارتباط بین متغیرهای مکنون تحقیق است، حاصل شد. شکل (۲) مدل کلی ارتباط میان متغیرهای تحقیق و بررسی تأثیر ویژگی‌های فردی مدیران مالی و خصوصیات شرکت‌ها را بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از طریق نقش تعدیل‌گر تورش‌های رفتاری مدیران مالی با روش حداقل مربعات جزئی (PLS) نشان می‌دهد:



شکل (۲): مدل کلی معادلات ساختاری و ارتباط میان متغیرهای تحقیق

جدول (۵): شاخص‌های برازش مدل

آماره	$\chi^2/df$	P-Value	RMSEA	GFI	AGFI
مقدار محاسباتی	۲/۹۴۱	۰/۰۲۶	۰/۰۱۱	۹۴/۷۱۳	۹۲/۵۱۶
مقدار مطلوب	کمتر از ۳	کمتر از ۰/۰۵	نزدیک صفر	نزدیک ۱۰۰	نزدیک ۱۰۰

مأخذ: یافته‌های تحقیق

آزمون  $\chi^2$  نشان می‌دهد که بیان مدل، ساختار روابط میان متغیرهای مشاهده شده را توصیف می‌کند یا خیر. هر اندازه مقدار  $\chi^2$  کوچکتر باشد، بهتر است.  $\chi^2/df$  که شکل تعدیل شده  $\chi^2$  می‌باشد نیز، به عنوان یک معیار تناسب تطبیق و تعدیل آن با اندازه نمونه بوده و مقدار این آزمون بهتر است کمتر از ۳ باشد. شاخص خوبی تناسب یا برازش (GFI) و تعدیل شده آن (AGFI) تحت تأثیر اندازه نمونه قرار نمی‌گیرد و علیه خروج از فرض نرمال بودن بسیار قدرتمند می‌باشد. همچنین، مقدار مطلوب آن بیش از ۹۰ درصد می‌باشد. در نهایت، شاخص RMSR معیار میانگین اختلاف بین داده‌ها و ماتریس واریانس-کواریانس باز تولید شده می‌باشد. هر اندازه که این معیار کوچکتر باشد، برای تناسب مدل با داده‌ها بهتر می‌باشد. بنابراین، با توجه به مقادیر شاخص تناسب به دست آمده، مشخص می‌شود که اندازه‌گیری مدل مناسب بوده و تمامی اعداد و پارامترهای مدل معنادار می‌باشد. همچنین بر اساس مدل‌یابی معادلات ساختاری شکل (۲)، روابط زیر قابل استخراج می‌باشد:

جدول (۶): برآورد تأثیر متغیرهای مکنون بر یکدیگر با استفاده از مدل‌یابی معادلات ساختاری

نوع تأثیر	متغیرهای مکنون	ضریب	آماره t
اثرات	تأثیر ویژگی‌های فردی مدیران بر عملکرد مالی شرکت‌ها (MIP → CFP)	$\gamma_1 = 0.1691$	۲/۴۸۰**
مستقیم	تأثیر خصوصیات شرکت‌ها بر عملکرد مالی شرکت‌ها (CPR → CFP)	$\gamma_2 = 0.1832$	۲/۹۸۴***
اثرات	تأثیر تعدیل‌گر تورش رفتاری مدیران بین ویژگی‌های فردی مدیران و عملکرد مالی شرکت‌ها (MIP → MBB → CFP)	$\beta_1 = 0.1613$	۲/۱۹۳**
غیرمستقیم	تأثیر تعدیل‌گر تورش رفتاری مدیران بین خصوصیات شرکت‌ها و عملکرد مالی شرکت‌ها (CPR → MBB → CFP)	$\beta_1 = 0.1722$	۲/۵۸۸**

