



جغرافیا و روابط انسانی، پاییز ۱۳۹۹، دوره ۳، شماره ۲

## مروری بر منشا رفتار احساسی سرمایه گذاران و تاثیرات آن بر بازار بورس

نرگس آذر بویه

حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، ایران، ساری

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۶/۱۶

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۶/۲۵

### چکیده

در تئوری مالی سنتی فرض بر این است که سرمایه گذاران رفتار عقلایی دارند و با در دسترس داشتن منابع اطلاعاتی به دنبال حداکثر ساختن مطلوبیت مورد انتظار اند در حالی که دیدگاه مالی رفتاری حاکی از آن است که رفتار سرمایه گذاران، در گرو قضاوت ها، گرایش های احساسی و منابع اطلاعاتی غیر رسمی قرار می گیرد. همچنین مطالعات بسیاری نشانگر آن اند که رفتار احساسی سرمایه گذاران بر بازار بورس تاثیر گذار است. در پژوهش پیش رو، با مرور نظام مند مطالعات پیشین، تعداد ۴۵ مقاله و پژوهش بر اساس سه معیار ثبت در نشریات معتبر، ثبت یافته های مورد انتظار و کامل بودن پژوهش مورد مطالعه و بررسی قرار گرفته اند. جستجوی نظام مند مطالعات پیشین حاکی از آن است که گروه های فرهنگی، گروه های موثر در بازار سهام (شفافیت، کارایی، گروه های پیشرو و...) و گروه های موثر در موسسات مالی بر رفتار احساسی سرمایه گذاران موثر اند. همچنین رفتار و گرایش احساسی سرمایه گذاران منجر به تغییر بازدهی های سری زمانی، مشوش شدن جو بازار و بی نظمی بازار، تغییر در الگوهای قیمت گذاری و قیمت سهام و کاهش سطح اعتماد به منابع خبرگزاری رسمی می شود.

کلمات کلیدی: رفتار احساسی، سرمایه گذاران بورس، بازار بورس

## مقدمه

یکی از موارد مهم و تاثیرگذار در حیات بازار های مالی، رفتار سرمایه گذاران است. شناخت فرآیند تصمیم گیری مشارکت کنندگان در بورس همواره موضوعی مهم برای مشارکت کنندگان و سرمایه گذاران در بورس بوده است. در اکثر کشورها محققان تلاش های قابل توجهی جهت مطالعه و درک رفتار سرمایه گذاری مشارکت کنندگان بازار و تاثیر این عوامل بر قیمت اوراق بهادار داشته اند، چرا که رفتارهایی که بر تصمیمات سرمایه گذاری مشارکت کنندگان در بازار تاثیر می گذارند از اهمیت ویژه ای برخوردارند.

الگوهای سنتی قیمت گذاری از یک معادله ی استاندارد قیمت گذاری بهره می برند. این معادله از حداکثر سازی سود مشتق شده است و صرفاً بر پایه ی ریسک است. سرمایه گذاران با استفاده از اطلاعات منتشر شده توسط شرکت و پیش بینی های منطقی خود از این اطلاعات، تصمیم های عقلایی می گیرند و گرایش های احساسی و سوگیری ها، هیچ نقشی را در تصمیم گیری ها ایفا نمی کنند. چنین الگوهایی نهایتاً منجر به نادیده گرفتن ابعاد رفتاری سرمایه گذاران می شوند (کیم و همکاران، ۲۰۱۶). مطالعات جدید نشان می دهند تصمیمات سرمایه گذاران تنها بر پایه ارزیابی شناختی و خروجی مورد انتظار نیست بلکه رفتار های هنجاری سایرین، تعاملات اجتماعی، رفتار های احساسی و احتمالات ذهنی جمعی نیز بر رفتار سرمایه گذاران موثر است (نسبت و روس، ۱۹۸۰). یکی از مطالعاتی که در این زمینه به سرعت گسترش یافته، ادغام نظریه های اقتصادی با نظریه های رایج روانشناسی بود که تحت عنوان مالی رفتاری مطرح گردید (زنجیردار و خجسته، ۱۳۹۵: ۲). در این راستا مطالعات نیز بیانگر آن اند که رفتار احساسی سرمایه گذاران بر قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای موثر اند. در واقع دیدگاه مالی رفتاری حاکی از آن است که برخی از تغییرات قیمتی در بازار، هیچ گونه دلیل بنیادینی نداشته است و گرایش احساسی سرمایه گذاران نقش مهمی در نوسانات قیمت بازار دارد (کیم و ها، ۲۰۱۰). در حقیقت، فعل و انفعال پویا بین معامله گران اختلال زا و آربیتراژ گران منطقی قیمتها را شکل می دهد و اگر یک سهام معامله گرهای اختلال زای بیشتر و یا معامله گرهای منطقی کم تری داشته باشد نوسانات قیمتی آن چشمگیر است (میچن، ۲۰۱۰).

