

نقش ویژگی‌های روان‌شناختی در رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران

مهدی نداف* حسنعلی سینایی** هاجر دزفولی***

چکیده

در این پژوهش چهار مفهوم رفتاری «اعتماد بیش از حد»، «تحمل ریسک»، «خودبازبینی» و «رفتار توده‌وار» انتخاب شده، نویسنده کوشیده است ارتباط میان این خصوصیات و رفتار سرمایه‌گذاران - شامل حجم سهام مبادله‌شده و تعداد مبادلات سهام - و نیز رابطه رفتار سرمایه‌گذاران با عملکرد سرمایه‌گذاران (بازده سهام) را بیازماید. جامعه آماری این تحقیق را همه سرمایه‌گذاران فردی بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهد. داده‌های مورد نیاز با استفاده از پرسشنامه جمع‌آوری شده‌اند. پرسشنامه میان کسانی توزیع شده است که در طول یک سال، دست کم دو بار معامله انجام داده باشند. به وسیله تحلیل همبستگی پیرسون، تجزیه و تحلیل انجام گرفته است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد میان اعتماد بیش از حد و تحمل ریسک با حجم و تعداد مبادلات، رابطه مستقیم وجود دارد؛ ولی میان خودبازبینی و رفتار توده‌وار با حجم سهام مبادله‌شده و تعداد

تاریخ دریافت: ۹۴/۱/۲۰ تاریخ تأیید: ۹۴/۴/۱۱

* استادیار دانشگاه شهیدچمران اهواز.

** دانشیار دانشگاه شهیدچمران اهواز.

*** دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی دانشگاه شهید چمران اهواز/

نویسنده مسئول (Dezfuli67@yahoo.com).

مبادلات، ارتباط معناداری وجود ندارد. همچنین نتایج نشان می‌دهد رابطه میان حجم سهام و تعداد مبادلات با بازده کسب‌شده معنادار است.

واژگان کلیدی: مالی رفتاری، ویژگی‌های روان‌شناختی، رفتار سرمایه‌گذاران، عملکرد سرمایه‌گذاری.

مقدمه

بی‌شک کارآمدی نظام مالی یک کشور به عنوان زیرمجموعه‌ای از نظام اقتصادی آن کشور و با توجه به روابط متقابل با اجزای دیگر می‌تواند بر کارآمدی سیستم اقتصادی تأثیر بسزایی داشته باشد. بازار سرمایه در این میان به عنوان زیرمجموعه‌ای از نظام مالی، از جایگاه ویژه‌ای برخوردار است و نقشی اساسی در رابطه جذب، هدایت و تخصیص سرمایه موجود در جامعه به سمت سرمایه‌گذاری در امر تولید و اشتغال‌زایی بر عهده دارد. تاکنون تحقیقات فراوانی در بیشتر حوزه‌های مرتبط با بازار سرمایه در ایران صورت گرفته است؛ ولی آنچه در این میان کمتر توجه شده، پرداختن به تحقیقات جدی درباره شکل‌گیری رفتار سرمایه‌گذاران و عوامل مؤثر بر اقدامات آنها در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در بیشتر کشورها شناخت فرآیند تصمیم‌گیری مشارکت‌کنندگان در بورس، همواره موضوعی مهم برای مشارکت‌کنندگان و سرمایه‌گذاران در بازار بوده است.

در دو دهه اخیر، تحقیقات زیادی درباره روان‌شناسی مالی در سراسر جهان انجام گرفته است و بعضاً در مدل‌سازی برای درک و پیش‌بینی بازار سهام کوشیده‌اند. در این پژوهش سعی شده است چهار مفهوم مالی رفتاری «اعتماد بیش از حد»^۱، «تحمل ریسک»^۲، «رفتار توده‌وار»^۳ و «خودبازبینی»^۴ و رابطه آن با رفتار سرمایه‌گذاران - شامل حجم سهام مبادله‌شده

1. Overconfidence.
2. Risk Tolerance.
3. Herd Behavior.
4. Self-Monitoring.

و تعداد مبادلات سهام - و نیز رابطه رفتار سرمایه‌گذاران با عملکرد سرمایه‌گذاران (بازده سهام) بررسی شود.

بیان مسئله

بازارهای مالی در سال‌های اخیر شاهد نوسانات شدید قیمت سهام بوده‌اند که به شدت تحت تأثیر رفتار، دیدگاه، بینش و تجربیات حاصل از مسائل و رویدادهای اجتماعی، سیاسی و اقتصادی سرمایه‌گذاران بوده است. عوامل روانی، تأثیرهای قابل توجهی بر حرکات و اعمال انسان‌ها دارند و همین مسائل روانی، افراد را از درون با یکدیگر متمایز می‌سازد، ولی گاهی این عوامل نسبت به عوامل بیرونی کمتر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته‌اند، در حالی که درک درست فرایندهای رفتاری و پیامدهای آن برای برنامه‌ریزان مالی از اهمیت بسیاری برخوردار است و می‌تواند به آنها در تدوین استراتژی‌ها و تجهیز و تخصیص منابع مالی کمک شایانی کند. حال با توجه به اینکه بورس اوراق بهادار یکی از ارکان اقتصادی کشور است و رشد و توسعه آن، توسعه اقتصاد ملی را به همراه خواهد داشت، لازم است با شناخت بیشتر عوامل روانی، به ذهنیات درونی و در نتیجه رفتارهای بیرونی افراد به صورت علمی و حساب‌شده پی برد و موجبات تشخیص بهینه دیدگاه‌ها، حالات و رفتار سرمایه‌گذاران و رشد و پیشرفت بورس اوراق بهادار را فراهم آورد. در نتیجه لزوم بررسی الگوهای روان‌شناسی و تأثیر آن بر بازارهای مالی احساس می‌شود. هدف تحقیق، بررسی چهار ویژگی مهم روان‌شناختی سرمایه‌گذاران و ارتباط و رفتارهای معاملاتی آنها می‌باشد. پرسش‌های اصلی تحقیق به صورت ذیل قابل طرح‌اند:

