

## **Investigating the Impact of Mood on the Behavioral Finance Trap of Investors in Tehran Stock Exchange**

**Behrouz Larisemnani \*, Akram Dekhoda\*\***

### **Abstract**

This study investigates the impact of morale on the behavioral finance traps of Tehran Stock Exchange investors considering the importance of financial decisions in the lives of individuals. Behavioral finance traps are behavioral biases or biases that impede good and optimal decision making. In behavioral finance, the behavioral characteristics that influence individuals' decision-making process are studied. These features are called behavioral biases. A mental state (moods) are more based on the emotions of the individual, that is, the individual feels and expresses a state within each external action. Structural equation modeling with partial least squares approach was used to test the research hypotheses. The results showed that investors' behavioral financial traps are influenced by both high and low moods. Also, behavioral finance traps are most affected by high morale.

**Keywords: Behavioral Finance Traps; High Moods; Low Moods.**

---

Received: 2020. May.30, Accepted: 2020. November.01

\*Assistant Prof, Department of Business Administration, Payame Noor University, Tehran, Iran.  
(Corresponding Author). Email: [BLS@pnu.ac.ir](mailto:BLS@pnu.ac.ir)

\*\*Master of Business Administration, Payame Noor University, Tehran, Iran.

## بررسی تأثیر روحیه سرمایه‌گذاران بر دام‌های مالی رفتاری در بورس اوراق بهادار تهران

بهروز لاری سمنانی\* ، اکرم دهخدا\*\*

### چکیده

این پژوهش با توجه به اهمیت تصمیم‌گیری‌های مالی در زندگی افراد، تأثیر روحیات را بر دام‌های مالی رفتاری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرده است. دام‌های مالی رفتاری همان سوگیری‌ها یا تورش‌های رفتاری هستند که مانع تصمیم‌گیری‌های درست و بهینه می‌شوند. در مالی رفتاری، ویژگی‌های رفتاری که بر فرآیند تصمیم‌گیری‌های افراد موثرند مورد مطالعه قرار می‌گیرند. این ویژگی‌ها تورش‌های رفتاری نامیده می‌شوند. حالت‌های روحی (روحیات) بیشتر بر اساس احساسات افراد شکل می‌گیرد؛ یعنی فرد در درون خود از هر کنش بیرونی، حالتی را حس می‌کند و آن را بروز می‌دهد. فرضیه‌های پژوهش از روش الگوسازی معادلات ساختاری با رویکرد حداقل مربعات جزئی استفاده شد. نتایج نشان داد دام‌های مالی رفتاری سرمایه‌گذاران تحت تأثیر مستقیم دو حالت روحیات بالا (شیدایی) و روحیات پایین (افسردگی) است، همچنین دام‌های مالی رفتاری بیشتر از همه متأثر از روحیات بالا است.

کلیدواژه‌ها: دام‌های مالی رفتاری؛ روحیات بالا؛ روحیات پایین.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۹/۰۳/۱۰، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۹/۰۸/۱۱.

E-Mail: BLS@pnu.ac.ir

\* استادیار گروه مدیریت بازرگانی، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. (نویسنده مسئول)،

\*\* کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.

## ۱. مقدمه

ظهور نظریه‌های مالی رفتاری<sup>۱</sup>، فصل نوینی را در مطالعات مالی گشوده است و با بررسی تأثیر عوامل روانشناختی افراد در تصمیم‌گیری‌های آنان نقش عامل انسانی و رفتارهای او را به عنوان متغیر اثرگذار بر سایر متغیرهای مالی که در گذشته در نظر گرفته نمی‌شد، پررنگ کرده است. برای کسانی که نقش روانشناسی در دانش مالی را به عنوان عامل اثرگذار بر بازارهای اوراق بهادار و تصمیمات سرمایه‌گذاران بدیهی می‌دانند، قبول وجود تردید در مورد اعتبار مالی رفتاری دشوار است [۳]. عرصه ظهور علوم رفتاری در مباحث مالی، یک رویکرد جدید نسبت به مطالعات بازارهای مالی است. این رویکرد به این موضوع می‌پردازد که بر خلاف مباحث و تئوری‌های مالی استاندارد، گرایش‌های رفتاری و شناختی می‌توانند بر قیمت‌های دارایی‌های مالی تاثیرگذار باشند. این جنبه از تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری به دنبال فهم و پیش‌بینی دخالت و تاثیر تصمیمات روانشناختی در بازارهای مالی است [۳۶، ۴۳]. یکی از علت‌های اصلی گذار از مالی استاندارد به مالی رفتاری توجه به عوامل روانشناختی و در نتیجه رفتارهای نشأت گرفته از این عوامل توسط سرمایه‌گذاران و علت‌یابی تورش‌های تصمیم‌گیری در پارادایم مالی رفتاری است. رفتار سرمایه‌گذاران که از عوامل مختلفی از جمله ادراک و حس آن‌ها سرچشمه می‌گیرد بر فرآیند تصمیم‌گیری آنان تاثیر می‌گذارد؛ در رویکرد رفتاری مالی مفروضات مبتنی بر عقلانیت کامل<sup>۲</sup> عامل اقتصادی کنار گذاشته شده و پژوهش‌های علمی روی انسان و شناخت رفتارها و تورش‌های احساسی برای درک تصمیمات اقتصادی و چگونگی تاثیر آن‌ها بر قیمت‌ها، بازدهی و تخصیص منابع جایگزین آن شده است. لذا نقش رفتار انسان به عنوان متغیری اثرگذار بر سایر متغیرهای مالی که در گذشته در نظر گرفته نمی‌شد با تاکید بیشتری مطالعه می‌شود و با بررسی فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و عکس‌العمل‌های آن‌ها نسبت به شرایط مختلف بازار به مطالعه تأثیر شخصیت، فرهنگ و قضاوت-های آن‌ها می‌پردازد [۲، ۸]. افراد همواره در معرض تصمیم‌گیری هستند. برخی از این تصمیم‌ها مانند تصمیم‌گیری در مسائل مالی به طور مستقیم در زندگی آن‌ها تأثیر دارد. یکی از مسائلی که تصمیم‌های افراد را تحت تأثیر قرار می‌دهد، حالت‌های روحی شخص در زمان‌های گوناگون است. انسان نسبت به هر چه در محیط بیرون می‌گذرد واکنش نشان داده و حالت‌های گوناگونی را از خود بروز می‌دهد. حالت‌های روحی بیشتر بر اساس احساسات افراد شکل می‌گیرد، یعنی فرد در درون خود از هر کنش بیرونی حالتی را حس کرده و آن را بروز می‌دهد. انسان دارای تمایلات و سوگیری‌های رفتاری است و افراد با درجات متفاوتی در معرض این سوگیری‌ها (دام‌ها) قرار دارند به نحوی که برخی از آن‌ها را به سادگی می‌توان در رفتارهای روزمره انسان‌ها مشاهده کرد. بر طبق نظریه‌های نوین مالی رفتاری بسیاری از مباحث رفتاری در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دخیل

---

1. Financial behavior  
2. Bias  
3. Complete Rationality

می‌باشند، از جمله مهم‌ترین آن‌ها (دام‌های مالی رفتاری) است. این دام‌ها تأثیر بسزایی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارند؛ از این رو، با توجه به اهمیت تصمیم‌گیری‌های مالی در زندگی افراد، این پژوهش می‌کوشد رابطه حالت‌های روحی افراد (سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران) و دام‌های مالی رفتاری آن‌ها را بررسی کند و به این پرسش پاسخ دهد که آیا حالت‌های روحی بر دام‌های مالی رفتاری سرمایه‌گذاران تأثیر دارد یا خیر؟