نظریه مالی رفتاری، بیانگر دو فرض اساسی است: اولین فرض این است که سرمایه گذاران تحت تاثیر گرایش های احساسی خود تصمیم می گیرند. در اینجا گرایش احساسی به صورت اعتقاد به جریانهای نقدی آتی و

<sup>1</sup> Nesbett and ross

<sup>2</sup> kim & Ha

<sup>3</sup> Mei-Chen

ریسک های سرمایه گذاری تعریف شده که این اعتقاد توسط حقایق در دسترس ایجاد نشده است. دومین فرض این است که آربیتراژ در برابر سرمایه گذاران احساسی پر ریسک و پر هزینه است. بنابراین سرمایه گذاران منطقی یا آربیتراژرها در برگرداندن قیمتها به قیمت بنیادی، پرتکاپو نیستند. نظریه مالی رفتاری مدرن اعتقاد دارد که محدودیت هایی برای آربیتراژ وجود دارد (حیدری و همکاران، ۱۳۹۱: ۱۳). احساس حالت روانشناختی و فیزیولوژیکی در نتیجه تعامل با شیء، شخص یا واقعه است (اشکاناسی، هارتل و داوس، ۲۰۰۲)؛ تغییر ترجیحات ریسک، رسانه، اجتماع، خطای پیوستگی و خطای غلبه و مواردی از این قبیل، احساس افراد را تحت تأثیر قرار می دهد. احساس بعد از پردازش به ادراک تبدیل میشود، اما همیشه آنچه درک میشود با واقعیت منطبق نیست، زیرا عوامل زیادی در آن دخیل است.

در بازارهای نوظهور، کمیابی اطلاعات و به موقع و دقیق نبودن اطلاعات در مورد یک شرکت خاص و همچنین اثرگذاری عوامل سیاسی و اقتصادی کلان بر بازارهای مالی سبب تمرکز سرمایه گذاران بر رفتار سایر سرمایه گذاران و پیروی از آنها و در نتیجه شکل گیری رفتار تودهوار در این بازارها میشود. بنابراین با توجه به نقش کلیدی بازار سرمایه در اقتصاد کلان کشور، بررسی رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران در خصوص تمایل آنها به تقلید از اعمال دیگران یا به عبارتی شکلگیری رفتار تودهوار بسیار ضروری است. با حاکمیت پارادایم مالی رفتاری و به چالش کشیده شدن تئوریهای مالی استاندارد، به دلیل ناتوانی آنها در تبیین ناهنجاریهای مشاهده شده در بازار سرمایه، مطالعه و پژوهش درباره موضوعهای رفتاری و روانی سرمایه گذاران اهمیت خاصی یافته است؛ چرا که به اعتقاد کارشناسان و صاحب نظران این حوزه، عامل اصلی بروز این قبیل ناهنجاریها در بازار سرمایه مسائل رفتاری و روانی سرمایه گذاران است. رفتارهای مختلف سرمایه گذاران که به نوعی می تواند عملکرد بازار و کارایی آن را تحت تأثیر قرار دهد و در نتیجه تأثیر به سزایی بر بازده سهام داشته باشد، مطالعه و بررسی علمی میگردد.

