



The Impact of Behavioral Biases on Investors' Decision-Making with the Mediating Role of Risk Perception and the Moderating Roles of Financial Literacy, Emotional Stability, and Market Segmentation Preferences

Mohammad Reza Radfar¹, Elahe Tavakoli²

Received: 2025/08/04

Accepted: 2025/09/12

Research Paper

Abstract

While the traditional financial perspective considers investors' behavior rational, behavioral finance believes that investors' decision-making is not only based on logic but is also shaped by emotional factors and behavioral biases. These biases can cause deviations in investors' decision-making and lead to anomalies in financial markets. The purpose of the present study is to examine the effect of behavioral biases on investors' decision-making with the mediating role of risk perception and the moderating role of financial literacy, emotional stability, and market segmentation preferences in the Tehran Stock Exchange. This research, in terms of methodology, is descriptive–correlational and, in terms of purpose, is classified as applied research. Moreover, the statistical population of the present study consists of active investors in the Tehran Stock Exchange. The research data were analyzed using information collected from 384 statistical samples in the spring of 2025. To collect data, a questionnaire was used, and for data analysis, the method of structural equation modeling with the use of Smart-PLS software was applied. The results obtained from the data analysis show that behavioral biases have a direct and significant effect on investors' decision-making. In addition, risk perception plays a mediating role in this relationship, and the variables of financial literacy and emotional stability also have significant moderating effects. However, the moderating role of market segmentation preferences in the relationship between the effect of behavioral biases on investors' decision-making was not found to be significant. The findings of this research can help financial policymakers, investment advisors, and educational institutions to improve the quality of investment decisions by gaining a better understanding of the factors influencing decision-making.

Keywords: Behavioral Biases, Investment Decision-Making, Financial Literacy, Emotional Stability, Risk Perception

JEL Classification: G41, G53, D91, E71, G32

Background and Objective: In recent years, behavioral finance, as an integration of psychology and economics, has gained a prominent position in analyzing investor behavior.

1. Assistant Prof, Department of Financial Management and Accounting, ST.C, Islamic Azad University, Tehran, Iran (Corresponding Author), (Email: Radfar@iau.ac.ir)

2. Department of Financial Management, ST.C, Islamic Azad University, Tehran, Iran (Email: E.tavakoli78@gmail.com)

This approach, by examining the influence of psychological factors on financial decisions, has shown that, contrary to traditional financial theories that emphasize the complete rationality of investors, individuals in unstable market conditions are often influenced by emotions and behavioral biases, leading to irrational decisions. Numerous behavioral biases have been identified by researchers, each of which can, in some way, affect the investor decision-making process. Among the most important of these biases are anchoring, overconfidence, risk aversion, herding behavior, and affect heuristic, which significantly influence investors' decisions and can drive them to make irrational investment choices. Some of these biases have a minor impact on investor behavior, while others strongly contribute to irrational behaviors. A clear example of such behavior can be observed in the Iranian stock market during 2019 and 2020, where, alongside multiple reasons, one of the causes of the unrealistic growth and subsequent sharp decline in the market was the entry of investors lacking financial knowledge, who entered the market under the influence of emotions and made decisions that had significant negative effects on the market and economy. In this context, variables such as emotional stability, financial literacy, and risk perception play an important role in controlling and mitigating the effects of these biases and can guide investment decisions toward rational behavior. Financial literacy helps investors achieve a more accurate understanding of financial concepts, opportunities, and investment risks, enabling them to make more rational and informed decisions. Similarly, emotional stability, as a key factor in the investor decision-making process, enhances their ability to control emotional reactions and cope with market pressures, facilitating logical and stable decision-making. On the other hand, market segmentation preferences, by providing more precise insights into different market segments, help investors better manage existing risks and allocate their financial resources more intelligently. Ultimately, this study aims to provide new insights to better understand the influence of behavioral biases on investor decision-making, considering the mediating role of risk perception and the moderating roles of financial literacy, emotional stability, and market segmentation preferences.

Methodology: This research is classified as applied in terms of objective and descriptive-correlational in terms of methodology. The statistical population includes all active shareholders of the Tehran Stock Exchange. Considering that the population size is unlimited, Cochran's formula for infinite populations was applied, resulting in a sample size of 384 participants. Data were collected using a validated questionnaire assessing independent variables including overconfidence, risk aversion, herding behavior, affect heuristic, representativeness, and anchoring; moderating variables including financial literacy, emotional stability, and market segmentation preferences; the mediating variable of risk perception; and the dependent variable of shareholders' investment decisions. The questionnaire's validity was confirmed using the CVR and CVI indices. Reliability was confirmed through Cronbach's alpha and composite reliability. To examine data normality, the Kolmogorov-Smirnov test was applied. Since the significance level of each variable was less than 0.05, the data distribution was non-normal. Structural equation modeling (SEM) using Smart PLS software was employed to test the research hypotheses.

Findings: The findings indicate that investor decision-making in financial markets is influenced by behavioral biases such as overconfidence, risk aversion, herding behavior, affect heuristic, representativeness, and anchoring. These biases primarily exert their effect through risk perception and can lead to decisions that do not fully align with market realities. The results also demonstrate that financial literacy and emotional stability play significant moderating roles in mitigating the negative effects of these biases on shareholders' investment decisions; investors with higher financial literacy can better analyze market information and

make logical decisions, while those with higher emotional stability are less influenced by emotions and psychological pressures, thereby avoiding impulsive reactions. Market segmentation preferences, however, do not have a significant effect on reducing the impact of these biases. These findings highlight the importance of considering behavioral biases and enhancing financial literacy and emotional skills as key tools for improving the quality of investment decision-making and provide a scientific and practical framework for guiding investors toward optimal decisions.

Discussion: This study demonstrates that behavioral biases have a significant role in investor decision-making, primarily through risk perception. Moreover, enhancing financial literacy and emotional stability can reduce the negative effects of these biases and facilitate more optimal decision-making. The results emphasize the importance of considering behavioral and psychological dimensions in the analysis of investment decisions and can serve as practical and effective guidance to improve the quality of financial decision-making by investors.



Authors retain the copyright and full publishing rights.

Published by [Islamic Azad University, Isfahan \(Khorasgan\) Branch](#). This article is an open access article licensed under the [Creative Commons Attribution 4.0 International \(CC BY 4.0\)](#)





تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران با نقش میانجی ادراک ریسک و تعدیلگر سواد مالی، ثبات عاطفی و ترجیحات بخش‌بندی بازار

محمدرضا رادفر^۱، الهه توکلی^۲

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۵/۱۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۶/۲۱

چکیده

در حالی که دیدگاه مالی سنتی، رفتار سرمایه‌گذاران را عقلانی می‌داند، مالی رفتاری معتقد است که تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران نه تنها بر مبنای منطق نمی‌باشد، بلکه تحت تأثیر عوامل احساسی و سوگیری‌های رفتاری نیز شکل می‌گیرد. این سوگیری‌ها می‌توانند موجب انحراف در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران شده و زمینه‌ساز بروز ناهنجاری‌هایی در بازارهای مالی گردد. هدف پژوهش حاضر، تعیین تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران با نقش میانجی ادراک ریسک و نقش تعدیلگر سواد مالی، ثبات عاطفی و ترجیحات بخش‌بندی بازار در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. این پژوهش از نظر روش‌شناسی از نوع توصیفی-همبستگی و از نظر هدف، در زمره تحقیقات کاربردی بوده و جامعه آماری آن، سرمایه‌گذاران فعال بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. داده‌های پژوهش با استفاده از اطلاعات گردآوری‌شده از ۳۸۴ نمونه آماری در بهار ۱۴۰۴ تحلیل گردید. به منظور جمع‌آوری داده‌ها از ابزار پرسش‌نامه و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش مدل‌سازی معادلات ساختاری با بهره‌گیری از نرم‌افزار smart pls استفاده شده است. نتایج حاصل از تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد که سوگیری‌های رفتاری تأثیر مستقیم و معناداری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارند. علاوه بر این، ادراک ریسک در این رابطه نقش میانجی ایفا می‌کند و متغیرهای سواد مالی و ثبات عاطفی نیز اثر تعدیلگر معناداری دارند. با این حال، نقش تعدیلگر ترجیحات بخش‌بندی بازار در ارتباط میان تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران معنادار تشخیص داده نشد. یافته‌های این تحقیق می‌تواند به سیاست‌گذاران مالی، مشاوران سرمایه‌گذاری و نهادهای آموزشی کمک کند تا با شناخت بهتر عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری، کیفیت تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را بهبود بخشند.

واژگان کلیدی: سوگیری‌های رفتاری، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، سواد مالی، ثبات عاطفی، ادراک ریسک.

طبقه‌بندی موضوعی: G41, G53, D91, E71, G32

۱. گروه مدیریت مالی و حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)، (Radfar@iau.ac.ir)

۲. گروه مدیریت مالی، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (E.tavakoli78@gmail.com)