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در سال‌های قبل از توسعه نظریه‌های کلاسیک مالی، اقتصاددانان ارتباط نزدیکی با علم روانشناسی داشتند. به عنوان مثال آدام اسمیت<sup>۱</sup> با انتشار مقاله نظریه احساسات اخلاقی به بررسی اصول روانشناسی افراد پرداخت. در این دوران که پدیده‌های رفتاری به صورت پراکنده مورد بحث قرار می‌گرفت، نظریه‌های کلاسیک مالی به سرعت گسترش یافت و با ارایه نظریه فرضیه بازار کارا و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در اواخر دهه ۱۹۷۰ به اوج شکوفایی دست یافت [۴]. اما بروز پدیده‌ها و رفتارهای غیرعادی در بازارها فرضیه‌های مالی کلاسیک را به چالش کشید و زمینه‌ساز ظهور نظریه جدیدی در حوزه مالی در دهه ۱۹۸۰ شد که با کمک گرفتن از سایر علوم از جمله روانشناسی و نظریه‌های ارایه شده در اوایل قرن بیستم به توضیح خلاف قاعده‌های رخ داده در بازارهای مالی پرداخت. دام‌های مالی رفتاری<sup>۲</sup> همان سوگیری‌ها یا تورش‌های رفتاری هستند که مانع تصمیم‌گیری‌های درست و بهینه می‌شوند. در مالی رفتاری، ویژگی‌های رفتاری که بر فرآیند تصمیم‌گیری‌های افراد موثرند مورد مطالعه قرار می‌گیرند. این ویژگی‌ها تورش‌های رفتاری نامیده می‌شوند. تکت<sup>۳</sup> و همکاران در پژوهش خود دریافتند که سوگیری در بین سرمایه‌گذاران متداول است. مردان، سرمایه‌گذاران جوان، سرمایه‌گذارانی با ارزش سبد سهام پایین‌تر، و سرمایه‌گذارانی که درآمد پایین دارند، و افرادی با تحصیلات پایین، سوگیری مبتنی بر آشنایی را بیشتر به نمایش می‌گذارند. زنان، سرمایه‌گذاران مسن‌تر و سرمایه‌گذارانی با ارزش سبد سهام بیشتر در معرض اثر تمایلی و قاعده اکتشافی همانندی هستند. نقطه مقابل افراد با اعتماد به نفس بیش از اندازه، افرادی می‌باشند که در معرض سوگیری حفظ وضعیت موجود هستند. اعتماد به نفس بیش از اندازه با سوگیری آشنایی همبستگی مثبت دارد. اکتشاف همانندی موجب ثروت می‌شود، ولی جهت‌گیری حفظ وضعیت موجود منجر به معاملات با حجم بالا می‌شود. اثر سوگیری آشنایی بر بازده یکنواخت نیست؛ سطوح پایین‌تر (بالا‌تر) سوگیری آشنایی اثر منفی (مثبت) بر بازده دارد [۴۶]. حسنونند در پژوهش خود با عنوان وزن‌دهی و شناسایی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار بورس به این نتیجه رسید، در رتبه‌بندی گروه‌های پنج‌گانه، گروه‌های "شناختی"، "عاطفی"،

1. Adam Smith

2. Behavioral Finance Trap

3. Tekce

"پدیده‌های غیرعادی"، "رفتارهای مکاشفه‌ای" و در نهایت گروه "ترجیحی" به ترتیب اولویت-های اول تا پنجم را کسب نمودند. همچنین در رتبه‌بندی تورش‌های ۳۶ گانه، تورش "ضرر و زیان‌گریزی" از گروه "عاطفی" در جایگاه اول قرار گرفت. تورش‌های "سفسطه‌قماربازان" از گروه "رفتارهای مکاشفه‌ای"، "ابهام در روند تغییرات ارزش" از گروه "ترجیحی"، "غریزه کله‌ای (رفتار جمع‌گرایی)" از گروه "پدیده‌های غیرعادی (رفتار اقتصادی)" و در نهایت "نمایندگی" از گروه "شناختی" به ترتیب در جایگاه‌های دوم، هفتم، دهم و پانزدهم قرار گرفتند [۲۱]. تاجمیر ریاحی و دژدار در پژوهش خود با عنوان رتبه‌بندی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در مواجهه با اخبار و شایعات مهم سیاسی با تاکید بر دوره مذاکرات هسته‌ای به این نتیجه رسیدند، سه تورش بهینه‌بینی، تازه‌گرایی و پشیمان‌گریزی مهم‌ترین تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در مواجهه با مسائل مذاکرات هسته‌ای بوده است [۴۴]. جامی‌الاحمدی و رازدار در پژوهش خود با عنوان تورش-های رفتاری و تاثیر آن بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار دریافتند، تصمیم‌های سرمایه‌گذاران تحت تاثیر چندین خطا قرار می‌گیرد [۲۵]. در مجموع و با توجه به تعاریف ارائه شده برای دام‌های مالی رفتاری و همچنین تورش‌های رفتاری، منابعی مانند روش‌های ابتکاری<sup>۱</sup> (چون ظرفیت پردازش اطلاعات در بشر محدود است، اشخاص به روش‌های تصمیم‌گیری ناقص یا روش‌های ابتکاری روی می‌آورند که به تصمیم‌گیری‌های نسبتاً خوبی نیز منجر می‌شوند. به این مختصرسازی که در فرآیندهای تصمیم‌گیری صورت می‌گیرد، ساده‌سازی ابتکاری گفته می‌شود.) خودفریبی<sup>۲</sup> (شواهد زیادی وجود دارد که نشان می‌دهد اشخاص، به دانش و توانایی‌هایشان بیش‌تر از آن چیزی که هست اعتماد دارند، معمولاً پیش‌بینی افراد از احتمال وقوع پدیده‌ها یا خیلی افراطی یا خیلی تفریطی است.) و تعاملات اجتماعی<sup>۳</sup> (اشخاص گرایش دارند تا در تصمیم‌گیری‌ها و قضاوت‌هایشان با دیگران هم صدا شوند. اکثر سرمایه‌گذاران دچار عکس‌العمل‌های احساسی در جو بازار می‌شوند. به عبارت دیگر حتی زمانی که سیگنال‌های اطلاعاتی به فرد می‌گویند خرید و فروش کدام یک مناسب است، سرمایه‌گذاران باز هم نسبت به تصمیم‌گیری صحیح مردد هستند.) باعث ایجاد تورش در فرآیند تفکر و تصمیم‌گیری افراد می‌شوند. یکی دیگر از مفاهیم رفتاری مدنظر در روان‌شناسی شناختی، حالت روحی افراد در زمان‌های مختلف است. همه انسان‌ها در طول روز یا در طول دوره‌های زمانی مشخص دستخوش تغییرات خلقی می‌شوند. شاید مسئله‌ای که در این بین حائز اهمیت است شدت این تغییرات باشد. حالت‌های روحی یک مفهوم چندبعدی است که به عنوان خوش‌بینی یا بدبینی متمایل به آینده تعریف شده است. روحيات (خلق) عینکی است که برای مدت نسبتاً طولانی (فراتر از حس و هیجان) بر چشمان ما می‌نشیند و تجربه و ادراک ما از جهان را رنگ می‌زند. در واقع خلق یک وضعیت هیجانی است که در طول دوره‌های

---

1. Heuristics  
2. Self-Deception  
3. Social Interactions

زمانی باثبات‌تر از هیجان است. خلق کمتر از هیجان وابسته به رویدادهای خاص می‌باشد. یعنی یک اتفاق خاص ممکن است در لحظه سبب ایجاد هیجان خاصی شود ولی خلق در طول زمان با اتفاقات واحد زیاد نوسان پیدا نمی‌کند. خلق بر روی ارزیابی فرد از دنیا تاثیر می‌گذارد و دیدگاهش را نسبت به مسائل تغییر می‌دهد. اگر تغییرات سریع در خلق یا مود رخ دهد، برای فرد مشکلاتی در زمینه‌های مختلف زندگی ایجاد می‌کند.