رفتار جمعی<sup>۱</sup> به عنوان نوعی تورش رفتاری منشأ بروز و پیدایش ناهنجاریهای متعددی از قبیل: حباب و سقوط قیمتها و شکل گیری نوسانهای شدید در بازار و در نهایت عدم کارایی در بازار سرمایه به حساب آید. به این دلیل ضروری است که رفتار تودهوار در بین سرمایهگذاران بررسی شود تا بتوانیم از بروز این ناهنجاریها جلوگیری کنیم (محمدی و همکاران، ۱۳۸۹).

<sup>1</sup> *Collective behavior*

رفتار جمعی آگاهانه، انتخاب آگاهانه نادیده گرفتن اطلاعات و تحلیل های شخصی و تبعیت و تقلید از رفتار جمع یا بازار میباشد. در واقع، افراد در زمان نمایش رفتار جمعی آگاهانه ممکن است بنا به دلایلی اقدام به تبعیت از تصمیمات دیگران نمایند. این نوع رفتار جمعی پدیدهای نامطلوب به شمار می آید که میتواند با بروز اختلال در بازارهای مالی، قیمتهای بازار را از ارزش ذاتی اوراق منحرف کرده و کارایی بازار را مخدوش نماید. پژوهشگران دلایل متعدد و متفاوتی را برشمرده اند که چرایی رفتار جمعی آگاهانه را توضیح میدهد. از آن جمله میتوان به اطلاعات ناقص و عدم دسترسی به منابع اطلاعاتی، علاقه به کسب شهرت در میان مدیران سرمایه گذاری کم تجربه و ساختاربرنامه های تشویقی مدیران سرمایه گذاری را برشمرده (مازار یزدی و همکاران، ۱۳۹۲: ۳).

گرایش احساسی عبارت است از "حاشیه میزان خوشبینی و بدبینی سهامداران نسبت به یک سهام" (کیم و ها، ۲۰۱۰). روش های اندازه گیری گرایش های احساسی سرمایه گذاران را می توان به سه دسته تقسیم کرد: اولین گروه از شاخصهای اندازه گیری گرایش های احساسی سرمایه گزاران مبتنی بر روش های پیمایشی بوده و بطور مستقیم گرایش های احساسی بازار را اندازه گیری میکند. از این گروه می توان به شاخص تمایلات مصرف کنندگان میثیگان اشاره کرد. در نقطه مقابل روش های مستقیم، روش های غیر مستقیم قرار دارد که برای اندازه گیری گرایش های احساسی سرمایه گذاران از داده های مالی بهره می گیرند. با مطالعه منشا رفتاری سرمایه گذاران، میتوان از طریق شناسایی ویژگی های شخصیتی و انحرافات رفتاری سرمایه گذاران و ارائه برنامه ای که تأثیر این انحرافات را در مالی رفتاری کاهش می دهد، میزان انحراف از تصمیمات بلندمدت را کاهش داد (پمپین و لونگو، ۲۰۰۴) و به سرمایه گذاران برای دستیابی به اهداف مالی بلندمدت خود کمک کرد. بنابر اهمیت ذکر شده در پژوهش پیش رو به مرور نظام مند مطالعات پیشین در حوزه منشا رفتار احساسی سرمایه گذاران و تأثیرات آن بر بازار بورس پرداخته می شود.

### روش بررسی

روش مطالعه پیش رو، مرور نظام مند مطالعات و پژوهش های صورت گرفته در سال های پیشین است. به این ترتیب که مطالعات مربوط به منشا رفتار احساسی سرمایه گذاران و تأثیر رفتار احساسی آنان بر بازار بورس در بانک های اطلاعاتی فارسی و انگلیسی زبان جستجو شده و نتایج آن ها پس از بررسی و ثبت به مرحله تحریر درآمدند. جهت استفاده از مطالعات پیشین در این پژوهش، معیارهایی چون: ثبت در نشریات معتبر، ثبت یافته

های مورد انتظار و کامل بودن پژوهش در نظر گرفته است. نتایج مطالعاتی که دارای معیار های مورد نظر بوده اند، در قالب مفاهیم و مقولات گزارش شده اند.