مقدمه

یکی از پرسش‌های مطرح در حوزه بازارهای مالی، چگونگی رفتار عوامل بازار است. براساس دیدگاه مالی کلاسیک، سرمایه‌گذاران عقلایی رفتار می‌کنند. نظریه‌هایی مانند نظریه بازارهای کارا^۱، نظریه مدرن پرتفوی^۲، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای^۳ همگی بر این موضوع تأکید دارند که عوامل اقتصادی به صورت عقلایی رفتار می‌کنند و سرمایه‌گذاران منطقی هستند. در دیدگاه مالی کلاسیک، این باور وجود دارد که افراد، سازمان‌ها و حتی بازارها به صورت منطقی عمل می‌کنند. افراد تمام اطلاعات موجود را در نظر می‌گیرند، از ریسک اجتناب می‌کنند و در همان سطح سود، اوراق بهاداری با ریسک کمتر را انتخاب می‌کنند (مقصودپور، ۱۴۰۳). ظهور مالی رفتاری، دیدگاه مالی کلاسیک درباره کارایی بازارها و عقلانیت در تصمیم‌گیری‌های مالی را به چالش کشیده است. این رویکرد با بهره‌گیری از نظریه‌های روان‌شناختی نشان می‌دهد که تصمیم‌های مالی افراد تنها بر پایه منطق و اطلاعات کامل شکل نمی‌گیرد، بلکه تحت تأثیر احساسات، تمایلات و محدودیت‌های ذهنی آن‌ها قرار دارد (فایق و همکاران، ۲۰۲۴). احساسات از عوامل روانی است که تصمیم‌های سرمایه‌گذاران را هدایت می‌کند و می‌تواند بسیار بر روند بازار تأثیر بگذارد (بنایی قدیم و همکاران، ۱۴۰۳). مالی رفتاری دیدگاه روشنی درباره انواع سوگیری‌های رفتاری ارائه می‌دهد که در جنبه‌های روان‌شناختی تصمیم‌گیری‌های مالی تأثیرگذارند. این حوزه با ترکیب روان‌شناسی و اقتصاد، نشان می‌دهد که چگونه سوگیری‌های رفتاری می‌توانند بر انتخاب‌های سرمایه‌گذاری اثر بگذارند و موجب انحراف از تصمیم‌گیری عقلایی شوند. به‌طور مثال افراد فراتر از معمولاً حجم معاملات زیادی را تجربه می‌کنند و این (به دلیل هزینه مبادله) به بازدهی اندک این افراد منجر می‌شود (تکچه و ییلماز، ۲۰۱۵). درک تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر روان سرمایه‌گذاران در دوران کنونی نیز اهمیت فراوانی دارد. تمرکز بر این سوگیری‌ها می‌تواند به سرمایه‌گذاران فردی کمک کند تا با شناسایی و مدیریت آن‌ها، از بروز خطاهای ذهنی جلوگیری کرده و عملکرد سرمایه‌گذاری خود را بهبود بخشند (گوپتا و همکاران، ۲۰۲۱). ثبات احساسی و تأثیر آن بر تصمیم‌گیری‌های مالی یکی از موضوعات مهمی است که در حوزه مالی رفتاری به آن پرداخته می‌شود. این ویژگی به افراد کمک می‌کند تا در شرایط پرتنش، بر پایه منطق تصمیم‌گیری کرده و از تأثیر احساسات بر قضاوت‌های خود جلوگیری کنند (فتاح، ۲۰۲۰). از آنجا که تقریباً همه جنبه‌های زندگی افراد به تصمیم‌گیری‌های مالی مرتبط می‌شوند، از این رو افراد برای دوری از کاهش سطح رفاه به دلیل زیان‌های ناشی از تصمیم‌گیری‌های مالی اشتباه باید قادر باشند تصمیم‌های مالی درستی اتخاذ کنند. بدیهی است به کارگیری تصمیم‌های مالی درست جز از طریق داشتن سطحی مناسب از سواد مالی امکان‌پذیر نیست. افراد باتوجه به اقتصادی شدن هرچه بیشتر جنبه‌های مختلف زندگی اجتماعی ناگزیر از داشتن سواد مالی هستند (ترازودار، ۱۴۰۲). سواد مالی ترکیبی از آگاهی دانش، مهارت نگرش و رفتارهای ضروری و لازم برای تصمیم‌گیری‌های مالی است که در نهایت به رفاه مالی منجر می‌شود؛ در نتیجه ارتقای سطح سواد مالی در میان افراد جامعه موجب بهبود مدیریت پول، برنامه‌ریزی‌های مالی، تصمیم‌گیری‌های آگاهانه، استفاده درست از فرصت‌های مالی و در یک کلام رفاه و رضایت اجتماعی خواهد شد (لوزاردی، ۲۰۲۳). علاوه بر

1. Efficient Market Hypothesis (EMH)
2. Modern Portfolio Theory (MPT)
3. Capital Asset Pricing Model (CAPM)
4. Faiq et al.
5. Tekce & Yilmaz
6. Gupta et al.
7. Fattah
8. Lusardi

موارد ذکرشده، بخش‌بندی بازار و تحلیل ترجیحات مشتریان می‌تواند نقش مهمی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری ایفا کند. سرمایه‌گذاران با شناخت بهتر گروه‌های مختلف بازار و نیازهای خاص هر بخش، می‌توانند راهبردهای سرمایه‌گذاری خود را به‌گونه‌ای تنظیم کنند که بیشترین بهره‌وری و سودآوری را داشته باشند. همچنین، درک ترجیحات بخش‌های مختلف بازار به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا ریسک‌های موجود را بهتر مدیریت کنند و منابع مالی خود را هوشمندانه‌تر تخصیص دهند (حقیقی نسب، ۱۳۹۹). با توجه به مطالب ذکرشده، می‌توان نتیجه گرفت که در کنار دلایل متعددی که باعث ریزش شدید بورس اوراق بهادار در مرداد ۱۳۹۹ شد، تصمیم‌های غیرمنطقی سهام‌داران تحت‌تأثیر سوگیری‌های رفتاری، کمبود سواد مالی و ادراک نادرست از ریسک نیز به این امر کمک کرد. همچنین ورود افراد زیادی از طبقات مختلف به بورس، بدون داشتن سواد مالی کافی و بدون مشورت با متخصصان، منجر به اتخاذ تصمیم‌های غیرمنطقی و نامطلوب گردید. این تصمیم‌ها نه تنها به رکود شدید بازار انجامید بلکه نشان داد که سوگیری‌های رفتاری، ثبات عاطفی و ادراک ریسک نیز تأثیر زیادی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران دارند؛ بنابراین برای جلوگیری از بحران‌های آینده، باید به آموزش سواد مالی، آگاهی از سوگیری‌های رفتاری و ثبات عاطفی و بهبود ادراک ریسک توجه ویژه‌ای شود. این اقدامات به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تصمیم‌های منطقی بگیرند و باعث رشد بازار شوند. با وجود اینکه پژوهش‌های زیادی تأثیر سوگیری‌های رفتاری را بررسی کرده‌اند اما پژوهشی تا کنون به بررسی هم‌زمان تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران با نقش میانجی ادراک ریسک و نقش تعدیلگر سواد مالی، ثبات عاطفی و ترجیحات بخش‌بندی بازار نپرداخته‌اند و از این‌رو پژوهش حاضر دارای نوآوری و تمایز است. حال این پژوهش به دنبال پاسخ‌گویی به این پرسش است که "سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران با نقش میانجی ادراک ریسک و نقش تعدیلگر سواد مالی، ثبات عاطفی و ترجیحات بخش‌بندی بازار چه تأثیری دارد؟"

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در حوزه مالی رفتاری مفاهیم اقتصاد مالی و روان‌شناسی در جهت ایجاد مدل‌های دقیق‌تری از رفتار انسان در بازارهای مالی ادغام می‌شوند. مالی رفتاری به دنبال تأثیر فرایندهای روان‌شناختی در تصمیم‌گیری است و 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 (فلاح‌پور و عبداللهی، ۱۳۹۰). مالی رفتاری به عنوان یک حوزه مطالعاتی مهم ظهور کرده و نظریه‌های مالی سنتی را با ترکیب بینش‌های روان‌شناسی و رفتار انسانی در درک بازارهای مالی به چالش می‌کشد. مالی رفتاری از هم‌گرایی علوم مختلف پدید می‌آید: (۱) روان‌شناسی، که فرایندهای رفتاری و شناختی تحت‌تأثیر محیط فیزیکی، روانی و خارجی را مطالعه می‌کند. (۲) مالی، که شامل تشکیل، توزیع و استفاده از منابع است. (۳) جامعه‌شناسی، که جنبه‌های اجتماعی-رفتاری افراد یا گروه را بررسی می‌کند و بر تأثیر روابط اجتماعی بر نگرش‌ها و رفتار تأکید دارد (کاناپیکینه و همکاران، ۲۰۲۴). آنچه در سطح خرد مالی رفتاری درباره آن مطالعه می‌شود، سوگیری‌های رفتاری و تأثیری است که این سوگیری‌ها بر عملکرد سرمایه‌گذاری افراد می‌گذارند. تورسکی و کاهنمن اولین محققانی بودند که در سال ۱۹۷۳ به بررسی سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران پرداختند و عنوان نمودند در شرایط مختلف، سرمایه‌گذاران به دلیل موقعیت‌ها، احساسات، عواطف و ادراکات متفاوت رفتارهای غیرمنطقی از خود نشان می‌دهند. آن‌ها ممکن است

1. Kanapickienė et al.

2. Amos Tversky & Daniel Kahneman

قضاوت‌های اشتباهی را در سرمایه‌گذاری‌های خود بگنجانند و آن‌ها را به‌عنوان انتخاب‌های منطقی در بازار سهام درک کنند. برخی از احساسات و عواطف سرمایه‌گذاران ناشی از اثر تمایل یا دلایل روانی است که به‌طور قابل توجهی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را تحت‌تأثیر قرار می‌دهد. بعضی از عوامل تأثیر کمی بر رفتار سرمایه‌گذاران دارند، درحالی که تعدادی دیگر ممکن است تأثیرات عمده‌ای داشته باشند و این عوامل به‌شدت به رفتارهای غیرمنطقی سرمایه‌گذاران دامن می‌زند؛ به‌خصوص زمانی که سرمایه‌گذاری‌های سرمایه‌گذاران براساس تجربه یا ویژگی‌های شخصی باشد. یکی از معروف‌ترین سوگیری‌های رفتاری سوگیری فرااعتمادی است. این سوگیری در افراد مطلع و بادنش یافت می‌شود که منجر به کاهش بازدهی معاملات می‌گردد. فرااعتمادی یا اعتماد بیش‌ازحد باعث می‌شود افراد ریسک‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری را نادیده بگیرند و بیش‌ازحد به مهارت‌ها و دانش خود اعتماد کنند. اعتماد به نفس بیش‌ازحد، توجه بسیاری از محققان در بخش مالی را به خود جلب کرده و باعث می‌شود سرمایه‌گذاران احساس کنند که دانش بیشتری دارند و هنگام پیش‌بینی رویدادها، آن را به صورت حتمی می‌بینند و بر این باور هستند که آن‌ها درک و قضاوت بهتری نسبت به دیگران دارند. افراد با اعتماد به نفس بیش‌ازحد، شواهد موجود در یک موقعیت را نادیده می‌گیرند زیرا در باورهای خود سخت‌گیر و مطمئن هستند. آن‌ها به قدری به نظرات خود اطمینان دارند که هنگام تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، اطلاعات مهم را نادیده می‌گیرند (سراج و همکاران^۱، ۲۰۲۳). همچنین رفتار گله‌ای یکی از عناصر اساسی در مفهوم مالی رفتاری و یک عامل خارجی است که بر رفتار انسان تأثیر می‌گذارد و به این معناست که بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری نیز تأثیر خواهد گذاشت. تعاملات اجتماعی، سرمایه‌گذاران را تشویق می‌کند تا رفتار سایر سرمایه‌گذاران را تقلید کنند و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری گروه غالب را دنبال کنند و دلیل بروز این سوگیری، کاهش ریسک است. سرمایه‌گذاری در سهام نیازمند اطلاعات فراوانی است. به همین دلیل سرمایه‌گذاران تمایل دارند به انجمن‌های مرتبط با سرمایه‌گذاران و شبکه‌های اجتماعی بپیوندند. اطلاعات به‌دست‌آمده به سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری کمک می‌کند و این به معنای تأثیرگذاری رفتار گله‌ای بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران است (ثریا و همکاران^۲، ۲۰۲۳). از دیگر سوگیری‌های رفتاری می‌توان به سوگیری ریسک‌گریزی اشاره کرد. سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز برای زیان به نسبت سود اهمیت بیشتری قائل هستند و تصمیم‌های خود را در محدوده عقلانیت می‌گیرند. به‌عبارت دیگر یک فرد ریسک‌گریز تمایلی به دریافت سود در برابر پذیرش شرایط محتمل را ندارد. راهبرد این افراد محافظه‌کارانه می‌باشد که اغلب منجر به تنوع‌سازی ناکافی سبد سرمایه‌گذاری می‌شود و سرمایه‌گذاران به جای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های متنوع، تمایل دارند که در تعداد کمی از دارایی‌های شناخته‌شده سرمایه‌گذاری کنند؛ زیرا بر این باور هستند که این کار زیان‌های احتمالی را به حداقل می‌رساند در حالی که تنوع‌سازی راهبردی است که به‌طور مؤثر ریسک را کاهش می‌دهد. ریسک‌گریزی به‌طور قابل توجهی بر تصمیم‌گیری‌های مالی تأثیر می‌گذارد. از نظر جنسیتی، زنان بیشتر از مردان تمایل به ریسک‌گریزی دارند (ظفر و همکاران^۳، ۲۰۲۴). لنگر انداختن^۴ یکی از سوگیری‌های رفتاری است که در تصمیم‌ها، قضاوت‌ها و درنهایت رفتار و باورهای فرد تأثیر به‌سزایی دارد و طی آن ذهن در فرایند تصمیم‌گیری به نخستین اطلاعاتی که به دست می‌آورد تکیه می‌کند؛ یعنی ذهن معطوف اولین اطلاعات شده و جستجوی دیگری را دنبال نمی‌کند. بدین لحاظ اولین اطلاعات ارائه‌شده در انتخاب افراد تأثیر فراوانی دارد چرا که درگیر شدن ذهن در اطلاعات اولیه تعصب جانب‌داری را در وی به وجود می‌آورد و هر گونه قضاوت و تصمیم‌گیری که وی در آینده خواهد داشت به نوعی متأثر