هینوجوسا<sup>۱</sup> و همکاران در پژوهشی با عنوان روحیه منفی بر کلمه اثر می‌گذارد. تجزیه و تحلیل نمرات خلق نشان داد که روش مورد استفاده برای القاء روحیه موفقیت‌آمیز بود، که رهنمودی با مطالعات قبلی با استفاده از فیلم‌های ویدئویی به فراخوانی خلق و خوی است. در این احساس، شرکت‌کنندگان پس از تماشای کلیپ‌های مثبت در حالت مثبتی بودند، در حالیکه پس از تماشای کلیپ با محتوای منفی در یک حالت منفی بودند. با این حال، تفاوت‌ها بین خلق مثبت و منفی با توجه به سطح فعال شدن یافت شد. القا شده توسط فیلم‌ها که ممکن است برای برخی از یافته‌های فعلی به حساب آورد بعداً بحث خواهیم کرد [۲۲].

جینگ<sup>۲</sup> و همکاران در پژوهش اثرات تعاملی عطر و طعم تلخ و خلق و خو (روحیات) بر تصمیم به صرف یا صرفه‌جویی در پول، حالت با موفقیت دستکاری شد. شرکت‌کنندگان مثبت‌تر احساس کردند وقتی آن‌ها یک تجربه زندگی شاد را فراخوانده‌اند نسبت به زمانی که آن‌ها یک تجربه خنثی را به یاد می‌آورند یا یک ناراحتی را، ما انتظار داشتیم که مفاهیم معنایی مرتبط با تلخی را فعال کنیم، شرکت‌کنندگان را خوشحال می‌کند تا این مفاهیم را برای زندگی آینده و دفع آن‌ها برای نجات اعمال کنند. در مقابل، باید ناراحت‌کننده باشد مشارکت‌کنندگان برای اعمال مفاهیم به وضعیت زندگی فعلی و در نتیجه آن‌ها را خرج کنید. این انتظارات تأیید شد. تخمین زده می‌شود شرکت‌کنندگان خوشحال پول بیشتری صرفه‌جویی می‌کنند ولی شرکت‌کنندگان ناراحت می‌توانند در شرایط اولیه صرفه‌جویی کمتری داشته باشند [۱۴].

واریتانیان<sup>۳</sup> و همکاران در پژوهشی با عنوان تغییر در خلق و خوی، خستگی، خواب، عملکرد شناختی و هورمون‌های استرس در بین مربیانی که آموزش بقاء اسارت نظامی را درگیر می‌کنند، از آنجا که از مربیان خواسته می‌شود در شرایط سخت کارهایی انجام دهند (به عنوان مثال، بازجویی‌های مسخره)، ما فرض کردیم که با توجه به آموزش، افزایش قابل توجهی در شاخص‌های روانی و فیزیولوژیکی استرس ایجاد می‌شود. علاوه بر این، مدرسان به عنوان بخشی از وظیفه شغلی خود، در هفته‌های متوالی دوره‌هایی را برگزار می‌کردند. این یک فرصت منحصر به فرد و از نظر زیست محیطی معتبر برای ارزیابی انتقال استرس از یک هفته به هفته دیگر بود. ما فرض کردیم که سطح استرس در هفته دوم از هفته اول تمرین بالاتر خواهد بود. اولین فرضیه ما مورد تأیید قرار

---

1. Hinojosa  
2. Jing  
۳. Vartanian

گرفت: ارایه آموزش با اختلالات خلقی، خستگی و خواب و همچنین کاهش نسبت سطح تستوسترون/کورتیزول در خون همراه بود. فرضیه دوم ما تا حد زیادی پشتیبانی نمی‌شد به عنوان یک دوره استراحت ۳ روزه جداگانه دوره‌های متوالی برای بازیابی عملکرد روانشناختی و فیزیولوژیکی به نظر می‌رسد. نتایج ما نشان می‌دهد که اگرچه ارایه آموزش تاثیر منفی بر سطح استرس مدرسان دارد، اما دوره بهبودی ۳ روزه که دوره‌های متوالی را جدا می‌کند، برای بازگشت عملکرد روانشناختی و فیزیولوژیکی به سطح پایه کافی است [۴۹]. جدول ۱ شاخص‌های متغیرهای اصلی پژوهش را معرفی می‌کند.

جدول (۱): شاخص‌های معرف دام‌های مالی رفتاری

انواع	علائم
فرااعتمادی <sup>۱</sup>	سرمایه‌گذاران به توانایی‌های خود در پیش‌بینی بیش از اندازه اعتماد دارند [۶].
نماگری <sup>۲</sup>	سرمایه‌گذاری در شرکتی خاص از طریق قرار دادن آن در یک طبقه‌بندی آشنا و قابل درک [۲۶].
سازگارگرایی <sup>۳</sup>	اغلب انسان‌ها تلاش می‌کنند از موقعیت‌های ناسازگار بپرهیزند [۱۵].
اتکا و تعدیل <sup>۴</sup>	سرمایه‌گذاری بر پایه ترجیحات فردی و نه ضابطه‌ای روشن عمل می‌کنند [۱۰].
خوداسنادی <sup>۵</sup>	افراد شکست‌های خود را به عوامل محیطی و موفقیت‌های خود را به عوامل ذاتی نسبت می‌دهند [۱۳].
آشناگرایی <sup>۶</sup>	افراد غالباً به طور ناخودآگاه فرض می‌کنند که تصورات، ایده‌ها یا تفکراتی که در دسترس‌تر هستند نشانگرهای غیرسوگیرانه‌ای از احتمالات آماری ارائه می‌دهد [۴۱].
رویدادگرایی <sup>۷</sup>	از قبل قابل پیش‌بینی، توصیف کردن یک رویداد در جهت تقلیل شرمساری بوجود آمده ناشی از مراقب نبودن حواس‌پرتی و غافلگیر شدن در اتخاذ تصمیمات ناخوشایند [۹].
توان‌پنداری <sup>۸</sup>	انتظار یک موفقیت شخصی که احتمال وقوع آن به طور نامتناسبی بالاتر از احتمال عینی و موجه آن است [۱۶].
دیرپذیری <sup>۹</sup>	سرمایه‌گذار به اطلاعات جدید کمتر یا بیشتر از حد انتظار واکنش نشان داده و بجای اقدام بر اساس اطلاعات بروز شده، تصورات و ذهنیت‌های قبلی خود را حفظ می‌کند [۳۳].
ابهام‌گریزی <sup>۱۰</sup>	انسان‌ها در مواجهه با توزیع احتمال نامعلوم تمایلی به پذیرش ریسک از خود نشان نمی‌دهند و عموماً در موقعیت‌های مبهم دچار تردید می‌شوند [۲۰].
حساب- انگاری <sup>۱۱</sup>	تمایل افراد به کدگذاری، طبقه‌بندی و ارزیابی پیامدهای اقتصادی از طریق گروه‌بندی امتیازات آن‌ها در مجموعه‌ای از حساب‌های ذهنی [۳۹].

1. Overconfidence Trap
2. Symbol Trap
3. The trap of adaptation
4. Trap of Reliance and Adjustment
5. Trap your documents
6. The trap of familiarity
7. Trap Eventivism
8. The Trap of Imagination
9. Late Trap
10. The trap of ambiguity escapes
11. Accounting trap