### یافته های پژوهش

حاصل جستجوی نظام مند منشا رفتار احساسی و تاثیر آن بر بازار بورس ۴۵ مقاله است که بر اساس معیار های بیان شده به تعدادی از آن ها اشاره می شود.

ژو و نیو (۲۰۱۶) طی پژوهشی به این نتیجه رسیدند که رفتار احساسی سرمایه گذاران، رشد عایدات مورد انتظار را تغییر می دهد. به علاوه نتایج حاکی از آن است که رفتار احساسی سرمایه گذاران، بر قیمت سهام تاثیر معناداری دارد. کرنل و همکاران (۲۰۱۴) بر این عقیده اند که تحلیل گران سهام هنگامی که احساسات مثبت بالایی داشته باشند، تمایل بالاتری بر خرید سهام ها دارند. همچنین بیکر و وارگلر (۲۰۰۷) به این نتیجه رسیدند که احساسات سرمایه گذاران تاثیرات مقطعی متنوعی را بر قیمت سهام دارند. عسگری و همکاران (۱۳۹۴) به این نتیجه رسیدند که رفتار احساسی سرمایه گذاران، بر رابطه میان اقلام تعهدی اختیاری و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری دارد. نیک بخت و همکاران (۱۳۹۵) طی پژوهشی با عنوان بررسی تاثیر رفتار احساسی سرمایه گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام، به این نتیجه رسیده اند که رفتار احساسی سرمایه گذاران، رشد عایدات مورد انتظار را تغییر می دهد. همچنین اطلاعات حسابداری که میزان اعتماد کمتری دارند تاثیرات نامتقارنی را بر قیمت سهام دارند. کاردان و همکاران (۱۳۹۶) طی پژوهشی با عنوان نقش تمایلات رفتاری سرمایه گذاران در ارزش گذاری شرکت، به بررسی تاثیر احساسات و تمایلات رفتاری سرمایه گذاران بر قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای پرداخته اند بر اساس نتایج این پژوهش احساسات مثبت نسبت به احساسات منفی، تاثیرات متمایزی در قیمت گذاری دارایی ها دارند. نیکو مرام و سعیدی (۱۳۸۸) طی مقاله ای با عنوان اندازه گیری عکس العمل رفتاری سرمایه گذاران در بازار سهام به بررسی تاثیر احساسات بر تصمیم گیری سرمایه داران پرداخته اند. همچنین حیدرپور و همکاران (۱۳۹۱) طی مقاله ای با عنوان تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام، به این نتیجه رسیده اند که میان گرایش های احساسی سرمایه داران با بازده سهام شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد. لینگ و همکاران (۲۰۱۰) ارتباط مثبتی بین گرایش احساسی سرمایه گذار و بازده های ۳ ماهه بعدی در دو بازار واقعی خصوصی و عمومی پیدا کردند. زنجیردار و خجسته (۱۳۹۵) در مقاله ای تحت عنوان تاثیر رفتار توده وار سرمایه گذاران نهادی بر