1. Seraj et al.
2. Soraya et al.
3. Zafar et al.
4. Anchoring bias

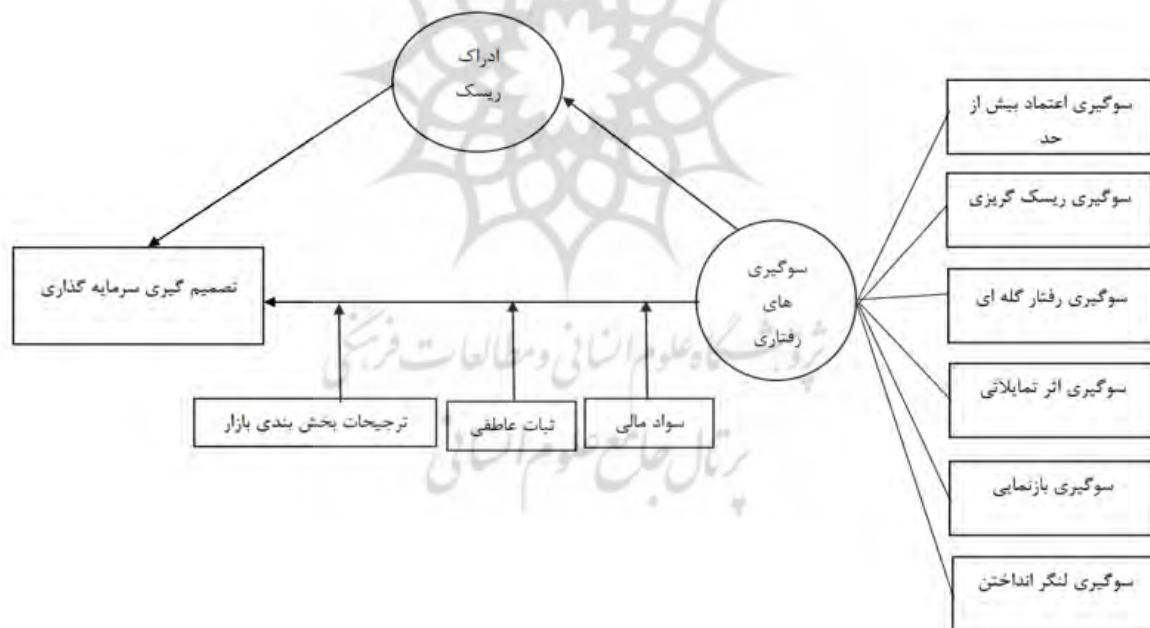
از اطلاعات موجود و اولیه می‌باشد (روشن‌گرزاده و همکاران، ۱۴۰۳). سوگیری نمایندگی از دیگر سوگیری‌های رفتاری است که در آن سرمایه‌گذاران فقط به تجربیات گذشته تکیه می‌کنند بدون اینکه تحلیل بیشتری انجام دهند. بنابراین تصمیم‌گیری‌ها به صورت عجولانه انجام می‌شود (ثریا و همکاران، ۲۰۲۳). به علاوه اثر تمایلاتی یک ناهنجاری بوده که در امور مالی رفتاری کشف شده است. این امر به تمایل سرمایه‌گذاران به فروش دارایی‌هایی که ارزش آن‌ها افزایش یافته مربوط می‌شود، در حالی که دارایی‌هایی را که ارزش آن‌ها کاهش یافته است، نگهداری می‌کنند (کاوایی و همکاران، ۱۴۰۳). در سرمایه‌گذاری همه چیز با شناخت و اطلاعات آغاز می‌شود. از آنجا که هرچه در یک زمینه مالی مانند سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه با اطلاعات مالی بیشتری قدم بگذاریم احتمالاً به نتایج بهتر و آگاهانه‌تری خواهیم رسید برای امنیت سرمایه‌گذاری و کاهش مخاطره، داشتن سواد مالی بهترین و قوی‌ترین ابزار است. در جهان مدرن امروز، بدون توانایی در درک مسائل مالی و دانستن الفبای اقتصاد و امور مالی، موفقیت سرمایه‌گذاری غیرممکن است. سواد مالی مفهوم گسترده‌ای شامل اطلاعات و رفتار افراد برای برخورداری از موقعیت امن مالی آتی است. این مفهوم در درجه اول شامل توانمندسازی و آموزش افراد و جوامع در برابر مسائل مالی می‌باشد تا از طریق آن قادر باشند به ارزیابی بازارها، محصولات و اخذ تصمیم‌گیری آگاهانه اقدام کنند. سواد مالی به "توانایی درک اقتصادی و مالی فرد و تصمیم‌گیری آگاهانه در مورد برنامه‌ریزی مالی، انباشت ثروت، بدهی‌ها و مدیریت حقوق بازنشستگی" اشاره دارد. افراد با سطح پایین سواد مالی به احتمال بیشتر سطح بالا یا متوسط از تجربه‌های اختلاف مالی دارند. در مقابل، افراد با سواد مالی عمومی فراوان، کمترین میزان از سطح بالا و متوسط تجربه‌های اختلاف مالی دارند (رضائی و همکاران، ۱۴۰۳). افراد با سواد مالی به یک اقتصاد سالم‌تر کمک می‌کنند. از طرفی ثبات عاطفی توانایی حفظ تعادل عاطفی در شرایط استرس‌زا است و به فرد اجازه می‌دهد تا با رویکردی یکپارچه و منصفانه به مسائل زندگی نگاه کند. افراد با ثبات عاطفی می‌توانند تنش‌ها و فشارهای جزئی روزمره را بدون اینکه از نظر عاطفی ناراحت، مضطرب یا عصبانی شوند، تحمل کنند. آن‌ها قادرند در برابر استرس‌های جزئی آرامش خود را حفظ کنند و معمولاً پس از مواجهه با استرس قابل توجه یا تحریک زیاد، به سرعت به حالت اولیه برمی‌گردند (عبدالفتاح، ۲۰۲۰). سرمایه‌گذاری دارای ریسک است و افراد باید با توجه به سطح اطلاعات خود و عدم اطمینان تصمیم بگیرند. با توجه به اطلاعاتی که یک سرمایه‌گذار در مورد سهام مختلف دارد، درک معینی از ریسک خواهد داشت که ادراک، خود شامل جنبه‌های روانی و عاطفی است که بر قضاوت و تصمیم‌گیری‌ها تأثیر دارد. درجه درک سرمایه‌گذار بر تصمیم‌گیری‌هایش درباره مصرف، صرفه‌جویی و سرمایه‌گذاری مؤثر است. این باعث می‌شود در شرایط مخاطره‌آمیز، نگرش به ریسک درک‌شده سرمایه‌گذار بیشتر ذهنی باشد تا عینی (فیل‌سرائی، ۱۴۰۳). محققان، در نظریه‌ای که می‌توان آن را «نظریه ریسک ادراک‌شده» نامید، ریسک درک‌شده را این‌گونه تعریف کرده‌اند: نحوه درک و ارزیابی سرمایه‌گذاران از خطرات مرتبط با یک تصمیم مالی است. این ادراک ممکن است براساس تجربیات گذشته، اطلاعات موجود و حتی شخصیت فرد شکل بگیرد (ابودر و همکاران، ۱۴۰۳). همچنین احساسات و حالات سرمایه‌گذاران بر ادراک آن‌ها اثر می‌گذارد. به همین علت، بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران نیز مؤثر است. در همین راستا، تفاوت در ادراک ریسک و نحوه واکنش سرمایه‌گذاران به اطلاعات موجود، موجب بروز رفتارهای گوناگون در مواجهه با شرایط بازار می‌شود. این تفاوت‌ها زمینه‌ساز طبقه‌بندی سرمایه‌گذاران در قالب گروه‌های متمایز است. چنین تمایزهایی در نگرش و رفتار، مبنایی برای بخش‌بندی بازارهای مالی فراهم می‌آورد. اولین کسی که به‌طور