باورگرایی <sup>۱</sup>	بر ایده‌هایی تاکید می‌شود که موید باورهای ما با شد و در مقابل هر آنچه را که با نظرات ما در تضاد است بی‌اهمیت جلوه می‌کند [۱۶].
شکل‌گرایی <sup>۲</sup>	تصمیم‌گیرندگان به یک موقعیت خاص بر اساس نحوه ارائه آن واکنش‌های متفاوتی را نشان می‌دهند [۲۸].
کوتاه‌نگری <sup>۳</sup>	افراد را برمی‌انگیزاند که بجای آن که برای فردا پس‌انداز کنند امروز خرج کنند [۴۸].
داشته‌بیش - نگری <sup>۴</sup>	افراد زمانی که از حق مالکیت یک دارایی برخوردار هستند ارزش بیشتری در مقایسه با زمانی که آن دارایی مایملک آن‌ها نیست، برای آن قائل هستند [۳۰].
تازه‌گرایی <sup>۵</sup>	افراد به شکل بارزی رویدادها و مشاهدات اخیر را بیش از وقایع گذشته به یاد آورده و بر آن‌ها تمرکز می‌یابند [۳۴].
بهینه‌بینی <sup>۶</sup>	سرمایه‌گذاران تمایل دارند در مورد بازارها، اقتصاد و پتانسیل‌های عملکرد مطلوب سرمایه‌گذاری خود بیش از اندازه بهینه بیندیشند [۳۱].
زیان‌گریزی <sup>۷</sup>	تمایل افراد به پرهیز از زیان، بیشتر از کسب سود است، به طوری که مانع می‌شود تا فرد خود را از دست سرمایه‌گذاری‌های سودآور حتی هنگامی که خود نیز انتظار تغییر و بهبود اساسی در آن‌ها را ندارد خلاص شود [۴۷].
دگرگون گریزی <sup>۸</sup>	چینش بدیل‌های انتخاب بگونه‌ای که فرد مجبور به انتخابی گردد که شرایط فعلی و وضع موجود را تایید نماید [۲۷].
پشیمان - گریزی <sup>۹</sup>	گریز از احساس تأسّف و ندامت و در نتیجه پرهیز از انجام اعمال و اقدامات قاطعانه در تصمیم‌گیری‌های ضعیف بگونه‌ای که سبب گردد تا سرمایه‌گذاران تا مدت‌ها به موقعیت‌های سرمایه‌گذاری زیان‌ده خود وفادار باقی بمانند و از قبول اشتباه تحقق زیان پرهیز کنند [۴۴].

با توجه به مطالب مطرح شده در این بخش، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر است:

فرضیه اول: روحیه بالا<sup>۱۰</sup> (شیدایی) تاثیر مثبت و معناداری بر دام‌های مالی رفتاری احساسی دارد.

فرضیه دوم: روحیه بالا (شیدایی) تاثیر مثبت و معناداری بر دام‌های مالی رفتاری شناختی دارد.

فرضیه سوم: روحیه پایین<sup>۱۱</sup> (افسردگی) تاثیر مثبت و معناداری بر دام‌های مالی رفتاری احساسی دارد.

فرضیه چهارم: روحیه پایین (افسردگی) تاثیر مثبت و معناداری بر دام‌های مالی رفتاری شناختی دارد.

1. Trapism
2. Trap Formatism
3. A short trap
4. Look at the trap
5. Trap modernism
6. Optimal trap for the nose
7. The trap of evasion
8. Trap of transformation
۹. Trap of remorse
10. high spirit
- 11 Low spirit



- روحیات (خلق) بالا و برانگیخته<sup>۱</sup> یا (شیدایی) حالت انبساط‌خاطر، پرش افکار، کاهش خواب، افزایش احترام به نفس و افکار بزرگ منشا نشانه نشان می‌دهند.
- شیدایی یا مانیا: عکس حالت افسردگی است. در شیدایی خلق و انرژی بیمار بسیار بالاست. تظاهرهای اصلی مانیا عبارت‌اند از نشاط‌زدگی، تحریک‌پذیری، پرکاری و عقاید خودمهم‌انگاری.
- خلق بالا به صورت شادی، خوش‌بینی افراطی و خوشحالی سرایت‌کننده تظاهر می‌کند. ممکن است خلق بیمار در طول روز تغییر کند، مثلاً صبح مانیک و شب افسرده باشد، هرچند که مانند افسردگی شدید تغییرات منظمی ندارد [۱].
- روحیات (خلق) پایین و داون یا (افسردگی) با کاهش انرژی و علاقه، احساس گناه، اشکال در تمرکز، بی‌اشتهایی، افکار مرگ و خودکشی مشخص می‌شود.
- اختلال افسردگی عمده یا اختلال افسردگی ماژور<sup>۲</sup> یا به اصطلاح دیپ‌ریشین: اختلالی است که مشخصه اصلی آن، داشتن حالت پریشانی در وضعیت‌ها و موقعیت‌های مختلف به مدت حداقل دو هفته می‌باشد [۲۳].
- دام‌های مالی رفتاری: همان سوگیری‌ها یا تورش‌های رفتاری هستند که مانع تصمیم‌گیری‌های درست و بهینه می‌شوند.
- احساسی<sup>۳</sup>: تمایلات احساسی نه از محاسبات آگاهانه که از شهود یا انگیزش نشأت می‌گیرند، بنابراین تصحیح آن مشکل است [۳۸].
- شناختی: منشأ تمایلات شناختی استدلال نادرست است که اطلاعات بیشتر و مشاوره می‌تواند آن را تصحیح کنند. شکل (۱) به معرفی مدل مفهومی پژوهش می‌پردازد.

---

1.Elevated  
2.Major Depressive Disorder  
3.Emotional

روحیات		دام‌های مالی رفتاری	
روحیه پایین (افسردگی)	روحیه بالا (شیدایی)	شناختی	احساسی
اختلالات عاطفی فصلی	خفیف	داشته‌بیش‌نگری	فرااعتمادی
افسردگی پس از زایمان	متوسط	بهینه‌بینی	اتکا و تعدیل
افسردگی عمده	ضعیف	زیان‌گریزی	سازگارگرایی
		کوتاه‌نگری	آشناگرایی
		پشیمان‌گریزی	خوداسنادی
		دگرگون‌گریزی	توان‌پنداری
		نماگری	دیرپذیری
		حساب‌انگاری	ابهام‌گریزی
		باورگرایی	رویدادگرایی
		شکل‌گرایی	
		تازه‌گرایی	

شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش / ۱۸ و ۳۷

### ۳. روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر نتیجه، کاربردی و از نظر ماهیت و روش، توصیفی-پیمایشی است [۳۵، ۳۰]. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران است. و حجم نمونه لازم با کمک جدول مورگان، ۲۴۰ تخمین زده شد. متغیرهای این پژوهش به دو دسته متغیر مستقل و وابسته تقسیم می‌شود. متغیرهای مستقل پژوهش شامل روحیات بالا و روحیات پایین و متغیر وابسته، دام‌های مالی رفتاری است.

در این پژوهش برای گردآوری داده‌های مربوط به تشخیص روحیات سرمایه‌گذاران از مقیاس شیدایی یانگ [۵، ۵۰] و افسردگی بک [۷، ۱۲] و برای سنجش دام‌های مالی رفتاری آن‌ها پرسشنامه استفاده شده است. پرسشنامه اول و دوم (مقیاس شیدایی یانگ و افسردگی بک) پرسشنامه استاندارد طراحی شده است. ضرایب سازگاری درونی (آلفا) برای خرده مقیاس روحیات بالا، ۰/۷۳۲ و برای خرده مقیاس روحیات پایین، ۰/۷۲۱ است و روایی<sup>۱</sup> آزمون برای خرده مقیاس روحیات بالا، ۰/۷۰۲ و برای خرده مقیاس روحیات پایین ۰/۶۹۷ گزارش شده است. پرسشنامه سوم (پرسشنامه دام‌های مالی رفتاری) را به نوعی ابزاری محقق ساخته با استفاده از مطالعات مقاله مدل‌سازی تاثیر تورش‌های رفتاری بر رکود بازار سرمایه بر اساس رویکرد تفسیری-ساختاری (ISM)، بر مبنای تعاریف هر یک از دام‌های مالی رفتاری می‌توان به حساب آورد [۴۰]. آلفا برای