<sup>1</sup> Ling & Et.al

بازده سهام به بررسی رفتار توده ای سهام داران و بازده سهام ها پرداخته اند، نتایج حاکی از آن است که بین رفتار توده وار سرمایه گذاران و بازده سهام ارتباط معناداری وجود دارد و این رابطه در شرکت های بزرگ بیشتر از شرکت های کوچک و در شرکت های با اهرم مالی بالا بیشتر از شرکت های با اهرم مالی پایین است. مازار یزدی و همکاران (۱۳۹۲) در مقاله ای با عنوان آزمون تجربی رفتار جمعی سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی تاثیر رفتار جمعی سرمایه گذاران در بازار بورس پرداخته اند بر این اساس سرمایه گذاران غالباً از استقلال عمل در اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری برخوردار نبوده و تبعیت از تصمیمات دیگران را به اتخاذ رویکرد مستقل ترجیح می دهند که به معنی تأیید پدیده رفتار جمعی در بورس اوراق بهادار تهران میباشد. افزون بر آن، ارزیابی توان مقایسه ای مدل های مختلف نشان میدهد مدل مبتنی بر بتا در مقایسه با مدل های مبتنی بر پراکندگی بازده از توان توضیح دهندگی بالاتری در تبیین پدیده رفتار جمعی برخوردار است. اسلامی بیدگلی و شهریاری (۱۳۸۵) با استفاده از مدل CH و CCK رفتار جمعی سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی و آزمون قرار داده اند. طبق نتایج مطالعه رفتار جمعی در دوران رونق در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد، ولی شواهدی در تأیید این پدیده در زمان رکود بازار وجود دارد. خوش طینت نیز به بررسی اثرهای ارائه صورتهای مالی بر قضاوت سرمایه گذاران در تصمیمات سرمایه گذاری پرداخته است. در این پژوهش که ۱۱۴ سرمایه گذار بورس اوراق بهادار تهران مشارکت داده شده اند، اثرهای توان تجزیه و تحلیل و قضاوت ذهنی آن ها در سرمایه گذاری های انجام شده بررسی شده است. نتایج این پژوهش نشان داد که استفاده از اطلاعات حسابداری مالی میتواند در فرآیند پیش بینی، تعصبات داوری را کاهش دهد. همچنین آموزش و نحوه استفاده از صورتهای مالی، اعتماد و اتکا به صورتهای مالی را در تصمیم گیری افزایش خواهد داد. همچنین خلیلی عراقی و همکاران به بررسی تفاوت های رفتاری بین سرمایه گذاران حقیقی و حقوقی بعد از تعطیلات هفتگی پرداخته اند، نتایج این تحقیق در سطح اطمینان مورد نظر حاکی از آن است که تعطیلات بر رفتار سرمایه گذاران حقیقی و حقوقی تأثیر میگذارد، هرچند که این تأثیر از جهات متضاد بر طرفین وارد می شود. حجم معاملات خرید و فروش سهام سرمایه گذاران حقیقی بعد از تعطیلات افزایش می یابد. اما در آن سوی دیگر سرمایه گذاران حقوقی فعالیت میکنند که حجم معاملاتی خرید و فروش سهام آنها بعد از تعطیلات کاهش می یابد و در ضمن محقق دریافت که حجم معاملات سرمایه گذاران حقوقی در مجموع بیشتر از حجم معاملات سرمایه گذاران حقیقی است. زیرا سهم بیشتری از مبادلات مالی بورس به این نوع از سرمایه گذاران اختصاص دارد. همچنین باغدارم (۱۳۹۰) طی پژوهشی با عنوان "بررسی عوامل مالی رفتاری موثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی و تبیین عوامل مالی موثر در رفتار سرمایه

گذاران پرداخته است؛ به این منظور تعداد ۱۰۰ نفر از سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه، به روش تصادفی انتخاب و داده های مورد نیاز با استفاده از پرسشنامه جمع آوری شده است. عوامل مالی رفتاری که در این پژوهش مورد آزمون قرار گرفت عبارتند از: (اطمینان بیش از حد)، (تشدید تعهد)، (رفتار توده وار). محقق در این پژوهش با استفاده از روش آزمون تی استیودنت به تجزیه و تحلیل داده ها و یافته های پژوهش پرداخته است. یافته های این تحقیق حاکی از آن است که رفتار توده وار در تصمیمات سرمایه گذاران موثر می باشد. جلیلونند و همکاران (۱۳۹۵) نیز در مقاله ای با عنوان " شواهد اخیر از رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران: شواهد اولیه و بینش آینده" به مطالعه شواهد مقدماتی از تمرکز بر رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران در قالب برنامه جامع مطالعاتی پرداخته اند.