رسمی مفهوم بخش‌بندی بازار را معرفی کرد، وندل اسمیت^۱ (۱۹۵۶) در مقاله‌اش با عنوان «تمایز محصول و تقسیم‌بندی بازار به‌عنوان راهبردهای بازاریابی جایگزین» بود که در مجله بازاریابی منتشر شد. ناهمگن بودن مشتریان یا یکسان نبودن نیازهای تمامی مشتریان، منطق نهفته در بخش‌بندی بازار است و بخش‌بندی بازار به فرایند تقسیم مشتریان یا مشتریان بالقوه براساس ویژگی‌ها، نیازها و یافته‌های متفاوت در یک بازار به گروه‌ها یا بخش‌های مختلف گفته می‌شود که هدف از این کار، شناسایی گروه‌هایی از مشتریان با الگوهای رفتاری مشابه و تحلیل ویژگی‌های رفتاری آن‌هاست و از آن به‌عنوان نخستین گام در طراحی راهبرد بازاریابی مشتری‌محور یاد می‌شود (ماستری فراهانی، ۱۴۰۱). تحلیل و شناخت دقیق تفاوت‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در فرایند تصمیم‌گیری مالی و همچنین ارتقای سواد مالی، ثبات عاطفی و بهبود ادراک ریسک نقش مهمی در بهبود کیفیت تصمیم‌های سرمایه‌گذاری ایفا می‌کند. تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، شامل سرمایه‌گذاری است که انتخاب می‌کنند در اوراق بهادار سرمایه‌گذاری کنند و همچنین بر خرید اوراق بهادار برای حساب‌های خود تمرکز می‌کنند (موتسوونجه و همکاران^۲، ۲۰۱۴). تصمیم‌گیری فعالیتی بسیار مهم در روند انتخاب یک گزینه از بین گزینه‌های موجود است. مطالعه در زمینه روند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌تواند کیفیت تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را ارتقا و باعث تخصیص بهینه منابع اقتصادی شود و در نتیجه سرمایه‌گذاران می‌توانند بهترین ترکیب را برای سبد سرمایه‌گذاری خود کسب کنند (حسین‌زاده و همکاران، ۱۴۰۱). به عبارت دیگر، تمامی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری براساس روابط میان ریسک و بازده صورت می‌گیرد (ابزری و همکاران، ۱۳۸۶).

در این بخش از مقاله به بررسی مطالعات پیشین مربوط به موضوع پژوهش پرداخته می‌شود. در ادامه برخی از مطالعات داخلی و خارجی صورت‌گرفته در حوزه موضوع مورد مطالعه ارائه می‌گردد.

آماره و ملکیان (۱۴۰۴)، در پژوهشی با "عنوان تأثیر بازتاب شناختی بر سوگیری‌های رفتاری در بین سرمایه‌گذاران" به بررسی انحراف سرمایه‌گذاران از تصمیم‌گیری عقلانی در نتیجه سوگیری‌های شناختی پرداختند. این مطالعه با هدف تحلیل رابطه میان سوگیری‌های شناختی و گرایش‌های رفتاری، نشان داد که عوامل روان‌شناختی می‌توانند به شکل‌گیری رفتارهای غیرمنطقی در فرایند سرمایه‌گذاری منجر شوند. یافته‌های پژوهش بر اهمیت شناخت و مدیریت سوگیری‌های ذهنی در بهبود کیفیت تصمیم‌گیری‌های مالی تأکید دارد. **مقصودی‌پور و کرمشاهی (۱۴۰۳)**، در پژوهشی چگونگی تأثیر سوگیری‌های رفتاری و سواد مالی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری خانوارهای کرمان را بررسی کرده‌اند. یافته‌ها نشان می‌دهد که سوگیری‌هایی مانند نمایندگی و اعتماد بیش‌ازحد روی انتخاب‌های مالی اثر دارند، اما داشتن دانش مالی می‌تواند این آثار منفی را کاهش دهد. این پژوهش بر اهمیت آموزش مالی برای بهبود تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری و مدیریت بهتر منابع تأکید دارد. **داوردی ایردموسی و همکاران (۱۴۰۱)**، پژوهشی با عنوان "مدل‌سازی رفتار گله‌ای و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران با نقش متغیر میانجی احساسات سرمایه‌گذار" انجام دادند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که رفتار گله‌ای بر احساسات سرمایه‌گذار و تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری تأثیر دارد. همچنین احساسات سرمایه‌گذار بر تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد. **زینی‌وند و همکاران (۱۴۰۰)**، در پژوهشی با عنوان "بررسی سوگیری‌های رفتاری و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی تحت شرایط عدم اطمینان در بورس اوراق بهادار تهران" به این نتیجه رسیدند که سوگیری‌های رفتاری آثار متفاوتی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری این دو گروه دارند و نوع تأثیرگذاری هر سوگیری با توجه به شرایط نااطمینانی بازار

متغیر است. آنکلساریا و همکاران^۱ (۲۰۲۵)، در پژوهشی نشان دادند که سوگیری‌های شناختی مانند بیش‌اعتمادی، اثر لنگر و زیان‌گریزی تأثیر قابل‌توجهی بر تصمیم‌های مالی مدیران دارند و مدیریت این سوگیری‌ها می‌تواند به بهبود تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و سیاست‌های تقسیم سود کمک کند. گلزار و همکاران^۲ (۲۰۲۴)، در پژوهشی با هدف بررسی تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، نقش تعدیلگر سواد مالی و ثبات احساسی را تحلیل کردند. یافته‌های پژوهش نشان داد که سوگیری‌های رفتاری موجب اتخاذ تصمیم‌های غیرمنطقی توسط سرمایه‌گذاران می‌شوند و ارتقای سواد مالی و ثبات احساسی می‌تواند در کاهش آثار منفی این سوگیری‌ها و بهبود کیفیت تصمیم‌گیری‌های مالی مؤثر باشد. جین و همکاران^۳ (۲۰۲۳)، در پژوهشی با عنوان «سوگیری‌های اکتشافی به‌عنوان میانبرهای ذهنی برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری: تحلیل میانجیگری ادراک ریسک»، نقش میانجی ادراک ریسک را بررسی کردند. نتایج نشان داد که ادراک ریسک نقش واسطه را در تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و همچنین نقش کلیدی در شکل‌دهی رفتارهای مالی ایفا می‌کند. ناتاسیا و همکاران^۴ (۲۰۲۲)، در پژوهشی به بررسی تأثیر سواد مالی و سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در اندونزی پرداختند. نتایج نشان داد که سوگیری‌های بیش‌اعتمادی و ریسک‌گریزی تأثیر معناداری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری دارند، در حالی‌که سوگیری گله‌ای، اثر تمایل و سواد مالی فاقد تأثیر معنادار بودند. با توجه به مبانی نظری، پیشینه پژوهش و بررسی‌های صورت‌گرفته، مدل مفهومی ذیل به عنوان مدل پژوهش مطرح می‌گردد.



شکل (۱). مدل مفهومی پژوهش

1. Anklesaria et al.
2. Gulzar et al.
3. Jain et al.
4. Natasya et al.

فرضیه‌های پژوهش

باتوجه به مدل مفهومی پژوهش، فرضیه‌های ذیل تبیین می‌گردد:

- فرضیه اول: سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران تأثیر دارد.
- فرضیه دوم: سوگیری اعتماد بیش‌ازحد بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران تأثیر دارد.
- فرضیه سوم: سوگیری ریسک‌گریزی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران تأثیر دارد.
- فرضیه چهارم: سوگیری رفتارگله‌ای بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران تأثیر دارد.
- فرضیه پنجم: سوگیری اثر تمایلاتی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران تأثیر دارد.
- فرضیه ششم: سوگیری بازنمایی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران تأثیر دارد.
- فرضیه هفتم: سوگیری لنگرانداختن بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران تأثیر دارد.
- فرضیه هشتم: سوگیری‌های رفتاری بر ادراک ریسک تأثیر دارد.
- فرضیه نهم: سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌گیری سهام‌داران با نقش میانجی ادراک ریسک تأثیر دارد.
- فرضیه دهم: سواد مالی تأثیر سوگیری‌های رفتاری را بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری تعدیل می‌کند.
- فرضیه یازدهم: ثبات عاطفی تأثیر سوگیری‌های رفتاری را بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری تعدیل می‌کند.
- فرضیه دوازدهم: ترجیحات بخش‌بندی بازار تأثیر سوگیری‌های رفتاری را بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری تعدیل می‌کند.
- فرضیه سیزدهم: ادراک ریسک بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران تأثیر دارد.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش بر مبنای هدف، کاربردی و از نظر شیوه اجرا، توصیفی-همبستگی است و جامعه آماری شامل سهام‌داران فعال بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. با توجه به اینکه حجم جامعه نامحدود است، از فرمول کوکران برای جوامع نامعین استفاده شده و با توجه به اینکه حجم جامعه نامحدود بوده، حجم نمونه ۳۸۴ نفر به شیوه نمونه‌گیری تصادفی، تخمین زده شده است. در این پژوهش، برای گردآوری اطلاعات در زمینه مبانی نظری و همچنین پیشینه‌های پژوهش از دو روش مطالعات کتابخانه‌ای و میدانی استفاده شده است. در روش کتابخانه‌ای برای جمع‌آوری داده‌ها از منابعی شامل اسناد، کتب، نشریات علمی، مقالات چاپ‌شده، پایان‌نامه‌های قبلی کارشده استفاده شده است و برای گردآوری داده‌های میدانی، از ابزار پرسش‌نامه بهره‌گیری شده است. مجموعه سؤالات در قالب یک پرسش‌نامه آمده است که شامل ۴۳ گویه می‌باشد و شاخص‌های آن با استفاده از مقیاس لیکرت پنج‌درجه‌ای نمره‌گذاری شده است. پرسش‌نامه شامل دو بخش مجزا از یکدیگر می‌باشد. بخش اول پرسش‌نامه شامل ۴ پرسش مربوط به جنسیت، سن، میزان تحصیلات و موقعیت شغلی می‌باشد. سؤالات بعدی مربوط به متغیرهای مستقل، میانجی، تعدیلگر و وابسته پژوهش است. در این پژوهش، پرسش‌نامه‌ها به صورت برخط طراحی و لینک آن از طریق شبکه‌های مجازی در اختیار سرمایه‌گذاران فعال بورس اوراق بهادار تهران قرار گرفت و پاسخ‌های پرسش‌نامه در بازه زمانی فروردین تا خردادماه ۱۴۰۴ از سوی سرمایه‌گذاران ارسال گردید. در طول این سه ماه، ۴۶۶ نسخه پرسش‌نامه برخط بین سرمایه‌گذاران توزیع گشت. از این تعداد، ۳۸۴ پرسش‌نامه برای تحلیل نهایی پذیرفته شد. در جدول (۱) ترکیب پرسش‌های مربوط به متغیرهای تحقیق بیان گردیده است.