1. Validity

دام‌های مالی رفتاری احساسی ۰/۸۷۷ و دام‌های مالی رفتاری شناختی ۰/۸۷۴ تعیین شد. سنجش پایایی<sup>۱</sup> پرسشنامه با آلفای کرونباخ<sup>۲</sup> و پایایی مرکب (CR) و روایی سازه با میانگین واریانس استخراج شده (AVE) محاسبه شد. شاخص میانگین واریانس استخراج شده، به ترتیب برای روحیات بالا، روحیات پایین، دام‌های مالی رفتاری احساسی و دام‌های مالی رفتاری شناختی عبارت است از: ۰/۷۰۲، ۰/۶۹۷، ۰/۶۲۳ و ۰/۶۶۴. شاخص پایایی مرکب نیز به ترتیب بالا عبارت است از: ۰/۷۲۰، ۰/۷۴۶، ۰/۷۹۸ و ۰/۸۴۲. با توجه به اینکه روایی همگرا زمانی وجود دارد که مقدار شاخص میانگین واریانس بیشتر از ۰/۵، مقدار شاخص پایایی مرکب بیشتر از ۰/۷ و همچنین بزرگتر از مقدار شاخص میانگین واریانس استخراج شده باشد، می‌توان نتیجه گرفت ابزار به کار رفته در پژوهش حاضر، روایی خوبی دارد. در مجموع، با توجه به حساسیت تحقیق، محقق شخصاً به توزیع و گردآوری ۲۴۰ پرسشنامه میان سرمایه‌گذاران و فعالان حقیقی حاضر در بورس اوراق بهادار در کارگزاری‌های بورس پرداخت، که به دلیل همکاری ضعیف در برخی موارد، دامنه وزن نمرات برای پاسخ ندادن به برخی سوالات بیشتر شد. داده‌های پژوهش با استفاده از روش‌های آماری توصیفی و استنباطی تجزیه تحلیل شده است. برای توصیف داده‌های جمعیت‌شناختی از شاخص‌های فراوانی و برای سنجش فرضیه‌های پژوهش، از روش الگوسازی معادلات ساختاری با رویکرد حداقل مربعات جزئی استفاده شد [۴۲].

پس از بررسی توصیفی اطلاعات جمعیت‌شناختی و برای آزمون مدل فرض شده به کمک آمار استنباطی از مدل معادلات ساختاری استفاده می‌شود. مدل معادلات ساختاری<sup>۳</sup> از روش‌های جدید آماری و یکی از قوی‌ترین روش‌های تجزیه و تحلیل چند متغیره است که برخی هم به آن تحلیل ساختاری کواریانس، الگوسازی علی و لیزرل اطلاق می‌کنند. کاربرد اصلی آن در موضوعات چند متغیره‌ای است که نمی‌توان آن‌ها را به شیوه دو متغیری با در نظر گرفتن هر بار یک متغیر مستقل با یک متغیر وابسته انجام داد. تجزیه و تحلیل چند متغیره به یک سری روش‌های تجزیه و تحلیل اطلاق می‌شود که ویژگی اصلی آن‌ها، تجزیه و تحلیل همزمان چند متغیر مستقل با چند متغیر وابسته است [۳۳، ۴]. در این پژوهش برای تحلیل داده‌ها از نرم افزار آماری حداقل مربعات جزئی<sup>۴</sup> استفاده شده است.

#### ۴. تحلیل داده‌ها و یافته‌ها

تجزیه و تحلیل داده‌های این پژوهش بر مبنای نمونه‌ای ۲۴۰ تایی انجام شد. نمونه مدنظر که در جدول ۲ تا ۴ نمایان است از حیث متغیر جنسیت شامل ۷۹/۶ درصد مرد و ۲۰/۴ درصد زن، از نظر سطح تحصیلات ۱۵/۸ درصد فوق دیپلم و کمتر، ۳۸/۸ درصد لیسانس، ۳۵/۴ درصد فوق-

---

1. Reliability  
 2. Cronbach's Alpha  
 3. Structural Equational Modeling (SEM)  
 4. Smart PLS

لیسانس و ۱۰ درصد دکتری، بر اساس سابقه حضور در بورس اوراق بهادار نیز ۳۷/۱ درصد کمتر از ۵ سال، ۴۵/۸ درصد بین ۵ تا ۱۰ سال و ۱۷/۱ درصد بیشتر از ۱۰ سال سابقه حضور در بورس اوراق بهادار است.

جدول ۲. فراوانی پاسخگویان از نظر جنسیت

جنسیت	فراوانی	درصد فراوانی	درصد فراوانی تجمعی
مرد	۱۹۱	۷۹٫۶	۷۹٫۶
زن	۴۹	۲۰٫۴	۱۰۰
کل	۲۴۰	۱۰۰	

جدول ۳. فراوانی پاسخگویان از نظر تحصیلات

تحصیلات	فراوانی	درصد فراوانی	درصد فراوانی تجمعی
کاردانی و پایین‌تر	۳۸	۱۵/۸	۱۵/۸
کارشناسی	۹۳	۳۸/۸	۵۴/۶
کارشناسی ارشد	۸۵	۳۵/۴	۹۰
دکتری	۲۴	۱۰	۱۰۰
کل	۲۴۰	۱۰۰	

جدول ۴. فراوانی پاسخگویان از نظر سابقه حضور در بورس

سن	فراوانی	درصد فراوانی	درصد فراوانی تجمعی
کمتر از ۵ سال	۸۹	۳۷/۱	۳۷/۱
۵ تا ۱۰ سال	۱۱۰	۴۵٫۸	۸۲/۹
بیش از ۱۰ سال	۴۱	۱۷٫۱	۱۰۰
کل	۲۴۰	۱۰۰	

خروجی حاصل از نرم‌افزار آماری در خصوص نرمال بودن توزیع متغیرهای روحیات بالا، روحیات پایین، دام‌های رفتاری احساسی، دام‌های رفتاری شناختی که در جدول ۵ نمایان است، نشان می‌دهد که در سطح معناداری ۵ درصد، فرض صفر رد شده و داده‌ها از توزیع نرمالی برخوردار می‌باشند. جهت بررسی برازش مدل مفهومی پژوهش، از برازش مدل اندازه‌گیری، برازش مدل ساختاری و برازش کلی مدل استفاده شده و به منظور بررسی پایایی مدل اندازه‌گیری پژوهش، به بررسی ضرایب بارهای عاملی، ضریب آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی پرداخته شده است. پس از تعیین روش تحلیل مناسب برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، ابتدا روابط بین روحیات سرمایه‌گذاران و متغیر دام‌های مالی رفتاری آن‌ها ترسیم و سپس آزمون‌های الگوی اندازه‌گیری انعکاسی از نظر شاخص‌های پایایی، روایی و کیفیت الگو بررسی شد. روایی الگوی اندازه‌گیری بر اساس شاخص AVE محاسبه شد. نتایج حاصل از بررسی اعتبار درونی نشان داد این شاخص (AVE) برای تمام متغیرهای پژوهش بیشتر از ۰/۵ است؛ بنابراین الگو، اعتبار درونی مناسبی دارد. مقادیر بیشتر

از ۰/۷ پایایی مرکب و آلفای کرونباخ نیز نشان می‌دهد الگو، سازگاری درونی مناسبی دارد. با توجه به مقدار بدست آمده برای GOF به ۰/۸۲۹ برازش بسیار مناسب مدل کلی تأیید می‌شود. همچنین از آنجایی که شاخص CV Com برای کلیه متغیرها مثبت است، کیفیت الگوی اندازه‌گیری انعکاسی نیز اثبات می‌شود.

جدول ۵. نتیجه آزمون نرمال بودن متغیرها

ردیف	عامل	میانگین	انحراف معیار	سطح معنی داری	مقدار خطا	تایید فرضیه	نتیجه
۱	روحیات بالا	۴/۳۶	۰/۲۲	۰/۸۶۲	۰/۰۵	H <sub>0</sub>	نرمال است
۲	روحیات پایین	۴/۳۳	۰/۲۱	۰/۸۴۳	۰/۰۵	H <sub>0</sub>	نرمال است
۳	دام‌های رفتاری احساسی	۴/۱۲	۰/۱۷	۰/۷۸۳	۰/۰۵	H <sub>0</sub>	نرمال است
۴	دام‌های رفتاری شناختی	۴/۲۶	۰/۲۱	۰/۷۹۸	۰/۰۵	H <sub>0</sub>	نرمال است

برای بررسی کیفیت الگوی ساختاری از شاخص افزونگی (CV Red) استفاده شد. بیشتر از صفر بودن مقادیر این شاخص بیان می‌کند که الگو، توانایی پیش‌بینی دارد. با توجه به مقدار مثبت این شاخص می‌توان نتیجه گرفت الگو، کیفیت مطلوب و توانایی پیش‌بینی دارد. نتایج حاصل از آزمون کیفیت الگوی ساختاری بر اساس شاخص ضریب تعیین ( $R^2$ ) نیز نشان می‌دهد حدود ۰/۸۳۹ تغییرات میزان دام‌های مالی رفتاری سرمایه‌گذاران تحت تأثیر دو متغیر روحیات بالا و روحیات پایین است. یکی دیگر از شاخص‌های تأیید روابط در الگوی ساختاری، معنادار بودن ضرایب مسیر است. چنانچه این مقادیر بالای ۱/۹۶ در سطح اطمینان ۹۵ درصد باشد، آن رابطه یا فرضیه تأیید می‌شود.