- چه رابطه‌ای میان ویژگی‌های شخصیتی و خصوصیات روان‌شناختی با رفتار سرمایه‌گذاران وجود دارد؟

- چه رابطه‌ای میان رفتار سرمایه‌گذاران و عملکرد سرمایه‌گذاری وجود دارد؟

با توجه به مباحث پیش‌گفته و پرسش‌های پیش‌رو، فرضیه‌های تحقیق به شکل ذیل مطرح می‌گردند که در ادامه سعی می‌شود با آزمون آنها و نتایج به دست آمده، به پاسخ

مناسبی برای پرسش‌های مطرح در این حوزه دست یافت:

- میان اعتماد بیش از حد و حجم سهام مبادله‌شده، رابطه معناداری وجود دارد.
- میان اعتماد بیش از حد و تعداد مبادلات سهام، رابطه معناداری وجود دارد.
- میان تحمل ریسک و حجم سهام مبادله‌شده، رابطه معناداری وجود دارد.
- میان تحمل ریسک و تعداد مبادلات سهام، رابطه معناداری وجود دارد.
- میان رفتار توده‌وار و حجم سهام مبادله‌شده، رابطه معناداری وجود دارد.
- میان رفتار توده‌وار و تعداد مبادلات سهام، رابطه معناداری وجود دارد.
- میان خودبازبینی و حجم سهام مبادله‌شده، رابطه معناداری وجود دارد.
- میان خودبازبینی و تعداد مبادلات سهام، رابطه معناداری وجود دارد.
- میان حجم سهام مبادله‌شده و بازده سهام، رابطه معناداری وجود دارد.
- میان تعداد مبادلات سهام و بازده سهام، رابطه معناداری وجود دارد.

پیشینه نظری

پس از طرح فرضیه بازار کارا در دهه ۱۹۶۰م، تحقیقات بسیاری بر این مفروضات و قابلیت توضیح آن در روندهای بازار سرمایه صورت گرفت. تئوری آربیتراژ میلر و مودیگلیانی^۱، تئوری پرتفوی مارکوویتز^۲، تئوری قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای که به وسیله شراپ و لیتنر^۳ مطرح گردید و تئوری قیمت‌گذاری اوراق اختیار معامله^۴ از بلیک، مرتون و اسکولز^۵ پایه و شالوده‌ای به وجود آوردند که مباحث مالی استاندارد به عنوان یک دانش بر پایه این تئوری‌ها شکل گرفتند. فرض اساسی همه این تئوری‌ها، کارایی بازار است و چنین فرض می‌کند که بازارها قابل تجزیه و تحلیل و بررسی‌اند (اسلامی بیدگلی و کردلوئی، ۱۳۸۸).

-
1. Miller & Modigliani.
 2. Markowitz.
 3. Shrap & Lintner
 4. Option.
 5. Black, Merton & Scholes.

این نظریه‌ها بر این پیش فرض استوارند که فعالان بازار به صورت عقلایی عمل می‌کنند. این عقلانیت از راه نظریه «مطلوبیت مورد انتظار» در تصمیم‌گیری‌ها نمود می‌یابد. براساس نظریه مطلوبیت مورد انتظار، افراد در تصمیم‌گیری‌های خود از خطرپذیری می‌پرهیزند و منحنی مطلوبیت آنها مقعر است. طبق فرضیه بازار کارا، قیمت دارایی‌های مالی دربرگیرنده همه اطلاعات مربوط به دارایی می‌باشد. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران همه اطلاعات موجود و در دسترس را پردازش می‌کنند و به دنبال حداکثرساختن مطلوبیت مورد انتظار خود هستند و دارایی‌های مالی همیشه به صورت عقلایی قیمت‌گذاری می‌شود؛ بنابراین حرکات و تغییرات بعدی قیمت‌ها قابل پیش‌بینی نیست؛ زیرا تغییرات قیمت فقط به علت اطلاعات جدیدی ایجاد می‌شود که به بازار تزریق می‌شود و از آنجا که این اطلاعات به سرعت در دسترس همه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد، هیچ‌کس نمی‌تواند بازده غیرعادی و بیشتر از میانگین داشته باشد (راعی، اسلامی بیدگلی و میرزاییاتی، ۱۳۹۰). براساس فرضیه بازار کارا، مجموعه بازار سهام در دریافت و پردازش اطلاعات ورودی به طور معقول عمل می‌کند؛ همچنین تأثیر اطلاعات بی‌درنگ در قیمت اوراق بهادار منعکس می‌شود (اسلامی بیدگلی، ۱۳۸۷).

تاکنون هزاران مقاله تحقیقی در جهت پذیرش یا رد اعتبار بازار کارا انجام گرفته است. بسیاری از مطالعات دارای شواهد حمایت‌کننده از بازار کارا می‌باشد؛ ولی در سوی دیگر، محققانی قرار دارند که به استناد به موارد عدیده‌ای از خلاف قاعده‌ها در واقع به شواهدی علیه کارایی بازار اشاره می‌کنند. سه گونه اصلی از خلاف قاعده‌های بازار عبارت‌اند از: «خلاف قاعده بنیادی»،^۱ «خلاف قاعده تکنیکی»^۲ و «خلاف قاعده تقویمی»^۳.

خلاف قاعده بنیادی: بی‌نظمی‌های مرتبط با ارزیابی بنیادی عملکرد یک سهم را خلاف قاعده بنیادی می‌نامند؛ به عنوان مثال، افراد از این موضوع آگاهی ندارند که

-
1. Fundamental Anomalies.
 2. Technical Anomalies.
 3. Calender Anomalies.