به طور کلی در یک تقسیم بندی عوامل موثر در تصمیم گیری سرمایه گذاران را به شرح زیر می توان دسته بندی کرد.

گروه موثر در بازار سهام	گروه موثر در موسسات مالی	گروه موثر در آموزش و فرهنگ
شفافیت بازار- کارآیی بازار- جو بازار- گروه های پیشرو- روند شاخص- شایعات- تجارب و اطلاعات پنهانی	صندوق های سرمایه گذاری- مشاوران سرمایه گذاری- شرکت های تحلیلگر	رسانه ها- فرهنگ- روش های شناخت سرمایه گذاری- آموزش سرمایه گذاری در مدارس و دانشگاه ها

منبع: وکیلی فرد و همکاران، ۱۳۹۲

همچنین در تقسیم بندی دیگری، می توان نتایج مرور مطالعات پیشین از عوامل موثر در رفتار احساسی و هنجاری سرمایه گذاران را در مقولات زیر تقسیم بندی کرد:

۱- عوامل سیاسی موثر در رفتار سرمایه گذاران: از مفاهیم مربوط به این مقوله می توان به مواردی چون اخبار تغییرات و تحولات سیاسی بین المللی، اخبار تحولات سیاسی و اظهار نظر مقامات سیاسی داخلی اشاره کرد.

۲- عوامل روانی موثر در رفتار سرمایه گذاران: تمایل به تائید اجتماعی، تمایل به تقلید اجتماعی، شایعات، اطلاعات شبکه های غیر رسمی و... از جمله مفاهیم گنجانیده شده در مقوله فوق اند.

۳- عوامل اقتصادی موثر در رفتار سرمایه گذاران: مطالعات پیشین حاکی از آن است که نرخ تورم، میزان نقدینگی، سرانه درآمد، سود حاصل از سرمایه گذاری در دیگر بخش ها و سرمایه های سرگردان از جمله موارد اقتصادی تاثیر گذار در رفتار سرمایه گذاران بازار بورس اند.

۴- عوامل سازمانی: روابط غیر رسمی مدیران بورس با سرمایه گذاران، مکانیزم های ذخیره سازی اطلاعات، حجم معاملات بورسی و ساختار های اطلاع رسانی از جمله مفاهیم گنجانیده شده در مقوله عوامل سازمانی اند.

در این مرحله از پژوهش پس از بررسی منشا رفتار احساسی سرمایه گذاران، به بررسی تاثیر رفتار احساسی توده وار سرمایه گذاران بر اساس مطالعات پیشین می پردازیم. تاثیر رفتار توده وار احساسی سرمایه گذاران بر این اساس در چند مفهوم قابل بررسی است.

تغییر اعتماد به اطلاعات ارائه شده در بازار: ژو و نیو (۲۰۱۶) بیان می کنند خوشبینی سرمایه گذاران باعث افزایش احساسات مثبت و در نتیجه رشد عایدات می شود. از میان مطالعات متفاوت داخلی نیز نیکبخت و همکاران به بررسی تاثیر رفتار احساسی سرمایه گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام پرداخته اند. نتایج تجربی پژوهش آنان نشان می دهد که رفتار احساسی سرمایه گذاران بر قیمت سهام موثر است. تقابل اطلاعات حسابداری و رفتار احساسی سرمایه گذاران قیمت سهام را در نوسانات بالای عایدات توضیح می دهد.

تغییر در الگوهای قیمت گذاری: در تئوری مالی سنتی گرایش احساسی سرمایه گذار هیچ نقشی در قیمت سهام، بازده تحقق یافته و بازده مورد انتظار ندارد اما دیدگاه مالی رفتاری نشان می دهد که سرمایه گذاران تحت تاثیر گرایش های

احساسی خود تصمیم میگیرند و آربیتراژگران منطقی، به علت ریسک بالا در برگرداندن قیمت ها به سطح بنیادی پرتکاپو نبوده و قیمت گذاری نادرست

اصلاح نخواهد شد. از این جهت گرایش احساسی، نقش مهمی در تعیین قیمت ها و تبیین بازده ایفامی کند. یکی از مطالعات حائز اهمیت در این حوزه مطالعه، مطالعه حیدرپور و همکاران (۱۳۹۱) با عنوان تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام است؛ در این مطالعه نتایج حاکی از وجود رابطه مثبت و معنی دار گرایش های احساسی سرمایه گذاران با بازده سهام شرکتهای دارای کمترین اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی می باشد.