ورود متغیر پنهان در مدلسازی باعث تولد معادلات ساختاری گردید. با توجه به اینکه این متغیر بصورت مستقیم قابل اندازه‌گیری نمی‌باشد، نیاز به دستگاه اندازه‌گیری جهت ارزیابی متغیر پنهان از جمله ملزومات غیرانکار استفاده از متغیر پنهان می‌باشد.

در کل با توجه به ماهیت رابطه میان متغیر پنهان و دستگاه اندازه‌گیری می‌توان به سه نوع تعریف در زمینه دستگاه متغیر پنهان اشاره نمود. اگر متغیر پنهان تنها به عنوان متغیر مستقل و متغیرهای دستگاه اندازه‌گیری به عنوان متغیرهای وابسته تلقی شوند به آن مدل انعکاسی گوئیم. در صورتی که متغیر پنهان تنها به عنوان متغیر وابسته و متغیرهای دستگاه اندازه‌گیری به عنوان متغیرهای مستقل تلقی شوند به آن مدل ایجاد می‌گوئیم، در نهایت در صورتی که متغیر پنهان

تواما نقش مستقل برای برخی از متغیرهای دستگاه و نقش وابسته برای برخی دیگر از متغیرهای دستگاه اندازه‌گیری را داشته باشد به آن مدل علیت چندگانه گوییم.

اینکه محقق کدامیک از این سه ساختار را برای متغیر پنهان خود در نظر بگیرد، در درجه اول بسته به پیشینه و نظر محقق و در درجه دوم به میزان همبستگی درونی میان متغیرهای دستگاه و یا به اصطلاح روایی همگرایی سوالات یک ابزار دارد. بنابراین به عنوان یک قاعده ساده می‌توان گفت اگر بین متغیرهای دستگاه اندازه‌گیری همبستگی بالا وجود داشته باشد می‌توان دو مدل انعکاسی و یا ایجادی را در نظر گرفت، اما با توجه به کاراتر بودن مدل انعکاسی، باید مدل انعکاسی را استفاده نمود اما در حالتی که همبستگی متغیرهای دستگاه اندازه‌گیری پایین باشند باید از مدل ایجادی استفاده نمود. در صورتی که برخی از متغیرهای دستگاه اندازه‌گیری دارای همبستگی بالا و برخی همبستگی پایین باشند می‌توان از مدل علیت چندگانه استفاده نمود. در این پژوهش با توجه به وجود متغیرهای پنهان (روحیات بالا، روحیات پایین و دام‌های مالی رفتاری)، همبستگی بالا بین متغیرهای دستگاه اندازه‌گیری و کاراتر بودن مدل انعکاسی، از این مدل استفاده شده است [۱۹].

با توجه به نتایج مشاهده شده در آزمون‌های معادلات ساختاری، مقدار این ضریب بین دام‌های مالی رفتاری و دو حالت روحی مدنظر سرمایه‌گذاران در این پژوهش بیشتر از  $1/96$  در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. از آنجایی که سطح معنی داری ضریب مسیر برای کلیه فرضیه‌های پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد، کمتر از  $0/05$  است، کلیه فرضیه‌های پژوهش تأیید می‌شود. علاوه بر این، با توجه به علامت ضرایب مسیر می‌توان نتیجه گرفت روحیات بالا و روحیات پایین رابطه مستقیم با دام‌های مالی رفتاری دارد. همچنین بزرگی این ضریب نیز نشان می‌دهد دام‌های مالی رفتاری بیشتر از همه متأثر از روحیات بالا است.

## ۵. بحث و نتیجه‌گیری

در بررسی‌های انجام شده، پژوهش مشابهی با موضوع تأثیر حالت‌های روحی بر دام‌های مالی رفتاری سرمایه‌گذاران یافت نشد؛ اما با تأیید فرضیه‌های این مطالعه، بار دیگر نتایج به دست آمده از پژوهش‌های پیشین را مبنی بر تأثیر عوامل روان‌شناسی سرمایه‌گذاران در تصمیم‌های آن‌ها به اثبات رساند؛ روحیات پایین بر دام‌های مالی رفتاری سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است. این نتیجه نیز با نتایج پژوهش هینوجوسا و همکارانش (۲۰۱۷) مطابقت دارد. آن‌ها دریافتند روحیه منفی بر کلمه اثر می‌گذارد. و همچنین روحیات بالا بر دام‌های مالی رفتاری سرمایه‌گذاران با توجه به پژوهش جینگ و همکاران (۲۰۱۷) با عنوان اثرات تعاملی عطر و طعم تلخ و خلق‌وخو (روحیات) بر تصمیم به صرف یا صرفه‌جویی در پول، تأثیرگذار است. دام رفتاری دگرگون‌گریزی، بیش‌ترین امتیاز را آورده است. همچنین دام‌های مالی رفتاری بیشتر از همه متأثر از روحیات بالا است.

این پژوهش با بررسی وجود یا نبود ارتباط حالات روحی با دام‌های مالی رفتاری سرمایه‌گذاران در پی یافتن پاسخ این پرسش است که:

آیا حالت‌های روحی بر دام‌های مالی رفتاری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد؟ در این راستا، ابتدا متغیرهای هر بخش مشخص و سپس الگوی پژوهش طراحی شد. پس از طراحی الگو و جمع‌آوری اطلاعات لازم با پرسشنامه، تاثیر هر یک از ابعاد پژوهش بررسی شد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از معادلات ساختاری مبتنی بر واریانس با استفاده از روش حداقل مربعات جزئی و برای تجزیه تحلیل داده‌ها از نرم‌افزارهای اسپاس/اس و اسمارت‌پی‌ال‌اس استفاده شد. یافته‌ها نشان داد ضریب اثرگذاری مسیر (t) برای تمام فرضیه‌های پژوهش معنی‌دار است. و بدین ترتیب، کلیه فرضیه‌های پژوهش تایید شد؛ از این رو، بر اساس نظر سایمون، چنین می‌توان نتیجه‌گیری کرد که افراد در بازار سرمایه کاملاً به صورت عقلایی رفتار نمی‌کنند و عوامل روان‌شناختی و حالات روحی سرمایه‌گذاران، تصمیم‌های آن‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد [۲۴]. بنابراین سرمایه‌گذاران باید با درک این واقعیت سعی کنند از سازوکارهایی برای کنترل رفتارها و تصمیم‌های غیرعقلایی خود استفاده کنند و با توجه به حالت‌های روحی خود در زمان سرمایه‌گذاری به اتخاذ تصمیم‌های صحیح و مناسب اقدام کنند.