جدول (۱). ترکیب پرسش‌ها براساس متغیرهای تحقیق

متغیر	شماره پرسش‌ها	تعداد پرسش‌ها	منبع
اعتماد بیش‌ازحد	۱-۵	۵	پرسش‌نامه آریقات و همکاران ^۱ (۲۰۱۹)
ریسک‌گریزی	۶-۹	۴	محقق ساخته
رفتار گله‌ای	۱۰-۱۳	۴	پرسش‌نامه آریقات و همکاران (۲۰۱۹)
اثر تمایلاتی	۱۴-۱۶	۳	محقق ساخته
بازنمایی	۱۷-۱۹	۳	پرسش‌نامه کنگاتاران و همکاران ^۲ (۲۰۱۴)
لنگر انداختن	۲۰-۲۳	۴	محقق ساخته
سواد مالی	۲۴-۲۷	۴	محقق ساخته
ثبات عاطفی	۲۸-۳۱	۴	محقق ساخته
ادراک ریسک	۳۲-۳۵	۴	پرسش‌نامه آریقات و همکاران (۲۰۱۹)
ترجیحات بخش‌بندی بازار	۳۶-۳۸	۳	محقق ساخته
تصمیم‌های سرمایه‌گذاری	۴۳-۴۹	۵	پرسش‌نامه آریقات و همکاران ^۳ (۲۰۱۹)

یافته‌های پژوهش

ویژگی‌های جمعیت‌شناختی نمونه بررسی‌شده در جدول (۲) به شرح زیر است:

جدول (۲). تشریح ویژگی‌های شخصیتی، فردی و جمعیت‌شناختی

متغیر	گروه	فراوانی	درصد
جنسیت	مرد	۱۸۷	۴۸
	زن	۱۹۷	۵۲
سن	۱۸ تا ۲۴ سال	۲۴	۶٫۵
	۲۵ تا ۳۴ سال	۱۵۴	۴۰
	۳۵ تا ۴۴ سال	۱۳۶	۳۵
	۴۵ تا ۵۴ سال	۵۱	۱۳
	۵۵ تا ۶۴ سال	۱۶	۵
	۶۵ تا ۷۴ سال	۱	۰/۰۰۲
	بیش از ۷۵ سال	۲	۰/۰۰۴
تحصیلات	دیپلم	۵۲	۱۳
	فوق‌دیپلم	۸	۲
	لیسانس	۱۷۴	۴۶
	فوق‌لیسانس	۱۲۰	۳۲
	دکتری	۳۰	۷
موقعیت شغلی	آزاد	۹۷	۲۵
	بازنشسته	۲۵	۶
	بیکار	۸	۳
	دانشجو	۴۵	۱۲
	کارمند	۱۲۲	۳۲
	مدیر ارشد یا میانی	۸۷	۲۲

1. Areiqat et al

2. Kengatharan et al.

3. Areiqat et al.

برای تأیید نسبت روایی محتوا (CVR)، پرسش‌نامه بین استادان دانشگاه توزیع و براساس نظرات ۱۰ نفر ارزیابی و محاسبه گردید. حداقل مقدار CVR قابل قبول ۰/۶۲ برابر است که نتایج عددی بین ۱ تا ۰/۶۲ را برای همه موارد نشان داد. پس از محاسبه CVR، CVI نیز محاسبه شد و شاخص روایی محتوا عدد ۰/۹۳ به دست آمد و چون بیش از ۰/۷ است روایی پرسش‌نامه تأیید گردید. برای سنجش پایایی از آلفای کرونباخ و پایایی مرکب (CR) استفاده شد که با توجه به جدول (۳) از آنجا که تمامی مقادیر بالای ۰/۷ است، پایایی نیز مورد تأیید قرار می‌گیرد. همچنین روایی هم‌گرا زمانی تأیید می‌شود که مقادیر آن برای هر متغیر از ۰/۵ بزرگ‌تر باشد؛ همان‌طور که مشاهده می‌شود روایی هم‌گرا برای تمام متغیرها از ۰/۵ بزرگ‌تر بوده لذا روایی هم‌گرا پرسش‌نامه نیز تأیید می‌گردد.

جدول (۳). نتایج آلفای کرونباخ، پایایی مرکب و روایی هم‌گرا

متغیرها	تعداد گویه	آلفای کرونباخ	پایایی ترکیبی	روایی هم‌گرا
اعتماد بیش‌ازحد	۵	۰/۸۸	۰/۹۱	۰/۶۹
ریسک‌گریزی	۴	۰/۹۷	۰/۹۸	۰/۹۲
رفتار گله‌ای	۴	۰/۸۸	۰/۹۲	۰/۷۴
اثر تمایلاتی	۳	۰/۹۷	۰/۹۸	۰/۹۵
بازنمایی	۳	۰/۹۲	۰/۹۵	۰/۸۷
لنگرانداختن	۴	۰/۸۸	۰/۹۱	۰/۷۳
سواد مالی	۴	۰/۹۷	۰/۹۸	۰/۹۲
ثبات عاطفی	۴	۰/۹۷	۰/۹۴	۰/۷۸
ادراک ریسک	۴	۰/۹۷	۰/۹۸	۰/۹۵
ترجیحات بخش‌بندی بازار	۳	۰/۹۲	۰/۹۵	۰/۸۷
تصمیم‌های سرمایه‌گذاری	۵	۰/۸۶	۰/۹۱	۰/۷۸

منبع: یافته‌های پژوهش

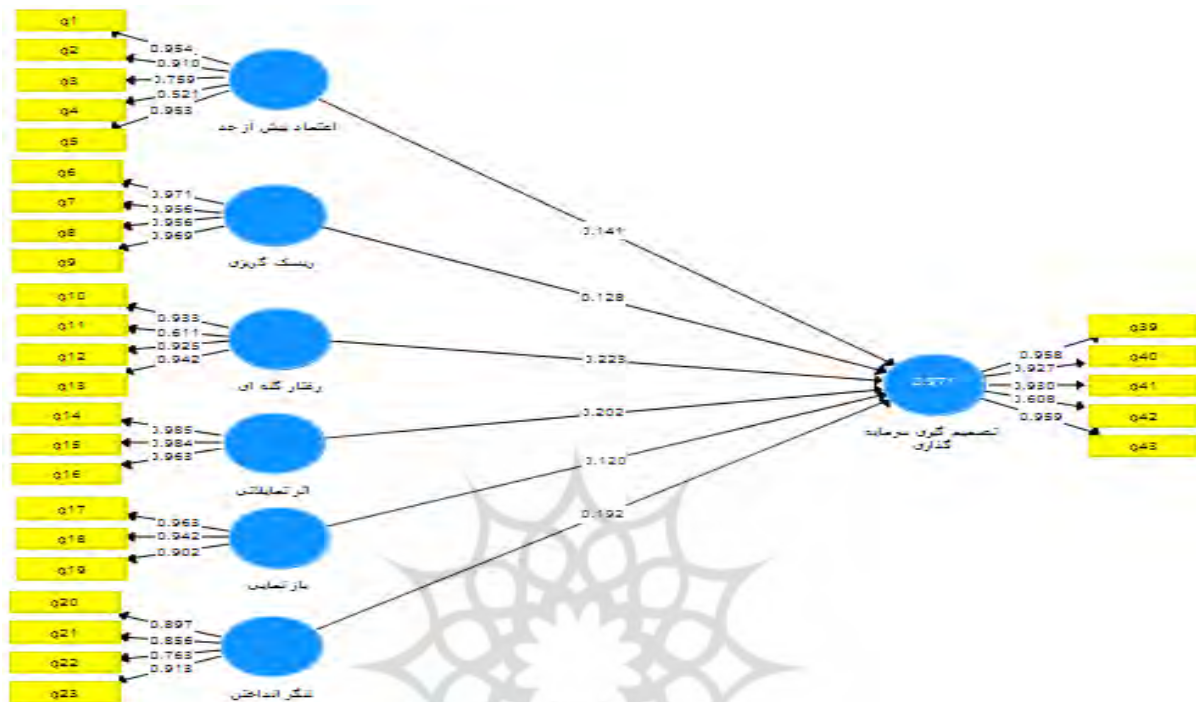
برای بررسی نرمال بودن داده‌ها از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف استفاده شده است و باتوجه به نتایج جدول (۴) و از آنجا که سطح معناداری از ۰/۰۵ کمتر بوده در نتیجه توزیع داده‌ها غیرنرمال می‌باشد و برای پاسخ به فرضیه‌های پژوهش از مدل‌سازی معادلات ساختاری با نرم‌افزار smart pls استفاده می‌گردد.

جدول (۴). نتایج آزمون کولموگروف-اسمیرنوف

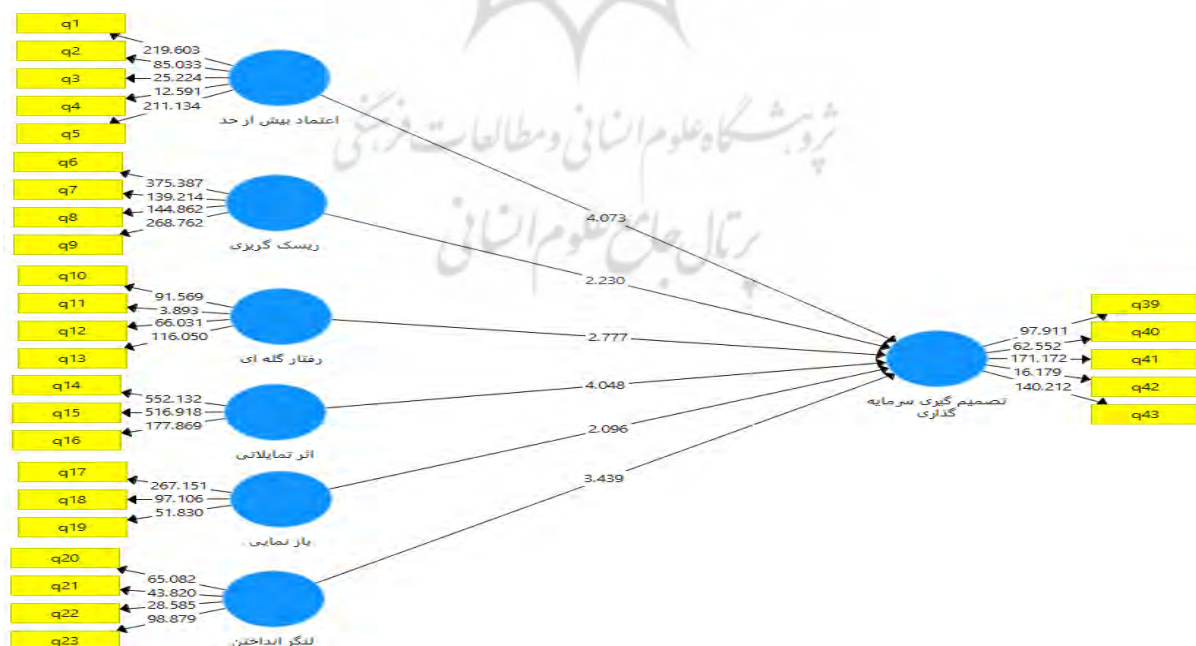
متغیرها	تعداد	آماره KS	معناداری	نتیجه آزمون
اعتماد بیش‌ازحد	۳۸۴	۱/۶	۰/۰۰۹	توزیع داده‌ها غیرنرمال است.
ریسک‌گریزی	۳۸۴	۳/۴	۰/۰۰۰	توزیع داده‌ها غیرنرمال است.
رفتار گله‌ای	۳۸۴	۲/۶	۰/۰۰۰	توزیع داده‌ها غیرنرمال است.
اثر تمایلاتی	۳۸۴	۴	۰/۰۰۰	توزیع داده‌ها غیرنرمال است.
بازنمایی	۳۸۴	۳/۵	۰/۰۰۰	توزیع داده‌ها غیرنرمال است.
لنگرانداختن	۳۸۴	۳/۵	۰/۰۰۰	توزیع داده‌ها غیرنرمال است.
سواد مالی	۳۸۴	۲/۹	۰/۰۰۰	توزیع داده‌ها غیرنرمال است.
ثبات عاطفی	۳۸۴	۳/۱	۰/۰۰۰	توزیع داده‌ها غیرنرمال است.
ادراک ریسک	۳۸۴	۵/۴	۰/۰۰۰	توزیع داده‌ها غیرنرمال است.
ترجیحات بخش‌بندی بازار	۳۸۴	۳/۱	۰/۰۰۰	توزیع داده‌ها غیرنرمال است.
تصمیم‌های سرمایه‌گذاری	۳۸۴	۳	۰/۰۰۰	توزیع داده‌ها غیرنرمال است.