سرمایه‌گذاری در سهام ارزشی^۱ یکی از اثربخش‌ترین روش‌های سرمایه‌گذاری، یک خلاف قاعده بنیادی در فرضیه بازار کارا می‌باشد.

خلاف قاعده تکنیکی: چالش دیگری که در دنیای سرمایه‌گذاری وجود دارد، پاسخ به این پرسش است که «آیا قیمت‌های تاریخی اوراق بهادار را می‌توان در پیش‌بینی آتی قیمت استفاده کرد؟». ناسازگاری تحلیل تکنیکی را در مقایسه با فرضیه بازار کارا، خلاف قاعده تکنیکی می‌نامند.

خلاف قاعده تقویمی (زمانی): یکی از رایج‌ترین خلاف‌های قاعده‌های تقویمی «اثر ژانویه» است. برخی بررسی‌های تاریخی نشان می‌دهد که اغلب سهام و به ویژه سهام شرکت‌های کوچک در طول ماه ژانویه، بازده غیرعادی بالایی داشته‌اند. رابرت هاگن^۲ و فیلیپ جوریون^۳ دریافتند که تأثیر ژانویه، شناخته‌شده‌ترین رفتار غیرعادی در بازارهای سرمایه و سهام اغلب بورس‌های دنیاست (پمپین، ۱۳۸۸).

نظریه مالی رفتاری

بسیاری از محققان مانند کانمن و تورسکی بر این باورند که بررسی روان‌شناسی و تئوری‌های علوم اجتماعی می‌تواند به طور قابل ملاحظه‌ای کارایی بازارهای مالی و نیز ناهنجاری‌ها، حباب‌ها و سقوط بازار سهام را روشن کند؛ بنابراین تئوری نسبتاً جدیدی به نام مالی رفتاری به منظور تلاش برای درک تورش‌های روان‌شناسی انسان ظهور یافته است که با بازارهای مالی مرتبط می‌باشد.

عرصه ظهور علوم رفتاری در مباحث مالی، رویکردی جدید نسبت به مطالعات بازارهای مالی است. رویکرد مذکور به این موضوع می‌پردازد که برخلاف مباحث و تئوری‌های مالی استاندارد، گرایش‌های رفتاری و شناختی، بر قیمت‌های دارایی‌های مالی می‌تواند تأثیرگذار باشند (شهرآبادی و یوسفی، ۱۳۸۶).

-
1. Value Stock.
 2. Rabert Haugen.
 3. Philippe Jorion.

به طور کلی می‌توان گفت مالی رفتاری، ترکیبی از اقتصاد کلاسیک و مالی با روان‌شناسی و علوم تصمیم‌گیری است که به دنبال تشریح پدیده‌های غیرعادی مشاهده‌شده در حوزه مالی است.

پارادایم مالی رفتاری آشکار می‌کند که سرمایه‌گذاران چگونه رفتار می‌کنند و چگونه رفتارشان بازارهای مالی را تحت تأثیر قرار می‌دهد (کیم و نوفسینگر، ۲۰۰۸). اولسن^۱ در توضیح خود از مالی رفتاری عنوان می‌کند که مالی رفتاری قصد ندارد نشان دهد رفتار عقلایی نادرست است، بلکه می‌کوشد کاربرد فرایندهای تصمیم‌گیری روان‌شناختی را در شناخت و پیش‌بینی بازارهای مالی نشان دهد (اولسن، ۱۹۹۸). مالی رفتاری به شناخت و تفسیر فاکتورهای احساسی مؤثر بر نوع تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار کمک می‌کند. شناخت مالی رفتاری مدیران را قادر می‌سازد تا موقعیت‌ها را بهتر درک کرده، خطاهای رایج را به خوبی مدیریت کنند (پوکت، بایس، هیلتون و مازوریر، ۲۰۰۴).

دانش مالی رفتاری در دو سطح خرد و کلان

مالی رفتاری پدیده‌های متغیر را در طیف وسیعی از رفتار سرمایه‌گذاران از سطح انفرادی تا پیامدهایی در سطح کل بازار، مدل‌سازی و تفسیر می‌کند. مالی رفتاری خرد، تمایلات یا جهت‌گیری‌های سرمایه‌گذاران را در سطح فردی بررسی می‌کند؛ به گونه‌ای که آنها را از «بازیگران عقلایی» مفروض در تئوری کلاسیک، متمایز می‌سازد. مالی رفتاری کلان، خلاف قاعده‌های فرضیه بازار کارا را که مدل‌های رفتاری قادر به توضیح آن می‌باشد، شناسایی و توصیف می‌کند. در مالی رفتاری کلان، این پرسش مطرح است که آیا بازارها کارا هستند یا اینکه در معرض تأثیرات رفتاری قرار دارند؟ ولی در سطح مالی رفتاری خرد، پرسش این است که آیا سرمایه‌گذاران عقلایی رفتار می‌کنند یا اینکه اشتباهات احساسی و شناختی می‌تواند بر تصمیمات مالی آنها تأثیرگذار باشد؟ (پمپین، ۱۳۸۸).

1. Olsen.

در این پژوهش، تمرکز اصلی بر «مالی رفتاری خرد» است؛ یعنی مطالعه رفتار سرمایه‌گذاران در سطح فردی با تأکید ویژه‌ای بر شناسایی ویژگی‌های روان‌شناختی و شخصیتی و تأثیر آنها بر رفتار سرمایه‌گذاران و عملکرد سرمایه‌گذاری آنها. چهار ویژگی روان‌شناختی - شخصیتی که در این پژوهش مورد بررسی قرار گرفته است، شامل «اعتماد بیش از حد»، «تحمل ریسک»، «رفتار توده‌وار» و «خودبازبینی» می‌باشد.