#### ۶. پیشنهادها و محدودیت‌ها

سازمان‌ها و شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نیز باید با ارایه‌ی تصویر مناسب‌تری از شرایط خویش به جذب سرمایه‌گذاران فعال در بورس اوراق بهادار اقدام کنند تا به دستاوردهای بهتری در زمینه جذب سرمایه‌های سرگردان در بورس دست یابند. همچنین سرمایه‌گذاران با در نظر گرفتن نقطه ضعف خود و رعایت اصل تنوع‌بخشی، سبد سهام بهینه‌ای از لحاظ ریسک تشکیل دهند و با توجه به تحلیل‌های ارایه شده در بازار سهام ضمن پیش‌گیری از آسیب‌های احتمالی رفتارهای توده وار بازار، فرصت‌های سودآوری ایجاد شده ناشی از ظاهریابی برخی سرمایه‌گذاران را تشخیص دهند و در اتخاذ تصمیم‌های مناسب از آن استفاده کنند و با محدود کردن پیامدهای ناشی از سرمایه‌گذاری در شرایط روحی نامناسب از جمله در شرایط عصبانیت یا بی‌قراری روحی و .... در راستای کاهش هزینه معامله‌ها و افزایش بازده خود بکوشند، در این راستا پیشنهادهای کاربردی بر اساس فرضیات ارائه می‌شود.

پیشنهاد ناشی از فرضیه ۱: افرادی که روحیه بالایی دارند افراد ریسک‌پذیری هستند و تمایل به سرمایه‌گذاری بیشتر در بورس دارند و اغلب به دلیل موفق بودن در معاملات خود ریسک‌پذیری در آن‌ها بیشتر می‌شود. اما نباید به تورش‌های غیرعقلانی تکیه کرد زیرا باعث می‌شود سرمایه‌گذاران به سمت صف‌های خرید یا فروش کشیده شوند و حرکت گله‌ای رخ دهد. زیرا تورش‌ها ریشه در بینش و عواطف ناگهانی داشته و اصلاح آن‌ها به سهولت مقدور نمی‌باشد. پیشنهاد ناشی

از فرضیه ۲: تصمیم‌گیری‌های منطقی و عقلایی می‌تواند بخش مهمی از تصمیمات سرمایه‌گذاران باشد. بنابراین، پذیرش خطاهای رفتاری و رفتارهای غیرمنطقی بخشی از واقعیت بازار سهام است. پژوهشگران و مسوولان می‌توانند با ارائه راهکارهایی از میزان خطاها در تصمیم‌گیری کاسته و با توسعه بیشتر نهادهای مالی و افزایش شفافیت بازارها و تقویت قوانین، مقررات و دستورالعمل‌ها و افزایش ابزارهای مالی، به افزایش وزن تصمیم‌گیری عقلایی کمک کنند. پیشنهاد ناشی از فرضیه ۳: تورش‌های کوتاه‌نگری و بهینه‌بینی از نوع رفتار احساسی است و چون از شهود و انگیزش نشأت می‌گیرند، بنابراین تصحیح آن‌ها در مقایسه با نوع شناختی مشکل‌تر است؛ ولی در مجموع، یکی از بهترین راه‌ها برای جلوگیری از سوگیری‌هایی که تصمیمات افراد را تحت تأثیر قرار می‌دهد، این است که تا حد امکان از آن بخش مغز استفاده شود که مرکز منطق و استدلال است. موفقیت در سرمایه‌گذاری در نهایت، نصیب افرادی می‌شود که می‌توانند بر این چالش‌های روانی روزانه غلبه کرده و همواره دیدگاه بلندمدتی داشته باشند. پیشنهاد ناشی از فرضیه ۴: منشأ تمایلات شناختی، استدلال نادرست است. برای پیشبرد بهتر سیاست‌ها لازم است در جهت کارآمد کردن بازارهای مالی و بورسی کشور، موانع پیشروی سرمایه‌گذاران و خطاهای ادراکی موثر بر رفتار آنان شناخته و رفع شود.

### پیشنهاد‌های پژوهش‌های آتی

- بررسی میزان اثرپذیری عوامل عقلایی از عوامل رفتاری، و تأثیرگذاری آن بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران
- به طور کلی نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که ویژگی‌های شخصیتی بر رفتار معاملاتی افراد تأثیرگذار است، بنابراین پیشنهاد می‌شود برای تحلیل کامل‌تر رفتار و عملکرد سرمایه‌گذاران، سایر ویژگی‌های رفتاری آنان، از جمله ریسک‌پذیری، سوگیری‌های رفتاری و ... به کار گرفته شود.
- با توجه به اینکه روحیات زنان و مردان متفاوت است، پیشنهاد می‌شود که این پژوهش را با در نظر گرفتن حالات روحی زنان و مردان مورد بررسی قرار داد و نتایج حاصل از پژوهش را با هم مقایسه کرد.

### محدودیت‌های پژوهش

- محدودیت‌های ابزار سنجش و کمی کردن نکات کیفی مرتبط با سوالات پژوهش. نقص اطلاعات در بانک اطلاعاتی مراکز علمی و دانشگاهی که حدود دستیابی به اطلاعات صحیح را برای هر پژوهشگری به مخاطره می‌اندازد.



- دقت پایین آزمودنی‌ها در تکمیل پرسشنامه‌ها به علت فرهنگ ضعیف در جامعه و نادیده گرفتن پژوهش‌های دانشجویی که بالطبع در نتیجه نهایی تاثیر دارد. البته این نقص با توضیحات محقق در هنگام توزیع پرسشنامه کمتر شد.
- این پژوهش بر مبنای نظر و پاسخ‌دهی ۲۴۰ نفر جمع‌آوری شده، لذا آنچه از این مهم حاصل شده تا حدودی کلی بوده و شاید این نتایج حاصل شده پاسخ‌گوی حقیقت امر نباشد.
- کوتاه بودن دوره نمونه‌گیری از جمله محدودیت‌های هر پژوهش دانشگاهی است، که دقت مطالعه را کاهش می‌دهد که پژوهش حاضر از این امر مستثنی نبوده است.
- مشکلات ناشی از توزیع پرسشنامه در میان آزمودنی‌ها شامل: عدم تمایل نمونه‌ها در تکمیل پرسشنامه‌ها، عدم آگاهی از انگیزه‌های روانی پاسخگویان و عدم مطالعه‌ای کامل و جامع در این خصوص.

## منابع

1. Amiri Nia, M. (2014). *The Emotion and Behavior of Speech*, Arasteh Publishing. (in Persian)
2. Assadi, G., Morshedi, F. (2019). Investigating the effect of Investor Sentiment on the stock price crash risk in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Management Perspective*, 9(25), 9-30. (in Persian).
3. Badri, A. (2009). Behavioral financial knowledge and asset management. Tehran, Kayhan. (in Persian)
4. Badri, A., & Shavakhi Zavareh, A. (2010). Reference points, stock prices and trading volume: Evidence from Tehran Stock Exchange, *Quarterly Journal of the Stock Exchange*, 12, 152-174. (in Persian)
5. Baraktin, M., Tavakoli, M., Rumi, H., Maroofi, M., & Salehi, M. (2007). Standardization, validity and validity of Yang Mania Scale. *Psychology*, 2, 150-166. (in Persian)
6. Barber, B.M., & Odean, T (2001). Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment. *The Quarterly journal of economics*, issue 1, 116, 261-292.
7. Beck, A.T., Brown, G., Steer, R.A., Eidelson, J.I., & Riskind, J.H. (1987). Differentiating anxiety and depression: A test of the cognitive content specificity hypothesis. *Journal of Abnormal Psychology*, 96(3), 179-183.
8. Borji Dolatabadi, E. (2008). paradigm governing the financial markets, *Journal of tadbir*, 191, 31-35. (in Persian)
9. Cooper, J.F, Gutierrez, A., & Marquis, R.J. (2005). Modeling the Effect of Behavioral Bias on Capital Market Stagnation Based on Interpretive-Structural Approach (ISM). *Journal of Financial Engineering and Securities Management*, 19, 111-130.
10. Craft, N., Gregory, B., & Terri, L. (1987). Cognitive Elements in the implementation of NewTechnology: Can Less information Provide More Benefits? *Management & Entrepreneurship*, 20, 99-110.
11. Davari, A., & Reza zadeh, A. (2014). *Structural Equation Modeling with PLS Software*, Printing turn: Second, University Jihad Publishing Organization. (in Persian)
12. Dobson, K.A., & Mohammad-khani, P. (2007). Psychometric coordinates of the Beck Depression Inventory 2 in a large sample of people with major depressive disorder, *Special issue of rehabilitation in mental illnesses and disorders*. 8(29), 80-86.
13. Dunn, J.T., Graves, J.R., & Odin, E. (2001). Investigating the behavioral biases of investors in Tehran Stock Exchange based on structural equation model. *Financial Management Strategy*, 7, 113-133.
14. Fengyan, C., Zhiyong, Y., Robert, S., Wyer, J.r., & Jing, A. (2017). The Interactive effects of bitter flavor and mood on the decision to spend or save money. *Journal of Experimental Social Psychology*, 70, 48-58.
15. Festinger, L. (1957). *A Theory of Cognitive Dissonance*. California: Stanford University Press.
16. Fisher, K.L., & Statman, M. (2000). Investor Sentiment and Stock Returns, *Financial Analysts Journal (FAJ)*, 56(2), 16-23.
17. Flannery, D.J. (2004). Initial Behavior Outcomes for the Peace Builders Universal School-Based Violence Prevention Program, *Developmental Psychology*, 39 (2), 292-308.