مأخذ: یافته‌های تحقیق - \*\* معنادار در سطح ۰/۰۵ - \*\*\* معنادار در سطح ۰/۰۱

یافته‌های جدول (۶) نشان می‌دهد که ویژگی‌های فردی مدیران تأثیر معنادار مثبتی بر عملکرد مالی شرکت‌ها در سطح ۰/۰۵ دارد. بدین مفهوم که با بهبود ویژگی‌های فردی مدیران، عملکرد مالی شرکت‌ها بهبود می‌یابد. از این رو، فرضیه اول تحقیق تأیید می‌گردد. همچنین خصوصیات شرکت‌ها تأثیر معنادار مثبتی بر عملکرد مالی شرکت‌ها در سطح ۰/۰۵ دارد. بدین مفهوم که با بهبود خصوصیات شرکت‌ها، عملکرد مالی شرکت‌ها بهبود می‌یابد. از این رو، فرضیه دوم تحقیق تأیید می‌گردد. از طرف دیگر، تورش‌های رفتاری مدیران از تأثیر معنادار مثبتی بین ویژگی‌های فردی مدیران و عملکرد مالی شرکت‌ها در سطح ۰/۰۵ برخوردار می‌باشد. از این رو، فرضیه سوم تحقیق نیز تأیید می‌گردد. لیکن، با وارد کردن متغیر تورش رفتاری مدیران به عنوان متغیر تعدیل‌گر، شدت رابطه بین ویژگی‌های فردی مدیران و عملکرد مالی شرکت‌ها از ۰/۱۶۹ به ۰/۱۶۱ کاهش می‌یابد. در نهایت، تورش‌های رفتاری مدیران تأثیر معنادار مثبتی بین خصوصیات شرکت‌ها و عملکرد مالی شرکت‌ها در سطح ۰/۰۵ دارد. از این رو، فرضیه چهارم

تحقیق تأیید می‌گردد. لیکن، با وارد کردن متغیر تورش رفتاری مدیران به عنوان متغیر تعدیل‌گر، شدت رابطه بین خصوصیات شرکت‌ها و عملکرد مالی شرکت‌ها از ۰/۸۳ به ۰/۷۲ کاهش می‌یابد.