اعتماد بیش از حد

اعتماد بیش از حد، یکی از تورش‌های رفتاری است که در قالب خطای ادراکی طبقه‌بندی می‌شود. در ساده‌ترین حالت، بیش‌اطمینانی را می‌توان به صورت ایمانی نابجا به استدلال شهودی، قضاوت‌ها و توانایی‌های شناختی فرد خلاصه کرد (سعدی، قلی‌پور و قلی‌پور، ۱۳۸۹). شیلر این الگو را به زبان ساده این‌گونه بیان می‌کند:

افراد فکر می‌کنند که آنها بیشتر از آنچه که انجام می‌دهند، می‌دانند. اعتماد بیش از حد باعث می‌شود سرمایه‌گذار نسبت به توانایی‌های خود مطمئن شود و به اندازه کافی ارزشی برای عقاید دیگران قائل نشود. به علاوه، سرمایه‌گذاران بیش از حد مطمئن، واکنش کمتر از حدی به اطلاعات جدید می‌دهند یا ارزش اطلاعات را بیش از حد ارزیابی می‌کنند. همچنین آنها عقاید غیرواقعی در مورد روش‌های بالابردن بازده سرمایه‌گذاری‌شان دارند. اعتماد بیش از حد در محیط‌های پیچیده و کارهای قضاوتی/چالشی و جاهایی که بازخور بر اطلاعات کند و نویزی است، بروز بیشتری خواهد داشت (هیر شلیفر، ۲۰۰۱).

همچنین خبرنگاران و متخصصان، بیش از دیگران در معرض اعتماد بیش از حد قرار می‌گیرند. در اغلب وظایف، شاهد بروز اعتماد بیش از حدیم؛ ولی انتخاب اوراق بهادار وظیفه دشواری است که بیشترین میزان بروز اعتماد بیش از حد در آن دیده می‌شود (نوفسینگر، ۲۰۰۵).

تحمل ریسک

تحمل ریسک مالی بدین شکل تعریف شده است: «حداکثر میزانی از عدم اطمینان که یک فرد هنگام تصمیم‌گیری مالی، مایل به پذیرفتن آن است که تقریباً در هر بخشی از زندگی اقتصادی و اجتماعی اتفاق می‌افتد» (گریبل، ۲۰۰۰). تحمل ریسک مالی به نگرش سرمایه‌گذار نسبت به ریسک اشاره می‌کند و می‌تواند به عنوان میزان عدم اطمینان یا نوسان بازده سرمایه‌گذاری که یک سرمایه‌گذار تمایل دارد هنگام تصمیم‌گیری مالی بپذیرد، تعریف شود (فاف، ۲۰۰۸ / هالاها، فاف و مک کنزی، ۲۰۰۸). تحمل ریسک مالی، معیار تمایل فرد به پذیرش ریسک یک نتیجه نامطلوب، برای احتمال کسب یک نتیجه مطلوب است (ییپ، ۲۰۰۰). تحمل ریسک مالی هر فرد، نقش مهمی در تصمیم‌گیری‌ها و دستیابی به اهداف مالی ایفا می‌کند؛ بنابراین تحمل ریسک به عنوان عامل اصلی در سرمایه‌گذاری‌های مالی مانند تخصیص دارایی، برنامه‌های پس‌انداز بازنشستگی، بیمه و... در نظر گرفته می‌شود (گریبل و لیتون، ۱۹۹۸).

خودبازبینی

«خودبازبینی» بیانگر میزان مطابقت ویژگی‌های رفتاری خود با شرایط و موقعیت موجود است. همچنین انعکاس تفاوت‌های فردی در تمایلات است که شکل مشخصی در مدیریت عواطف و احساسات به خود می‌گیرد (سیندر، ۱۹۷۴). مفهوم خودبازبینی که در سال ۱۹۷۴م به وسیله *اشنایدر* گسترش یافت، بدین معناست که یک شخص در موقعیت خود چه اندازه انعطاف‌پذیر یا چه اندازه پایدار است (کاشال و کوآنتز، ۲۰۰۶). *اشنایدر* می‌گوید: «افراد در یک بحث کلی به دو دسته تقسیم می‌شوند: افراد با خودبازبینی بالا و افراد با خودبازبینی پایین» (کلدال، ۲۰۰۳). برخی افراد نسبت به موقعیت‌های اجتماعی، حساس‌اند و ظاهر خود را متناسب با موقعیت رایج تنظیم می‌کنند. این افراد را افراد با خودبازبینی بالا می‌نامند. افراد با خودبازبینی پایین، تمایل دارند فکر و احساس خود را بیان کنند تا اینکه آن را متناسب با موقعیت تنظیم کنند (سیندر، ۱۹۷۴).

رفتار توده‌وار

تاکنون تحقیقات زیادی نشان داده است که مردم به شدت تحت تأثیر محیط اطراف خود قرار می‌گیرند؛ به ویژه هنگام بروز بحران، قضاوت‌های افراد متأثر از اجتماع آنهاست. رفتار توده‌وار وقتی اتفاق می‌افتد که سرمایه‌گذاران بدون توجه به اطلاعات و باورهای خود، از رفتار سرمایه‌گذاران دیگر تقلید کنند. تصور می‌شود هرگاه گروه بزرگی از افراد در قضاوت‌هایشان هم‌رأی باشند، مطمئناً درست عمل می‌کنند؛ بنابراین افراد در تصمیم‌گیری‌ها از دیگران تبعیت می‌کنند و در چنین شرایطی توده‌هایی از افراد با رفتارهای مشابه شکل می‌گیرد (ونزیا، نشیکار و شپیرا، ۲۰۱۱).