منبع یافته‌های پژوهش

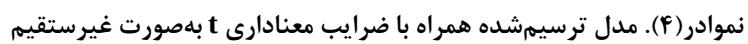
با استفاده از خروجی T-Value در نمودار (۲) و (۴) به بررسی پذیرش یا عدم پذیرش فرضیه‌های پژوهش پرداخته می‌شود. نحوه قضاوت به این صورت است که اگر عدد معناداری T-Value بزرگ‌تر از $1/96$ باشد فرضیه مورد پذیرش قرار می‌گیرد و اگر عدد معناداری T-Value کوچک‌تر از $1/96$ باشد فرضیه مورد پذیرش قرار نمی‌گیرد.



نمودار (۱). مدل اندازه‌گیری پژوهش با مقادیر بارهای عاملی به صورت مستقیم



نمودار (۲). مدل ترسیم‌شده همراه با ضرایب معناداری t به صورت مستقیم



جدول (۵). نتایج فرضیه‌های پژوهش

فرضیه	ضریب تأثیر (β)	آزمون t	سطح معنی‌داری	نتیجه
تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران	۰/۳۵	۶	۰/۰۰۰	تأیید
تأثیر سوگیری اعتماد بیش‌ازحد بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران	۰/۱۴	۴/۱	۰/۰۰۰	تأیید
تأثیر سوگیری ریسک‌گریزی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران	۰/۱۲	۲/۲	۰/۰۲۸	تأیید
تأثیر سوگیری رفتار گله‌ای بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران	۰/۲۲	۲/۷	۰/۰۰۷	تأیید
تأثیر سوگیری اثر تمایلاتی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران	۰/۲۰	۳/۸	۰/۰۰۰	تأیید
تأثیر سوگیری بازنمایی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران	۰/۱۲	۲/۱	۰/۰۳۴	تأیید
تأثیر سوگیری لنگرانداختن بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران	۰/۱۹	۳/۴	۰/۰۰۱	تأیید
تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر ادراک ریسک	۰/۹۸	۷۱۸	۰/۰۰۰	تأیید
تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌گیری سهام‌داران با نقش میانجی ادراک ریسک	۰/۵۷	۱۰	۰/۰۰۰	تأیید
تأثیر سوگیری رفتاری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری با نقش تعدیلگری سواد مالی	۰/۰۲	۲/۳۷	۰/۰۲۴	تأیید
تأثیر سوگیری رفتاری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری با نقش تعدیلگری ثبات عاطفی	۰/۰۵	۴/۲۷	۰/۰۰۰	تأیید
تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری با نقش تعدیلگری ترجیحات بخش‌بندی بازار	-۰/۰۱	۱/۵۵	۰/۱۰۶	عدم تأیید
تأثیر ادراک ریسک بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران	۰/۵۷	۹/۴۶	۰/۰۰۰	تأیید

منبع: یافته‌های پژوهش

باتوجه به نمودار (۲)، از آنجایی که مقدار T-Value برابر ۶ و از ۱/۹۶ بزرگ‌تر می‌باشد و سطح معنی‌داری ۰/۰۰۰ که کمتر از ۰/۰۵ است، فرضیه اول مورد پذیرش قرار می‌گیرد؛ یعنی سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران با ضریب مسیر ۰/۳۵ تأثیر مثبت دارد. در فرضیه دوم، از آنجایی که مقدار T-Value برابر ۴/۱ است و از ۱/۹۶ بزرگ‌تر شده و سطح معنی‌داری ۰/۰۰۰ کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرضیه دوم مورد پذیرش قرار می‌گیرد؛ یعنی سوگیری اعتماد بیش‌ازحد بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران با ضریب مسیر ۰/۱۴ تأثیر مثبت دارد. در خصوص فرضیه سوم، از آنجایی که مقدار T-Value برابر ۲/۲ و سطح معنی‌داری ۰/۰۲۸ که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، این فرضیه مورد پذیرش قرار می‌گیرد؛ یعنی سوگیری ریسک‌گریزی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران با ضریب مسیر ۰/۱۲ تأثیر مثبت دارد. در فرضیه چهارم، از آنجایی که مقدار T-Value برابر ۲/۷ و سطح معنی‌داری ۰/۰۰۷ می‌باشد، این فرضیه مورد پذیرش قرار می‌گیرد؛ یعنی سوگیری رفتار گله‌ای بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران با ضریب مسیر ۰/۲۲ تأثیر مثبت دارد. همچنین در فرضیه پنجم، از آنجایی که مقدار T-Value برابر ۳/۸ است و از ۱/۹۶ بزرگ‌تر می‌باشد و سطح معنی‌داری ۰/۰۰۰ که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، این فرضیه مورد پذیرش قرار می‌گیرد؛ یعنی سوگیری اثر تمایلاتی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران با ضریب مسیر ۰/۲۰ تأثیر مثبت دارد. در فرضیه ششم، از آنجایی که مقدار T-Value برابر ۲/۱ است و از ۱/۹۶ بزرگ‌تر می‌باشد و سطح معنی‌داری ۰/۰۳۴ که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، این فرضیه مورد پذیرش قرار می‌گیرد؛ یعنی سوگیری بازنمایی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران با ضریب مسیر ۰/۱۲ تأثیر مثبت دارد. در فرضیه هفتم، مقدار T-Value برابر ۳/۴ است و از ۱/۹۶ بزرگ‌تر می‌باشد و سطح معنی‌داری ۰/۰۰۱ که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، این فرضیه مورد پذیرش قرار می‌گیرد؛ یعنی سوگیری لنگر انداختن بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران با ضریب مسیر ۰/۱۹ تأثیر مثبت دارد. در فرضیه هشتم، مقدار T-Value برابر ۷۱۸ است و از ۱/۹۶ بزرگ‌تر می‌باشد و سطح معنی‌داری ۰/۰۰۰ که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، این فرضیه مورد پذیرش قرار می‌گیرد؛ یعنی سوگیری‌های رفتاری بر ادراک ریسک با ضریب مسیر ۰/۹۸ تأثیر مثبت دارد. در فرضیه نهم، مقدار T-Value برابر ۱۰ است و از ۱/۹۶ بزرگ‌تر می‌باشد و سطح

معنی‌داری ۰/۰۰۰ که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، این فرضیه مورد پذیرش قرار می‌گیرد؛ یعنی ادراک ریسک با ضریب مسیر ۰/۵۷ در تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌گیری سهام‌داران نقش میانجی دارد. در فرضیهٔ دهم، مقدار T-Value برابر ۲/۳۷ است و از ۱/۹۶ بزرگ‌تر می‌باشد و سطح معنی‌داری ۰/۰۲۴ که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، این فرضیه مورد پذیرش قرار می‌گیرد؛ یعنی سواد مالی با ضریب مسیر ۰/۰۲ در تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌گیری سهام‌داران نقش تعدیلگری دارد. در فرضیهٔ یازدهم، مقدار T-Value برابر ۴/۲۷ است و از ۱/۹۶ بزرگ‌تر می‌باشد و سطح معنی‌داری ۰/۰۰۰ که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، این فرضیه مورد پذیرش قرار می‌گیرد؛ یعنی ثبات عاطفی با ضریب مسیر ۰/۰۵ در تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌گیری سهام‌داران نقش تعدیلگری دارد. در فرضیهٔ دوازدهم، مقدار T-Value برابر ۱/۵۵ است که از مقدار ۱/۹۶ کوچک‌تر است و سطح معنی‌داری ۰/۱۰۶ که از مقدار ۰/۰۵ بیشتر می‌باشد؛ در نتیجه این فرضیه مورد پذیرش قرار نمی‌گیرد؛ یعنی ترجیحات بخش‌بندی بازار در تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌گیری سهام‌داران نقش تعدیلگری ندارد. در نهایت، فرضیهٔ سیزدهم مقدار T-Value برابر ۹/۴۶ است و از ۱/۹۶ بزرگ‌تر می‌باشد و سطح معنی‌داری ۰/۰۰۰ که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، این فرضیه مورد پذیرش قرار می‌گیرد؛ یعنی ادراک ریسک بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران با ضریب مسیر ۰/۵۷ تأثیر مثبت دارد.