تغییر بازدهی های سری زمانی: وو و همکاران (۲۰۱۰) ۷ برای اولین بار اثر روز هفته و بازده سهام را با گرایش احساسی سرمایه گذار مرتبط کردند. تخمین های تجربی حاکی از آن است که نقش اثر روز هفته بر بازده، مشابه نقش گرایش احساسی سرمایه گذار بر بازده است و متعلق به سهام هایی با ارزیابی ذهنی بالاست. به عنوان مثال سهام هایی با ارزش بازار پایین در زمانی که اثر روز هفته قوی تر است، بیشتر تحت تاثیر گرایش های احساسی قرار می گیرند. همچنین در این تحقیق، ارتباط بالایی بین گرایش احساسی و بازده کشف شد.

بی نظمی بازار سرمایه: در بازار سرمایه ایران نیز برخی تحقیقات مویید وجود تاثیر موضوع های روان شناختی در رفتار قیمت سهام است. از جمله در مطالعه ای به بررسی پدیده تجمع قیمتی در قیمت های پایانی بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. این پدیده یکی از بی نظمی های بازار سرمایه است که حاکی از سوگیری های روان شناسی یا گرایش به اعداد خاص در بازار است. از جمله این تحقیقات، پژوهش فدایی نژاد ۱۳۸۶ است. نتایج تحقیق در دو دوره زمانی سالهای ۷۷ تا ۸۰ و ۸۰ تا ۸۴ بر قیمت های پایان روز ۵۰ شرکت فعال در بورس تهران، وجود پدیده تجمع قیمتی را تایید می نماید. نتایج نشان می دهند در بورس اوراق بهادار تهران گرایش به معامله در عدد روند صفر بسیار شدید است و بعضی موارد گرایش به عدد ۵ و ۹ تا حدودی بیشتر از سایر اعداد است.

### بحث و نتیجه گیری

در تئوری مالی سنتی، رفتارها و گرایش های احساسی هیچ گونه نقشی در تعیین سهام و بازده مورد انتظار ندارند این در حالی است که دیدگاه مالی رفتاری بیان می کند سرمایه گذاران تحت تاثیر گرایش های احساسی خود تصمیم می گیرند و رفتارهای احساسی آنان تاثیرات مهمی را در بازار بر جای می گذارد.

در این مقاله به مرور منشا رفتار احساسی سرمایه گذاران و بررسی تاثیرات این گونه رفتارها در بازار بورس پرداخته شده است. در این راستا به بررسی مطالعات پیشین با توجه به سه معیار ثبت در نشریات معتبر، ثبت یافته های مورد انتظار و کامل بودن پژوهش پرداخته شده است. براین اساس گروه های فرهنگی، گروه های موثر در بازار سهام (شفافیت، کارایی، گروه های پیشرو و...) و گروه های موثر در موسسات مالی بر رفتار احساسی سرمایه گذاران موثر اند. همچنین می توان عوامل سیاسی، اقتصادی، روانی و اجتماعی را منشا رفتار های احساسی توده وار سرمایه گذاران بیان نمود. علاوه بر این مرور نظام مند مطالعات پیشین نشان می دهد رفتار احساسی سرمایه گذاران منجر به تغییر بازدهی های سری زمانی، مشوش شدن جو بازار و بی نظمی بازار،