پیشینه تجربی

طهرانی (۱۳۸۶) رابطه اعتماد بیش از حد سرمایه‌گذاران انفرادی و حجم مبادلات آنها در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داده است. در فرضیات اصلی تحقیق، رابطه کل حجم مبادلات با سه معیار اعتماد بیش از حد، مورد آزمون قرار گرفت و هر سه فرضیه کلی در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید شد. در فرضیات فرعی گروه A رابطه معناداری میان میزان سرمایه‌گذاری و متغیرهای اعتماد بیش از حد، بررسی گردید و این نتیجه حاصل شد که میان میزان سرمایه‌گذاری و معیارهای اثر بهتر از متوسط و توهم کنترل، رابطه معناداری وجود ندارد. در فرضیات فرعی گروه B متغیرهای اعتماد بیش از حد بررسی شد که در سطح اطمینان ۹۹ درصد، همه فرضیات فرعی گروه در این تحقیق، معناداری رابطه رگرسیونی میان حجم مبادلات با متغیرهای اعتماد بیش از حد نیز تأیید شد (اسلامی بیدگلی و طهرانی، ۱۳۸۶). دیوس^۱ و دیگران در تحقیقی علمی - پژوهشی پی‌برند که اعتماد بیش از حد، به افزایش فعالیت‌های معاملاتی منجر می‌شود. آنها فعالیت‌های مبادلاتی را با تعداد مبادلاتی که افراد طی دوازده دوره بازار انجام می‌دهند، سنجیده‌اند. آزمون آنها به

1. Deaves.

صورت آزمایشی در میان دانشجویان مدیریت مالی و اقتصاد در سطح تحصیلات تکمیلی در دو کشور آلمان و کانادا به طور جداگانه انجام شد. به دلیل استفاده از بازار آزمایشی محیط کاملاً کنترل شده و تأثیر عوامل اخلاقی به حداقل رسید (دیوس، لودرز و لو، ۲۰۰۳). گلسر و وبر^۱ با بررسی حدود ۳۰۰۰ نفر از سرمایه‌گذاران اینترنتی دریافتند که اعتماد بیش از حد باعث افزایش حجم مبادله می‌شود. محققان دریافتند سرمایه‌گذارانی که فکر می‌کردند مهارت‌های سرمایه‌گذاری یا عملکرد گذشته‌شان بهتر از متوسط افراد است، بیشتر معامله می‌کنند (گلیسر و وبر، ۲۰۰۷). طبق تحقیق /ودن^۲ اعتماد بیش از حد باعث افزایش حجم معاملات و عمق بازار می‌شود. به نظر او، اثر اعتماد بیش از حد به این بستگی دارد که اطلاعات در بازار چگونه منتشر می‌شوند (ادین، ۱۹۹۸). کالر و سگریست^۳ استدلال کرده‌اند که تحمل ریسک یک پیش‌بینی‌کننده مثبت مهم برای پیش‌بینی تمایل به سرمایه‌گذاری در سهام است. همچنین آنها دریافتند که سرمایه‌گذاران با تحمل ریسک بالاتر، پرتفیلوهایی با ارزش بالا دارند و به صورت مکرر اوراق بهادارشان را معامله می‌کنند (کالر و سگریست، ۲۰۰۶). علاوه بر این، دورن و هوبرمن (۲۰۰۵) عوامل تعیین‌کننده تنوع پرتفیلو و گردش معاملات را بررسی کردند و دریافتند که افراد با تحمل ریسک، معاملات بیشتری انجام می‌دهند (دورن و هوبرمن، ۲۰۰۵). مطالعه حاضر از این فرض حمایت می‌کند که رفتار توده‌وار بر رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران تأثیر دارد. سرمایه‌گذاران در خلأ تصمیم‌گیری نمی‌کنند، بلکه در حالی که در تعامل با دیگران در محیطی اجتماعی قرار دارند، تصمیم می‌گیرند. همچنین سرمایه‌گذاران فردی تا حدی که به تصمیمات سرمایه‌گذاری‌شان مرتبط باشد، به وسیله اعضای خانواده، همسایگان، همکاران و دوستان، تحت تأثیر قرار می‌گیرند (نوفسنگر، ۲۰۰۵). کورتایدیس و همکاران نتیجه گرفتند افرادی که نفوذپذیری اجتماعی بالا (در مفهوم رفتار توده‌وار)، خودبازبینی بالا،

-
1. Glaser & Weber.
 2. Odean.
 3. Keller & Siegrist.

اعتماد بیش از حد و تحمل ریسک بالایی دارند، حجم و تعداد سهام بیشتری را مبادله می‌کنند و نیز بازده بالاتری به دست می‌آورند (کورتیدیس، سویک و چترنگلو، ۲۰۱۱).
بایس^۱ و همکاران نشان دادند که افراد با خودبازبینی بالا در بازارهای مالی تجربی، سفارشات سودآورتری نسبت به دیگران انجام می‌دهند و انتظار می‌رود این افراد به صورت استراتژیک رفتار کنند و نتایج عالی به دست آورند (پوگت، بایس، هیلتون و مازوریر، ۲۰۰۴).

روش پژوهش

این پژوهش براساس هدف تحقیق، از نوع تحقیقات کاربردی می‌باشد. از سوی دیگر، با توجه به نوع گردآوری داده‌ها، این تحقیق جزء پژوهش‌های توصیفی طبقه‌بندی می‌شود. از میان روش‌های گوناگون پژوهش‌های توصیفی، روش انجام این تحقیق از نوع پژوهش‌های همبستگی می‌باشد.