جدول (۶). نتایج فرضیهٔ غیرمستقیم

فرضیه	آمارهٔ آزمون سوبل	نتیجه
تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌گیری سهام‌داران با نقش میانجی ادراک ریسک	۱۲/۷	تأیید

منبع: یافته‌های پژوهش

برای آزمون فرضیهٔ غیرمستقیم که دارای متغیر میانجی است از آزمون سوبل استفاده شده است. نحوهٔ بررسی فرضیه بدین صورت است که اگر تأثیر متغیر مستقل بر میانجی و تأثیر میانجی بر وابسته هم‌زمان معنادار شود، نقش میانجی تأیید شده و تأثیر غیرمستقیم را تأیید خواهد کرد. با توجه به نتایج جدول (۶) مقدار آمارهٔ آزمون سوبل برابر ۱۲/۷ شده در نتیجه فرضیهٔ پژوهش تأیید می‌شود؛ یعنی ادراک ریسک در تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌گیری سهام‌داران نقش میانجی دارد. جهت ارزیابی برازش مدل کلی شاخص GOF استفاده می‌شود. حدود این شاخص بین صفر و یک قرار بوده و ونزلس و همکاران سه مقدار ۰/۰۱، ۰/۲۵ و ۰/۳۵ را به ترتیب به‌عنوان مقادیر ضعیف، متوسط و قوی برای GOF معرفی نمودند. فرمول محاسبهٔ شاخص GOF به شرح ذیل است:

$$GOF = \sqrt{\overline{Communalities} \times R^2}$$

$\overline{Communalities}$ از میانگین مقادیر اشتراکی سازه‌ها (AVE) به‌دست می‌آید.

جدول (۷). مقدار مقدار $\overline{Communalities}$

متغیرها	• میانگین واریانس استخراجی (AVE)	• $\overline{Communalities}$
• سوگیری‌های رفتاری	• ۰/۷۷	• ۰/۷۶
• سواد مالی	• ۰/۷۷	
• ثبات عاطفی	• ۰/۷۵	
• ادراک ریسک	• ۰/۷۳	
• ترجیحات بخش‌بندی	• ۰/۷۸	
• تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری	• ۰/۷۸	

از طرف دیگر، $\overline{R^2}$ نیز از طریق جدول (۸) به دست می‌آید.

جدول (۸). مقدار $\overline{R^2}$

$\overline{R^2}$	R^2	سازه‌های درون‌زا
۰/۹۷	۱	سوگیری‌های رفتاری
	۰/۹۶	ادراک ریسک
	۰/۹۷	تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری مستقیم
	۰/۹۸	تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری غیرمستقیم

بنابراین مقدار GOF در این پژوهش برابر می‌شود با:

$$GOF = \sqrt{\text{Communalities} \times \overline{R^2}} = \sqrt{0/76 \times 0/97} = 0/85$$

با توجه به سه مقدار ۰/۰۱، ۰/۲۵ و ۰/۳۵ که به عنوان مقادیر ضعیف، متوسط و قوی برای GOF معرفی شده است و حصول مقدار ۰/۸۵ برای GOF، برازش بسیار مناسب و مدل کلی آن تأیید می‌شود. بنابراین می‌توان این گونه برداشت نمود که مدل ارائه شده دارای برازش مطلوبی بوده و داده‌های گردآوری شده به خوبی توانسته‌اند مدل طراحی شده را پوشش دهند و با قدرت زیادی مدل را تأیید نمایند.

بحث و نتیجه‌گیری

یافته‌های این پژوهش به روشنی نشان می‌دهند که تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی به میزان زیادی تحت تأثیر سوگیری‌های رفتاری قرار دارد. سوگیری‌هایی نظیر اعتماد به نفس بیش از حد، ریسک‌گریزی، رفتار گله‌ای، اثر تمایلاتی، بازنمایی و لنگر انداختن از جمله عواملی هستند که موجب انحراف از تصمیم‌گیری‌های عقلایی شده و کیفیت سرمایه‌گذاری را تحت الشعاع قرار می‌دهند. این سوگیری‌ها عمدتاً از طریق تحریف ادراک ریسک سرمایه‌گذاران عمل می‌کنند، به گونه‌ای که فرد با برآورد نادرست از میزان ریسک، تصمیم‌هایی اتخاذ می‌کند که ممکن است منطبق بر واقعیت‌های بازار نباشد. همچنین نتایج حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران با سطح بالاتری از سواد مالی و ثبات عاطفی، توانایی بیشتری در کنترل این سوگیری‌ها دارند و در مواجهه با شرایط متغیر بازار تصمیم‌های منطقی‌تری اتخاذ می‌کنند. در مقابل، ترجیحات بخش‌بندی بازار براساس ویژگی‌های جمعیت‌شناختی و روان‌شناختی نظیر سن، جنسیت، درآمد یا علایق فرد، تأثیر معناداری در کاهش یا افزایش این سوگیری‌ها و نحوه اثرگذاری آن‌ها بر تصمیم‌گیری نشان نداده‌اند. در مجموع، هدف از انجام پژوهش حاضر تبیین تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران با نقش میانجی ادراک ریسک و نقش تعدیلگر سواد مالی، ثبات عاطفی و ترجیحات بخش‌بندی بازار با رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری بوده است. پس از بررسی فرضیه‌های پژوهش مشخص گردید سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران با ضریب مسیر ۰/۳۵ تأثیر دارد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش‌های زینی‌وند و همکاران (۱۴۰۰)، جمشیدی و قالیباف اصل (۱۳۹۸)، آنکلساریا و همکاران^۱ (۲۰۲۵) و جمال و وهبه^۲ (۲۰۲۵) هم‌خوانی دارد. همچنین مشاهده شد سوگیری فرااعتمادی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران با ضریب مسیر ۰/۱۴ تأثیر دارد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش‌های

مقصودی‌پور و کرمشاهی (۱۴۰۳)، جمشیدی و قالیباف اصل (۱۳۹۸) و ناتاسیا و همکاران (۲۰۲۲)^۱ هم‌خوانی دارد. سوگیری ریسک‌گریزی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران با ضریب مسیر ۰/۱۲ تأثیر دارد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش و ناتاسیا و همکاران (۲۰۲۲) هم‌خوانی دارد. همچنین سوگیری رفتارگله‌ای گریزی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران با ضریب مسیر ۰/۲۲ تأثیر دارد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش داوردی ایردموسی و همکاران (۱۴۰۱) هم‌سو می‌باشد اما نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش ناتاسیا و همکاران (۲۰۲۲) هم‌سو نمی‌باشد؛ زیرا در پژوهش مذکور تأثیر سوگیری رفتار گله‌ای بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران مورد تأیید قرار نگرفته است. سوگیری اثر تمایلاتی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران با ضریب مسیر ۰/۲۰ تأثیر دارد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش‌های جمشیدی و قالیباف اصل (۱۳۹۸) هم‌سو می‌باشد اما نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش ناتاسیا و همکاران (۲۰۲۲) هم‌سو نمی‌باشد؛ زیرا در پژوهش مذکور تأثیر سوگیری اثر تمایلاتی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران مورد تأیید قرار نگرفته است. سوگیری بازنمایی با ضریب مسیر ۰/۱۲ بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران تأثیر دارد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش‌های مقصودی‌پور و کرمشاهی (۱۴۰۳)، روشن‌گرزاده و همکاران (۱۴۰۳)، جمشیدی و قالیباف اصل (۱۳۹۸) و لوریس و همکاران (۲۰۲۱)^۲ هم‌سو می‌باشد و سوگیری لنگرانداختن با ضریب مسیر ۰/۱۹ بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران تأثیر معنادار دارد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش‌های روشن‌گرزاده و همکاران (۱۴۰۳) و لوریس و همکاران (۲۰۲۱) هم‌سو می‌باشد. همچنین سوگیری‌های رفتاری با ضریب مسیر ۰/۹۸ بر ادراک ریسک تأثیر دارد و نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش جین و همکاران (۲۰۲۳)^۳ هم‌سو می‌باشد. سواد مالی با ضریب مسیر ۰/۰۲ تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران را تعدیل می‌کند. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش‌های مقصودی‌پور و کرمشاهی (۱۴۰۳)، روشن‌گرزاده و همکاران (۱۴۰۳)، گلزار و همکاران (۲۰۲۴)، ادیل و همکاران (۲۰۲۰)^۴، گرومان (۲۰۱۸)^۵ و آتس و همکاران (۲۰۱۶)^۶ هم‌خوانی دارد و ثبات عاطفی با ضریب مسیر ۰/۰۵ تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران را تعدیل می‌کند. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش‌های گلزار و همکاران (۲۰۲۴)^۷ هم‌خوانی دارد و ترجیحات بخش‌بندی بازار با ضریب مسیر ۰/۰۱ - تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران را تعدیل نمی‌کند نتایج این فرضیه با ژانگ و همکاران (۲۰۲۲)^۸، هم‌سو و هم‌جهت نمی‌باشد؛ زیرا در پژوهش مذکور فرضیه ترجیحات بخش‌بندی بازار تأثیر سوگیری‌های رفتاری را بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری تعدیل می‌کند، تأیید شده است و ادراک ریسک با ضریب مسیر ۰/۵۷ بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران تأثیر دارد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش‌های ابودر و صمدی (۱۴۰۳) و جین و همکاران (۲۰۲۳) هم‌خوانی دارد. در پژوهش حاضر برای بررسی فرضیه‌های غیرمستقیم از آزمون سوبل استفاده شده و مشخص گردید ادراک ریسک در تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سهام‌داران نقش میانجی دارد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش‌های ابودر و صمدی (۱۴۰۳) و جین و همکاران (۲۰۲۳)^۹ هم‌خوانی دارد. امروزه شناسایی و مدیریت سوگیری‌های رفتاری به‌عنوان راهکاری اساسی برای بهبود کیفیت تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری از اهمیت

1. Natasya et al.

2. Loris et al.

3. Jain et al.

4. Adil et al.

5. Grohmann

6. Ates et al.

7. Gulzar et al.

8. Zhang et al.

9. Jain et al.

ویژه‌ای برخوردار است. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که ارتقای سواد مالی و توسعه مهارت‌های عاطفی می‌تواند به‌عنوان راهبردهایی مؤثر در کاهش اثر منفی این سوگیری‌ها عمل کرده و از بروز خطاهای شناختی در فرایند سرمایه‌گذاری بکاهد. این نتایج می‌تواند مبنایی ارزشمند برای سیاست‌گذاران، مشاوران مالی و سرمایه‌گذاران فراهم سازد تا با طراحی برنامه‌های آموزشی و راهنمایی‌های هدفمند، به بهبود تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری کمک کنند. لذا پیشنهاد‌های ذیل با توجه به نتایج حاصل‌شده، مطرح می‌گردد:

- در مشاوره‌های سرمایه‌گذاری علاوه بر تحلیل بنیادی و تکنیکال، تحلیل رفتاری نیز به سرمایه‌گذاران ارائه دهند تا سرمایه‌گذاران از سوگیری‌های رفتاری و میزان سطح ادراک ریسک خود آگاهی پیدا کنند و در جهت کنترل سوگیری‌های رفتاری و بهبود ادراک ریسک خود عمل کنند.
- تشکیل کارگاه‌های تعاملی برای سرمایه‌گذاران می‌تواند زمینه‌ای فراهم کند تا افراد تجربیات خود را در زمینه تصمیم‌گیری‌های مالی تحت تأثیر سوگیری‌های رفتاری، کنترل عواطف و احساسات در شرایط ناپایدار بازار و پیامدهای این تصمیم‌های به اشتراک بگذارند. همچنین، نقد و بررسی این تجربیات توسط سایر سرمایه‌گذاران می‌تواند به ارتقای آگاهی، اصلاح رفتارهای مالی و افزایش توان تصمیم‌گیری کمک کند.
- دوره‌های آموزشی کوتاه‌مدت آشنایی با سوگیری‌های رفتاری و همچنین افزایش سطح سواد مالی سرمایه‌گذاران، به‌صورت الزامی برای سرمایه‌گذاران قبل از ورود به بازار برگزار گردد.