### بحث و نتیجه‌گیری

در این مطالعه به بررسی تأثیر ویژگی‌های فردی مدیران مالی شامل «سطح تجربه و دانش مرتبط»، «نوع فرهنگ و قومیت»، «میزان ریسک‌پذیری»، «هنجارها و ارزش‌ها» و «هیجان‌ات و احساسات» و مشخصات شرکت‌ها شامل «وضعیت اعتباری»، «اهرم مالی»، «اندازه»، «انعطاف‌پذیری مالی»، «سودآوری»، «پایداری درآمد»، «تمرکز مالکیت»، «ریسک ورشکستگی»، «فرهنگ و تعهد سازمانی» و «وضعیت شرکت‌های رقیب» بر عملکرد مالی شامل «ارزش افزوده اقتصادی»، «ارزش افزوده بازار»، «کیو توبین»، «ارزش ایجاد شده سهام‌دار»، «رشد سود عملیاتی»، «رشد حقوق صاحبان سهام»، «حاشیه سود خالص» و «رشد دارایی‌ها» شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از طریق نقش تعدیل‌گر تورش‌های رفتاری پرداخته شد. نتایج برآورد نشان داد که ویژگی‌های فردی مدیران تأثیر معنادار مثبتی بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارد. بدین مفهوم که با بهبود ویژگی‌های فردی مدیران، عملکرد مالی شرکت‌ها بهبود می‌یابد. از این رو، فرضیه اول تحقیق تأیید شد. این یافته با بخشی از نتایج مطالعه کانگ (۲۰۱۸) که دریافت بین ویژگی‌های مدیران و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد، همخوانی دارد. همچنین، این یافته با بخشی از نتایج تحقیق دلشادی و تهرانی (۱۳۹۸) که دریافتند بین ویژگی‌های مدیریت و ریزش قیمت سهام در شرکت‌های بررسی شده رابطه معناداری وجود دارد، همخوانی دارد. همچنین، خصوصیات شرکت‌ها از تأثیر معنادار مثبتی بر عملکرد مالی شرکت‌ها برخوردار می‌باشد. بدین مفهوم که با بهبود خصوصیات شرکت‌ها، عملکرد مالی شرکت‌ها بهبود می‌یابد. از این رو، فرضیه دوم تحقیق تأیید شد. این یافته با بخشی از نتایج مطالعه سلطانی و رحیمی (۱۳۹۹) که دریافتند رابطه معناداری بین اکثر ویژگی‌های شرکت‌ها و عملکرد مالی آنان وجود دارد، همخوانی دارد. از طرف دیگر، تورش‌های رفتاری مدیران تأثیر معنادار مثبتی بین ویژگی‌های فردی مدیران و عملکرد مالی دارد. از این رو، فرضیه سوم تحقیق تأیید شد؛ لیکن با وارد کردن متغیر تورش رفتاری مدیران به عنوان متغیر تعدیل‌گر، از شدت رابطه بین ویژگی‌های فردی مدیران و عملکرد مالی شرکت‌ها کاسته می‌شود. این یافته با بخشی از نتایج مطالعه خطیری و همکاران (۱۳۹۸) که دریافتند که هوش مالی اثر تعدیل‌گری بر رابطه میان ویژگی‌های شخصیتی و عملکرد شرکت‌ها ندارد، همخوان نیست. همچنین، تورش‌های رفتاری مدیران از تأثیر معنادار مثبتی بین خصوصیات شرکت‌ها و عملکرد مالی شرکت‌ها برخوردار می‌باشد. از این رو، فرضیه چهارم تحقیق تأیید شد؛ ولی با وارد کردن متغیر تورش رفتاری مدیران به عنوان متغیر تعدیل‌گر، از شدت رابطه بین خصوصیات شرکت‌ها و عملکرد مالی شرکت‌ها کاسته می‌شود. این یافته با بخشی از نتایج مطالعه خواجهی و همکاران (۱۳۹۷) که دریافتند خودشیفتگی مدیران (به عنوان یکی از ویژگی‌های مدیران) نقش تعدیل‌گر معناداری بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و عملکرد مالی شرکت‌ها دارد، همخوان است. در نهایت، از آنجا که نتایج تحقیق نشان داد که تورش‌های رفتاری مدیران مالی تأثیر معنادار معکوسی بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارد، به مدیران مالی پیشنهاد می‌شود تورش‌های رفتاری خود را از طریق مشاوره با خبرگان و همچنین، شرکت در دوره‌های آموزشی کوتاه و بلندمدت تعدیل کنند. علاوه بر این، از آنجا که دانش مالی رفتاری، دانشی نوپا در دنیا بوده و تعداد پژوهش‌های صورت گرفته در این باره در ایران نیز اندک است، به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود تأثیر سایر عوامل رفتاری مانند اعتماد بیش از حد، کوتاه‌بینی، دنباله‌روی از جمع، پشیمان‌گریزی و غیره سرمایه‌گذاران بر سیاست‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بررسی شود.