برای تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها از روش‌های آماری که شامل آمار توصیفی و استنباطی است، استفاده می‌شود. برای آنالیز داده‌ها از آزمون همبستگی استفاده شده است و برای آزمون داده‌ها از نرم‌افزار Spss (نسخه ۱۶) استفاده شده است. جامعه آماری این تحقیق شامل همه سرمایه‌گذاران فردی در بورس اوراق بهادار تهران است. با توجه به اینکه حجم جامعه نامحدود است، براساس فرمول زیر حجم نمونه را به دست می‌آوریم:

$$n = \frac{Z_{\alpha/2}^2 \cdot P(1-P)}{\epsilon^2} \quad \text{رابطه (۱)}$$

Z ، مقدار متغیر نرمال واحد متناظر با سطح اطمینان $(1-\alpha)$ ، P برآورد نسبت صفت متغیر ($P=0/5$) و ϵ برابر با مقدار خطای مجاز ($\epsilon = 0/07$) می‌باشد. با توجه به اینکه در سطح خطای ۷ درصد، $Z_{\alpha/2}$ برابر با ۱/۹۶ می‌شود، حجم نمونه

1. Biais.

برابر با ۱۹۶ خواهد شد.

$$N = \frac{1.96^2 \times 0.5(0.5)}{0.07^2} = 196$$

روش جمع‌آوری اطلاعات

در این تحقیق برای گردآوری داده‌ها از پرسشنامه استفاده شده است. پرسشنامه در اختیار کسانی قرار گرفت که در طول یک سال گذشته، دست‌کم دو بار در بورس اوراق بهادار معامله سهام انجام داده‌اند و داوطلبانه حاضر به پرکردن پرسشنامه شده‌اند. پرسشنامه مذکور شامل دو بخش می‌باشد:

الف) پرسش‌های عمومی: در پرسش‌های عمومی (۶ گویه) سعی شده است اطلاعات کلی و جمعیت‌شناختی در رابطه با پاسخ دهندگان جمع‌آوری گردد. این اطلاعات، ویژگی‌های مربوط به سن، جنسیت، تحصیلات، سابقه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار و ارزش سهام را دربرمی‌گیرد.

ب) پرسش‌های تخصصی: سه گویه در خصوص متغیرهای مالی (حجم سهام، تعداد مبادلات و بازده سهام)، ۱۲ گویه مربوط به متغیر تحمل ریسک، ۷ گویه مربوط به متغیر رفتار توده‌وار، ۱۱ گویه مربوط به متغیر خودبازبینی و ۵ گویه مربوط به متغیر اعتماد بیش از حد در نظر گرفته شده است.

برای سنجش روایی پرسشنامه، از نظرات اساتید مربوطه و فعالان حاضر در بورس استفاده شد و ابهام پرسش‌ها برطرف شد و اصلاحات لازم صورت پذیرفت.

متغیر حجم سهام مبادله‌شده، براساس مجموع ارزش ریالی معاملاتی که سرمایه‌گذاران در طول سال انجام داده‌اند، متغیر تعداد مبادلات سهام، براساس تعداد مبادلات و عملیات خرید و فروش سهام در طول سال و متغیر بازده سهام براساس تخمین سرمایه‌گذاران از بازده‌ای که در یک سال گذشته به دست آورده‌اند، سنجیده شده است.

برای بررسی میزان پایایی پرسشنامه، نخست پرسشنامه میان سی نفر از اعضای

جامعه آماری توزیع شد. سپس ضریب آلفای کرونباخ برای هر متغیر و مجموع آنها محاسبه گردید. آلفای کرونباخ برای مجموع متغیرها ۰/۷۹۱ به دست آمد. با توجه به اینکه ضریب آلفای کرونباخ محاسبه شده برای بخش‌های پرسش‌نامه، بالای ۰/۷ می‌باشد، نتیجه می‌گیریم که پرسشنامه از قابلیت اعتماد لازم برخوردار می‌باشد.

یافته‌ها

جدول ۱. نتایج آزمون همبستگی متغیرها

بازده	تعداد مبادلات سهام	حجم سهام مبادله شده	رفتار توده‌وار	خودبازبینی	تحمل ریسک	اعتماد بیش از حد	
						۱/۰۰	اعتماد بیش از حد
					۱/۰۰	۰/۳۵۸	تحمل ریسک
				۱/۰۰	۰/۱۱۵	۰/۲۵۱	خودبازبینی
			۱/۰۰	۰/۱۳۴	۰/۰۳۷	۰/۰۳۱	رفتار توده‌وار
		۱/۰۰	۰/۱۰۵	۰/۰۷۱	۰/۲۸۲**	۰/۲۶۱**	حجم سهام مبادله شده
	۱/۰۰	۰/۵۵۲	۰/۱۰۲	۰/۱۲۰	۰/۲۴۹**	۰/۱۶۲*	تعداد مبادلات
۱/۰۰	۰/۱۴۸*	۰/۱۷۷*	۰/۰۵۶	۰/۲۵۰	۰/۱۴۲	۰/۳۹۹	بازده

* همبستگی در سطح ۰/۰۵ معنادار است.