18. Ghanae, Z., Farahani, M.N., Abdolahi, M.H., & Shokri, O. (2004). The effect of cognitive fatigue and emotional intelligence on solving cognitive problems. *Cognitive Science News*, 6 (3 , 4), 63-74. (in Persian)
19. Gholami Fesharaki, M. (2018). Structural Equation Model and Its Application in Psychological Studies: A Review Study. *Journal of Clinical Psychology and Personality*, 16, 253-265. (in Persian)
20. Graham, J., Harvey, C., & Rajgopal, S. (2011). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40 (3), 3-73.
21. Hassnavand, R. (2016). Weighing and Identifying Investors' Behavioral Strokes in the Stock Market. *5th International Conference on Accounting and Management and 2nd Conference on Entrepreneurship and Open Innovation*, Pages: 7. (in Persian)
22. Hinojosa, J.A., Fernández, U., Folgueiras, J., Alberta, G., Santaniello, M.A., & Pozoa, A. (2017). Negative induced mood influences word production: An event related potentials study with a covert picture naming task. *Neuropsychologia*, 95, 227-239.
23. <https://fa.wikipedia.org>, Major depressive disorder, Free Encyclopedia
24. Islami Bidgoli, G.H., & Kordlouei, H. (2010). Behavioral finance, the transition from standard finance to neurofinas, *Journal of Financial Engineering and Securities Management (Portfolio Management)*, 1(1), 19-36. (in Persian)
25. Jami al-Ahmadi, M., & Razdar, M. (2014). Behavioral bias and its effect on investor decision making in the stock market. *New International Conference on Accounting Management and Economics. COI Code: MAEICN01\_020*. Pages: 6. (in Persian)
26. Kahneman, D., Slovic, P., & Tversky, A. (1982). Judgment under uncertainty: heuristic and biases, New York and Cambridge: Cambridge University Press.
27. Kahneman, D., Knetsch, J.L., & Thaler, R.H. (1990). Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem. *Journal of Political Economy*, 98(6), 1325-1348.
28. Kahneman, D., & Tversky, A. (1984). Modeling the Effect of Behavioral Bias on Capital Market Stagnation Based on Interpretive-Structural Approach (ISM). *Journal of Financial Engineering and Securities Management*, 19, 111-130.
29. Khaki, Gh. Research method, Descriptive survey research method, reflection publication. (2012). (in Persian)
30. List. (2003). Modeling the Effect of Behavioral Bias on Capital Market Stagnation Based on Interpretive-Structural Approach (ISM). *Journal of Financial Engineering and Securities Management*, 19, 111-130.
31. Lutz, B., & Mann, K. (2004). Modeling the Effect of Behavioral Bias on Capital Market Stagnation Based on Interpretive-Structural Approach (ISM). *Journal of Financial Engineering and Securities Management*, 19, 111-130.
32. Masoudi, H. (2012). Lisrel training in a few minutes, Success in personal life, grouping: Software training, design software, Nilbook.
33. Montier, J. (2002). The effect of behavioral factors and the reflection of latency bias on investors' trading behavior. *Accounting and Auditing Studies, Fourth Year, No. 14*. Pages: 21.
34. Montier, J. (2003). Irrational Pessimism and the Road to Revulsion, research report, Dresdner Kleinwort Wastein.
35. Parhizgar, M.M., & Aghajani Afrooz, A.A. (2012). Advanced Research Methodology in Management with Applied Approach, Master of Management, Payam Noor university. (in Persian)

36. Pashootanzadeh, H., Ranaei Kordshouli, H., Abbasi, A., Moosavihaghighi, M. (2020). Simulation the Model of Effects of Behavioral and Macroeconomic Factors on the Tehran Stock Exchange Index with Using System Dynamics Approach. *Journal of Financial Management Perspective*, 10(29), 89-124. (in Persian).
37. Pompian, M.M., Badri, A translation. (2015). Behavioral Finance & Wealth Management, Kayhan Publishing Company. (in Persian)
38. Pompian, M.M. (2006). Behavioral biases, abnormal trading volume and unusual stock returns, *Asset Management and Financing*, 4, 96-81.
39. Rahnamai Rudposhti, F., Hibati, F., & Mousavi, R. (2003). Investigating the Mathematical Pattern of Selecting Investment Portfolio Based of Behavioral Finance, *Journal of Financial Engineering and Securities Management*. 3(12), 17-37. (in Persian)
40. Rahnamai Rudposhti, F., & Tajmir Riahi, H. (2014). Modeling the Effect of Behavioral Bias on Capital Market Stagnation Based on Interpretive-Structural Approach (ISM). *Journal of Financial Engineering and Securities Management*, 19, 111-130. (in Persian)
41. Santa-Clara, P., & Valkanov, R. (2003). Modeling the Effect of Behavioral Bias on Capital Market Stagnation Based on Interpretive-Structural Approach (ISM). *Journal of Financial Engineering and Securities Management*, 19, 111-130.
42. Seyed-Abaszadeh, M.M, Pashoy, G.H., Khezri-Azar, H., & Amani, J. (2018). Introduction to structural equation modeling by PLS method and its application in behavioral sciences, printing turn: 1, Urmia University Press. (in Persian)
43. Shahrabadi, A., & Yousefi, R., (2007). *Introduction to Behavioral Finance, Stock Exchange Monthly*, 69, 51-70. (in Persian)
44. Shefrin, H.J., & Statman, M. (1984). The Disposition to Sell Winners too early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence, *The Journal of Finance*, 40, 777-790.
45. Tajmir Riahi, H., & Dejdard, M. (2017). Ranking Investors' Behavioral Influences against Important Political News and Rumors with Emphasis on Nuclear Negotiation Period, *Investment knowledge*. 6(24), 1-20. (in Persian)
46. Tekce, B., Yilmaz, N., & Bildik, R. (2016). What Factors Affect Behavioral Biases? Evidence from Turkish Individual stock Investors. *Research in International Business and Finance*, 37, 515-526.
47. Thaler, R.H., & Benartzi, S. (2004). Modeling the Effect of Behavioral Bias on Capital Market Stagnation Based on Interpretive-Structural Approach (ISM). *Journal of Financial Engineering and Securities Management*, 19, 111-130.
48. Thaler, R.H., & Benartzi, S. (2004). Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving. *Journal of Political Economy*, 112(1), 64-87.
49. Vartanian, O., Fraser, B., Saunders, D., Suurd Ralph, C., Harris, R.L., Morgan, C.A., & Cheung, B. (2018). Changes in mood, fatigue, sleep, cognitive performance and stress hormones among instructors conducting stressful military captivity survival training. *Physiology & Behavior*, 194, 137-143.
50. Young, R.C., Biggs, J.T., Ziegler, V.E., & Meyer, D.A. (1978). Young Mania Rating Scale (YMRS) In: Handbook of Psychiatric Measures. Washington, DC: American Psychiatric.