## References

- Adil, M., Singh, Y., & Ansari, M. S. (2021). How financial literacy moderate the association between behavior biases and investment decision? *Asian Journal of Accounting Research*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/AJAR-09-2020-0086>.
- Aktas, N., Louca, C., & Petmezas, D. (2019). CEO Overconfidence and the Value of Corporate Cash Holdings. *Journal of Corporate Finance*, 54, 85-106.
- Ateş, S., Coşkunb, A., & Şahin, A. (2016). Impact of Financial Literacy on the Behavioral Biases of Individual Stock Investors: Evidence from Bursa Istanbul. *Business and Economics Research Journal*, 7(3), 1-19.
- Azad, R. A., Kamyabi, I., & Khalilpur, M. (2020). Manager's behavioral properties and stock liquidity. *Financial Accounting and Auditing Researches*, 12(45), 191-213. (In Persian).
- Azar, A., Saranj, A. R., Sadeghi Moghadam, A. A., Rajabzadeh, A., & Moazzez, H. (2018). The Agent-based modeling of stockholders' behavior in Iranian capital market. *Financial Research Journal*, 20(2), 130-150. (In Persian).
- Dadashi, I., Yahyazadefar, M., & shamekhi, A. (2018). The impact of Manager Optimism on prices Synchronization in TSE. *Journal of Accounting Advances*, 10(2), 159-182. (In Persian).
- De Bortoli, D., Da Costa, N.J., Goulart, M., & Campara, J. (2019). Personality traits and investor profile analysis. *A behavioral finance study. PLoS One A Peer-Reviewed*, 14(3), 1-18.
- Delshad, A., & Tehrani, R. (2019). Investigating the Role of Management Characteristics on Stock Price Crash Risk in Companies Listed on Tehran Stock Exchange. *Financial Management Strategy*, 7(4), 82-102. (In Persian).
- Foroghi, D., & Ghasemzad, P. (2015). The Effect of Management Overconfidence on Future Stock Price Crash Risk. *Financial Accounting Knowledge*, 2(2), 55-72. (In Persian).
- Ghorbani Bejandi, S., & Shahverdiani, S. (2020). Behavioral factors affecting on investors behavior in Iran different cultures. *Investment Knowledge*, 9(35), 121-132. (In Persian).
- Hosseini Chegeni, E., Haghgoo, B., & Rahmaninejad, L. (2014). Studying the Relationship between Behavioral Biases of Investors and Their Investment Decisions in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Management Strategy*, 2(4), 113-133. (In Persian).
- Jain, J., Walia, N., & Gupta, S. (2019). Evaluation of behavioral biases affecting investment decision making of individual equity investors by fuzzy analytic hierarchy process. *Review of Behavioral Finance*, 12(3), 297-314.
- Jamshidi, N., & Ghalibaf A, H. (2019). Dynamics of the Behavior of Individual Investors in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Management Perspective*, 9(25), 101-120. (In Persian)
- Kahneman, D., & Riepe, M. W. (1998). Aspects of Investor Psychology. *The Journal of Portfolio Management*, 24(4), 52-65.
- Kang, J., Kang, J., Kang, M., & Kim, J. (2018). Curbing Managerial Myopia: The Role of Managerial Overconfidence in Owner-Managed Firms and Professionally Managed Firms. *Labor: Personnel Economics eJournal*. Available at: <https://ssrn.com/abstract=2944998>.
- Karami, G. R., & Hasani, A. (2017). Reviewing the Effect of Investors' Behavioral Bias on IPO Return and the Roll of Earning Quality in Reducing this Effect. *Financial Research Journal*, 19(4), 595-614. (In Persian).
- Kaustia, M., & Rantapuska, E. (2015). Does mood affect trading behavior? *Journal of Financial Markets*, 29(c), 1-26.
- Khajavi, S., Dehghani Saadi, A. A., & Roosta, M. (2018). Investigation the Moderating Role of CEO Narcissism on Explaining the Relationship between Corporate Social Responsibility and Financial

- Performance of Listed Companies of Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Research*, 10(39), 57-74. (In Persian).
- Khatiri, M., Taghi Pirian Gilani, Y., Gholami Jamkarani, R., & Jahangir Nia, H. (2019). Personality characteristics Managers' Financial Intelligence and Corporate Performance. *Financial Accounting Knowledge*, 6(3), 141-165.
- Mali, M., Fallah Shams, M., & Saedi, A. (2021). Design and Explanation of the Reduction of Consequences of the Behavioral Finance Biases on the Banking System Recession. *Financial Management Perspective*, 11(33). doi:10.29252/jfmp.2021.96106. (In Persian).
- Mascareñas, J., & Yan, F. (2017). How People Apply Mental Accounting Philosophy to Investment Risk? *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(3), 145-151.
- Ngoc, L.B. (2014). Behavior pattern of individual investors in stock market. *International Journal of Business and Management*, 9(1), 1-16.
- Pompian, Michael M. (2006). Behavioral Finance & Wealth Management, How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases .*Published by Jon Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey 2006. Published Simultaneously in Canada. www.wiley.com/go/permissions.*
- Rezazadeh, A., & Davari, A. (2014). Structural equation modeling using PLS software, *Iranian student book agency*, (1st edition). (In Persian).
- Soltani, M., & Rahimi, M. (2020). Investigating The Effect Company Features On impact corporate governance on the Capital Structure, Company financial performance in Accepted admitted to Tehran Stock Exchange. *Accounting and Management Vision*, 3(29), 31-53. (In Persian).



پروپوزیشن گاہ علوم انسانی و مطالعات فرہنگی  
پرتال جامع علوم انسانی