** همبستگی در سطح ۰/۰۱ معنادار است.

ضریب همبستگی میان اعتماد بیش از حد و حجم سهام مبادله شده، برابر ۰/۲۶۱ و سطح معناداری برابر ۰/۰۰۰ است. از آنجا که سطح معناداری کمتر از ۰/۰۱ می‌باشد؛ بنابراین میان اعتماد بیش از حد و حجم سهام مبادله شده، رابطه معنادار و مثبت وجود دارد. فرضیه دوم بیان می‌کند میان اعتماد بیش از حد و تعداد مبادلات، ارتباط معنادار وجود دارد. این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد آزمون و پذیرفته شد. فرضیه سوم

نیز نشان داد میان تحمل ریسک و حجم سهام مبادله‌شده، رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد. ضریب همبستگی میان تحمل ریسک و تعداد مبادلات سهام، برابر $0/249$ و مقدار عدد معناداری برابر $0/00$ است؛ بنابراین فرضیه چهارم مورد قبول واقع می‌شود. با توجه به اینکه ضریب همبستگی میان متغیرهای پیش‌گفته، دارای علامت مثبت می‌باشد، به همین دلیل می‌توان گفت تغییرات این متغیرها با یکدیگر هم‌جهت و از نوع مستقیم بوده است. ضریب همبستگی میان رفتار توده‌وار و حجم سهام مبادله‌شده، برابر $0/105$ و سطح معناداری برابر $0/140$ است و از آنجا که بیشتر از $0/05$ می‌باشد؛ پس میان رفتار توده‌وار و حجم سهام مبادله‌شده، رابطه معناداری وجود ندارد. در آزمون فرضیه ششم از آنجا که سطح معناداری بیشتر از $0/05$ می‌باشد، میان رفتار توده‌وار و تعداد مبادلات سهام، رابطه معناداری وجود ندارد. ضریب همبستگی میان خودبازبینی و حجم سهام مبادله‌شده، برابر $0/084$ و مقدار سطح معناداری برابر $0/237$ است و از آنجا که سطح معناداری بیشتر از $0/05$ می‌باشد؛ بنابراین میان این دو متغیر، رابطه معناداری وجود ندارد. ضریب همبستگی میان خودبازبینی و تعداد مبادلات سهام، برابر $0/127$ و مقدار عدد معناداری مشاهده‌شده، برابر $0/073$ است و از آنجا که سطح معناداری بیشتر از $0/05$ می‌باشد؛ پس میان این دو متغیر رابطه معناداری وجود ندارد. نتایج نشان می‌دهد که ارتباط حجم سهام مبادله‌شده و تعداد مبادلات سهام با بازده در سطح اطمینان ۹۵ درصد مثبت و معنادار است.

بحث و نتیجه گیری

نتایج چهار فرضیه نخست بیان می‌کنند که میان اعتماد بیش از حد و تحمل ریسک، با تعداد و حجم مبادلات، رابطه معنادار و مستقیم وجود دارد؛ با وجود این، همبستگی میان متغیرها ضعیف است. علت وجود همبستگی ضعیف میان حجم و تعداد مبادلات و عوامل شخصیتی و روان‌شناختی آن است که عوامل بسیاری بر این دو متغیر تأثیر می‌گذارند. تصمیمات سرمایه‌گذاران تابع شرایط کلان سیاسی، اقتصادی، جو بازار، دسترسی به اطلاعات فاش‌نشده، حرکت‌های گروهی، وضعیت شرکت‌ها، سود

اعلام شده، پیش‌بینی سود، قیمت سهام و... می‌باشد که برخی از این عوامل می‌تواند نامشهود باشد؛ بنابراین پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران علاوه بر کسب اطلاعات و آگاهی از شرایط اقتصادی جامعه، نسبت به مطالعات روان‌شناختی و رفتاری نیز اقدام کنند تا به گونه‌ای خودشناسی دست یافته شود.

نتایج فرضیه اول با نتایج تحقیقات اسلامی بیدگلی، طهرانی (۱۳۸۶)، گلسر و ویر (۲۰۰۷) همسو هستند. نتایج فرضیه دوم با نتیجه گیری دیویس و همکاران (۲۰۰۳)، آلمانی و فرانزوسی (۲۰۰۶) همسو بوده که اظهار کرده‌اند اعتماد بیش از حد، به افزایش فعالیت‌های مبادلاتی منجر می‌شود. نتیجه فرضیه سوم، با نتایج کورتایدیس و همکاران (۲۰۱۱) همسو می‌باشد. آنها در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که افراد با تحمل ریسک مالی بالا، حجم سهام بیشتری را مبادله می‌کنند. نتیجه فرضیه چهارم، با نتایج تحقیق کلو و سگریست مطابق است. آنها دریافتند که سرمایه‌گذاران با تحمل ریسک بالاتر به صورت مکرر اوراق بهادارشان را معامله می‌کنند. همچنین دورن و هوبرمن^۱ (۲۰۰۵) دریافتند که افراد با تحمل ریسک، معاملات بیشتری انجام می‌دهند.

پیشنهاد می‌شود افراد سرمایه‌گذار علاوه بر توجه به تجربیات میدانی که دارند، نسبت به بررسی رفتار ریسک‌پذیری خود و دیگران نیز اقداماتی برای مطالعه بیشتر در منابع معتبر علمی انجام دهند. این مطالعات کمک می‌کند درک مفهوم سرمایه‌گذاری از ابعاد رفتار نیز مشخص‌تر گردد.

نتایج فرضیات پنجم تا هشتم برخلاف نتایج کورتایدیس و همکاران، بیان می‌کند که میان دو متغیر خودبازبینی و رفتار توده‌وار با متغیرهای حجم سهام مبادله‌شده و تعداد مبادلات، ارتباط معناداری وجود ندارد. نتیجه فرضیه نهم و دهم با نتایج کورتایدیس و همکاران همسو می‌باشد.

با توجه به اینکه بورس اوراق بهادار یکی از ارکان اقتصادی کشور است و رشد و توسعه این سازمان، توسعه اقتصاد ملی را به همراه خواهد داشت، لازم است با شناخت

1. Dom & Huberman.

بیشتر عوامل روانی، به ذهنیات درونی و در نتیجه رفتارهای بیرونی افراد به صورتی علمی و حساب‌شده پی برد و زمینه تشخیص بهینه دیدگاه‌ها، حالات و رفتار سرمایه‌گذاران، و رشد و پیشرفت بورس اوراق بهادار را فراهم آورد. عوامل رفتاری در زمان تصمیم‌گیری نقش عمده‌ای دارند؛ در نتیجه به منظور پرهیز از برخی خطاهای قضاوتی که صرفاً از تصورات و احساسات منبث می‌باشد، بجاست این عوامل را در نظر بگیریم و با ترکیب آنها با اقتصاد، پیش‌بینی صحیح‌تری از پدیده‌های مالی داشته باشیم.