<sup>1</sup> Wu & Et.al

تغییر در الگوهای قیمت گذاری و قیمت سهام و کاهش سطح اعتماد به منابع خبرگزاری رسمی می شود. با توجه به کمیت مطالعات صورت گرفته در حوزه عوامل موثر بر رفتار احساسی سرمایه گذاران، از جنبه اجتماعی و روانشناختی پیشنهاد می شود در مطالعات آتی، به بررسی منشا روانی و اجتماعی رفتار احساسی سرمایه گذاران پرداخته شود. به علاوه مطالعات پیشین حاکی از است که منابع و شبکه های اطلاع رسانی غیررسمی، تاثیر بیشتری را نسبت به منابع اطلاعاتی رسمی و سازمانی بر رفتار سرمایه گذاران دارند پیشنهاد می شود در مطالعات آتی به مطالعه نحوه، دلایل و کنترل اثر گذاری این منابع پرداخته شود.

## منابع

- باغدارم، فهیمه (۱۳۹۰) بررسی عوامل مالی رفتاری موثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، دانشگاه آزاد اسلامی
- حیدرپور، فرزانه، تاری یداله و مریم محرابی (۱۳۹۱)، تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار
- خوش طینت، محسن (۰۹۹۰) اثرات ارائه صورتهای مالی بر قضاوت سرمایه گذاران در تصمیمات سرمایه گذاری. مجله بررسیهای حسابداری و حسابرسی، ش ۲۴
- زنجیردار، محمد؛ خجسته صدف (۱۳۹۵)، تاثیر رفتار تودهوار سرمایه گذاران نهادی بر بازده سهام، سیاست های مالی و اقتصادی، سال چهارم، ش ۱۵ سال ششم، ش ۱۷
- کاردان، بهزاد؛ ودیعی، محمدحسین و محمد حسن ذوالفقار ارانی (۱۳۹۶)، نقش تمایلات رفتاری (احساسات و هیجانات) سرمایه گذاران در ارزشگذاری شرکت، مجله دانش حسابداری، دوره هشتم، ش ۴
- لیلی عراقی، مریم، رهنمای رود پستی، فریدون، جودکی، آرام (۱۳۸۸) بررسی تفاوت های رفتاری بین سرمایه گذاران حقیقی و حقوقی بعد از تعطیلات هفتگی. مجله پژوهش های مدیریت، شماره ۸۳
- مازار یزدی، محمد؛ بدری، احمد و افشین عزیزیان (۱۳۹۲) آزمون تجربی رفتار جمعی سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال یازدهم، ش ۶
- راعی، رضا و سعید شیرزادی (۱۳۸۷) مالیه رفتاری، رویکردی متفاوت در حوزه مالی، تحقیقات مالی، ش ۱۸

نیک بخت، محمدرضا؛ حسین پور، امیرحسین و حسین اسلامی مفیدآبادی (۱۳۹۵)، بررسی تاثیر رفتارهای احساسی سرمایه گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام، پژوهش های تجربی حسابداری، سال ششم نیکومرام، هاشم؛ سعیدی، علی (۱۳۸۸)، اندازه گیری عکس العمل رفتاری سرمایه گذاران در بازار سهام، جستارهای اقتصادی، دوره پنجم، ش ۹

وکیلی فرد، حمیدرضا، فروغ نژاد، حیدر، خشنود، مهدی (۰۰۵۴). ارزیابی رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار با روش فرآیند تحلیل شبکه‌های. فصلنامه مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال اول، ش ۲

*Kim, Taehyuk & Ha. Aejin, (2010), Investor Sentiment and Market Anomalies" 23rd Australasian Finance and Banking Conference 2010 Paper, Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)*

*Ling, D., Naranjo, A. Scheik B., (2010), "Investor Sentiment and Asset Pricing in Public and Private Markets" Available at*

*Nesbett, R. E. Ross, I. (1980). Human inference: strategies and shortcomings of social judgment, Englewood cliffs, NJ, Prentice Hall.*

*Sharp, W. (1964). Capital Asset Pricing: A theory of market equilibrium under condition of risk. Journal of Finance*

*Wu, Yanran. Han, Liyan . Tao, Ke. & Zhang, Zhongyuan, (2010) "Investor Sentiment and the Day-of-the-Week Effect of Cross-Sectional Returns*

[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)