References

- Abdel-Fattah, H. M. M. (2020). Emotional intelligence and emotional stability in crises. *Journal of Psychiatry and Psychiatric Disorders*, 4(2), 56-62.
- Abozar, A., & Samadi, F. (2024). Investigating the mediating role of risk perception in the influence of financial-behavioral factors on investment decisions. *Financial and Behavioral Researches in Accounting*, 2(4), 41-61 (In Persian)
- Abzari, R., & Fathi, S. (2015). Examining the factors affecting risk and return in financial product investment. *Research in Accounting*. (In Persian)
- Adil, M., Singh, Y., & Ansari, M. S. (2022). How financial literacy moderate the association between behaviour biases and investment decision?. *Asian Journal of Accounting Research*, 7(1), 17-30.
- Anklesaria, M. K., Pandit, S., Ramnani, A., & Atre, D. (2024). Managerial Overconfidence and Financial Decisions-A Literature Review.
- Areiqat, A. Y., Abu-Rumman, A., Al-Alani, Y. S., & Alhorani, A. (2019). Impact of behavioral finance on stock investment decisions applied study on a sample of investors at Amman stock exchange. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(2), 1-17.
- Ates, S., Coskun, A., Sahin, M. A., & Demircan, M. L. (2016). Impact of financial literacy on the behavioral biases of individual stock investors: evidence from Borsa Istanbul. *Business and Economics Research Journal*, 7(3), 1.
- Bonabi Ghadim, R., & Mohamad Alipor Novin, S. (2025). Effect of Yield fluctuation and Investor Sensitivity on the relationship between Social Responsibility and Brand pricing. *Financial and Behavioral Researches in Accounting*, 5(1), 41-66. (In Persian)
- DvariEired Musa, S., Najafi, M., & Momeni, M. (2022). Modeling herd behavior and investors' decisions with the mediating role of investor emotions. *Quarterly journal of new research approaches in management and accounting*, 6(84), 876-896. (In Persian)
- Fallah Poor, S., & Abdollahi, G. (2011). Determining and prioritizing behavior biases of investors in Tehran Stock Exchange market: A fuzzy AHP approach. *Financial Research Journal*, 13(31), 99-120. (In Persian)
- Filsaraei, M. (2024). The Effect of Demographic Characteristics on Risk Perception and Investment Decision. *Iranian Journal of Accounting, Auditing and Finance in the Islamic Environment*, 2(4), 3-30. (In Persian)

- Gamal, L., & Wahba, H. (2025). The impact of behavioural biases on the behaviours of informed and uninformed individual stock investors: case of the Egyptian Stock Exchange. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 15(1), 117-141.
- Grohmann, A. (2018). Financial literacy and financial behavior: Evidence from the emerging Asian middle class. *Pacific-Basin Finance Journal*, 48, 129-143.
- Gulzar, T. I., Javed, N., Ali, N., & ul Hasan, S. S. (2024). Influence of Behavioral Biases on Investment Decisions: Moderating Role of Financial Literacy and Emotional Stability in The New Normal. *Kurdish Studies*, 35-43.
- Gupta, S., & Shrivastava, M. (2021). Impact of behavioral biases on investment decisions: Moderating effect of preferred sector of investment. *Ramanujan International Journal of Business and Research*, 6, 37-48.
- Haghighinasab, M., & Lahiji, N. N. (2020). Life insurance market segmentation using neural network. *Consumer Behavior Studies Journal*, 7(2), 74-88. (In Persian)
- Hosseinzadeh, Z., Fathi, Z., & Shafiei, H. (2022). Identifying and Prioritizing Factors Affecting Investor Decision Making: A Model Based on Investor Attitude and Behavior. *Financial Management Strategy*, 10(4), 197-216. (In Persian)
- Jamshidi, N., & Galibaf Asl, H. (2018). Studying the effect of investors' personality on their business behavior and investment performance: Evidences of Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 20(1), 75-90. (In Persian)
- Jain, J., Walia, N., Singla, H., Singh, S., Sood, K., & Grima, S. (2023). Heuristic biases as mental shortcuts to investment decision-making: a mediation analysis of risk perception. *Risks*, 11(4), 72.
- Kanapickienė, R., Vasiliauskaitė, D., Keliuotytė-Staniulienė, G., Špicas, R., Omeir, A. K., & Kanapickas, T. (2024). A comprehensive review of behavioral biases in financial decision-making: from classical finance to behavioral finance perspectives. *Journal of business economics and management*, 25(5), 1006-1029.
- Kaviani, M., Govara, M., & Nemati, M. (2024). Investment Decisions Based on Disposition Effect, Mass Behavior, and Blue Chip Stocks in Tehran Capital Market. *Studies of ethics and behavior in accounting and auditing*, 2(4), 115-140. (In Persian)
- Kengatharan, L., & Kengatharan, N. (2014). The influence of behavioral factors in making investment decisions and performance: Study on investors of Colombo Stock Exchange, Sri Lanka. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 6(1), 1.
- Loris, R. P., & Jayanto, P. Y. (2021). The effect of representativeness, availability, anchoring, risk perception, and herding on investment decisions syariah investors. *Jurnal Akuntansi ISSN*, 2303, 0356.
- Lusardi, A., & Messy, F. A. (2023). The importance of financial literacy and its impact on financial wellbeing. *Journal of Financial Literacy and Wellbeing*, 1(1), 1-11.
- Lyons, A. C. (2004). A profile of financially at-risk college students. *Journal of consumer affairs*, 38(1), 56-80.
- Maghsoudpour, M., & Karamshahi, B. (2024). Investigating the impact of behavioral biases and financial literacy on investment decisions using the structural equation model: a case study of Kerman households. *Urban Economics*, 9(2), 47-68. (In Persian)
- Mahmood, F., Arshad, R., Khan, S., Afzal, A., & Bashir, M. (2024). Impact of behavioral biases on investment decisions and the moderation effect of financial literacy; an evidence of Pakistan. *Acta Psychologica*, 247, 104303.
- Malekian, E. (2025). The Effect of Cognitive Reflection on Behavioral Biases among Investors. *Journal of Investment Knowledge*, 14(54), 211-227. (In Persian)
- Masteri Farahani, M., Bakhtiari, H., Razavi, S. M. F., & Ashtiani, M. H. (2022). Market segmentation of potential customers of organic fruits with a data mining approach (case study: Tehran). *Journal of Business Management Perspective*, 21(51), 101-124. (In Persian)
- Mousavi, S. M., & AGHABABAEI, M. E. (2017). The effect of Overconfidence on Investors Behaviors: Evidences from Tehran Stock Exchange. *Financial Knowledge of Security Analysis*, 10(34), 25-37. (In Persian)

- Mutswenje, V. S. (2009). A survey of the factors influencing investment decisions: the case of individual investors at the NSE (Doctoral dissertation, University of Nairobi).
- Natasya, N., Kusumastuti, D. H., Alifia, W., & Leon, F. M. (2022). The effect between behavioral biases and investment decisions moderated by financial literacy on the millennial generation in Jakarta. *The Accounting Journal of Binaniaga*, 7(1), 113-126
- Pompian, M. M. (2012). Behavioral finance and investor types: managing behavior to make better investment decisions. John Wiley & Sons.
- Ranjan, R. (2025). Behavioural finance in banking and management: A study on the trends and challenges in the banking industry. *Asian Journal of Economics, Business and Accounting*, 25(1), 374-386.
- Rezaei, J., Mehrazeen, A.R , & Massihabadee, A. (2025). The relationship of psychological features and personal financial knowledge with mentality risk taking and shareholders financial disputes. *Financial and Behavioral Researches in Accounting*, 4(4), 89–107. (In Persian)
- Roshangarzadeh, A., Dastgir, M., & Saedi, R. (2024). The Effect of Financial Literacy on Behavioral Biases of Representiveness and Anchoring and Analyzing their Effect on the Performance of Investors in the Tehran Stock Exchange using Non-Parametric Models of Structural Equations. *Financial Accounting and Auditing Research*, 62(16), 93-120. (In Persian)
- Seraj, A. H. A., Alzain, E., & Alshebami, A. S. (2022). The roles of financial literacy and overconfidence in investment decisions in Saudi Arabia. *Frontiers in psychology*, 13, 1005075.
- Soraya, R., Risman, A., & Siswanti, I. (2023). The role of risk tolerance in mediating the effect of overconfidence bias, representativeness bias and herding on investment decisions. *Journal of Economics, Finance and Management Studies*, 6(07), 3324-3335.
- Tarazoodar, M., Ghasemi, M., & Mohseni, A. (2023). A model to identify the impact of behavioral biases and financial literacy and their role on investor decision making (Based on Grounded Theory). *Journal of Accounting Knowledge*, 14(4), 159-179. (In Persian)
- Tekçe, B., & Yılmaz, N. (2015). Are individual stock investors overconfident? Evidence from an emerging market. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 5, 35-45.
- Zafar, S., Ashraf, S., & Raza, T. (2024). The investment decision-making: understanding overconfidence, herding and risk aversion among individual investors. *Journal of Social Sciences Development*, 3(1), 32-44. (In Persian)
- Zeynivand, M., JANANI, M. H., & HEMATFAR, M. (2022). Behavioral biases and decisions of individual and institutional investors based on technical information in Tehran Stock Exchange. *Financial Economics and Development*, 15(4(57)),233-257. (In Persian)
- Zhang, T. (2022). The introduction and analysis of representativeness bias. *BCP Business & Management*, 29, 276–280.