منابع

۱. اسلامی بیدگلی، غ. (۱۳۸۷). مباحثی در تئوری و مدیریت مالی. تهران: انتشارات ترمه.
۲. اسلامی بیدگلی، غ. و طهرانی، الف. (۱۳۸۶). بررسی رابطه اعتماد بیش از حد سرمایه‌گذاران انفرادی و حجم مبادلات آنها در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهشنامه بازرگانی. ۱۰ (۴)، ۲۳۱-۲۵۳.
۳. اسلامی بیدگلی، غ. و کردلوئی، ح. (۱۳۸۸). مالی رفتاری، مرحله گذر از مالی استاندارد تا نوروفاینانس. مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی ۱ (۱)، ۱۹-۳۶.
۴. پمپین، م. ا. (۱۳۸۸). دانش مالی رفتاری و مدیریت دارایی. ترجمه ا. بدری. تهران: انتشارات کیهان.
۵. تلنگی، ا. (۱۳۸۳). تقابل نظریه نوین مالی و مالی رفتاری. تحقیقات مالی. ۶ (۱۷)، ۳-۲۵.
۶. راعی، ر.، اسلامی بیدگلی، غ. و میرزا بیاتی، م. (۱۳۹۰). ارزش‌گذاری سهام و ناهمگنی رفتار سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری. ۲ (۵)، ۱۰۳-۱۲۶.
۷. سعدی، ر.، قلی‌پور، آ. و قلی‌پور، ف. (۱۳۸۹). بررسی اثرات شخصیت سرمایه‌گذاران و خطاهای ادراکی در سرمایه‌گذاری آنها در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی. ۱۲ (۲۹)، ۱-۵۸.
۸. شهرآبادی، ا. و یوسفی، ر. (۱۳۸۶). مقدمه‌ای بر مالی رفتاری. ماهنامه بورس. (۶۹)، ۵۱-۷۰.

9. Biais, B., Hilton, D., Mazurier, K., & Pouget, S. (2004). Judgmental overconfidence, self-monitoring and trading performance in an experimental financial market self-monitoring and trading performance in an experimental financial market . Working paper, Toulouse University.
10. Deaves, R., Luders, E., & Luo, G. Y. (2003). An Experimental Test of Overconfidence and Gender on Trading Activity . Working paper, McMaster University, Ontario.
11. Dorn, D., & Huberman, G. (2005). Talk and action: what individual investors say and what they do? *Review of Finance* , 9 (4), 437–481.
12. Faff, R. (2008). On the Linkage between Financial Risk Tolerance and Risk Aversion. **The Journal of Financial Research** , XXXI (1), 1-23.
13. Glaser, M., & Weber, M. (2007). Overconfidence and trading volume. **Geneva Risk and Insurance Review** , 32, 1-36.
14. Grable, J. E. (2000). Financial risk tolerance and additional factors that affect risk taking in every day money matters. **Journal of Business and Psychology** , 14 (4), 625–630.
15. Grable, J. E., & Lytton, R. H. (1998). Investor risk tolerance: testing the efficacy of demographics as differentiating and classifying factors. **Financial Counseling and Planning** , 9 (1), 161–174.
16. Hallahan, T., Faff, R., & McKenzie, M. (2003). An exploratory

- investigation of the relation between risk tolerance scores and demographic characteristics. **Journal of Multinational Financial Management** , 13 (4-5), 483–502.
17. Hirshleifer, D. (2001). Investor Psychology and Asset Pricing. (4) 56, 1533-1597.
 18. Kaushal, R., & T.Kwantes, C. (2006). the role of culture and personality in choice of conflict management strategy. **Internatinal Journal Relations** , 30, 579-603.
 19. Keller, C., & Siegrist, M. (2006). Investing in stocks: the influence of financial risk attitude and values-related money and stock market attitudes. **Journal of Economic Psychology** , 27 (2), 285–303.
 20. Kim, K. A., & Nofsinger, J. R. (2008). Bahavioral Finance in Asia. **Pacific-Basin Finance Journal** , 16, 1-7.
 21. Kjeldal, E. S. (2003). Self-Monitoring and Consumer Behavior. **The Qualitative Report** , 8 (3), 353-376.
 22. Kourtidis, D., Sevic, Z., & Chatzoglou, P. (2011). Investors' trading activity: A behavioural perspective and empirical results. **The Journal of Socio-Economics** , 40, 548– 557.
 23. Nofsinger, J. (2005). Social mood and financial economics. **The Journal of Behavioural Finance** , 6 (3), 144–160.
 24. Odean, T. (1998). Volume, volatility, price and profit when all traders are above average. **Journal of Finance** , 53, 1887–1934.
 25. Olsen, R. (1998). Behavioral Finance and Its Implications for

Earning Estimation, Risk Assesment and Stock Returns.
Financial Analysts Journal , 52 (4), 37-44.

26. Snyder, M. (1974). Self Monitoring of expressive behavior.
Journal of Personality and Social Psychology , 30, 526-537.

27. Venezia, I., Nashikkar, A., & Shapira, Z. (2011). Firm specific
and macro herding by professional and amateur investors and
their effects on market volatility. **Journal of Banking &
Finance** , 35, 1599–1609.

28. Yip, U. Y. (2000). Financial risk tolerance: A state or a trait? A
thesis submitted in partial fulfilment of the requirements for the
degree of Master of Psychology (Organisational) of The
University of New South Wales, 2.

