



The Role of Irregularities in The Decision Making of Investors in The Capital Market

T. Akbarzade ^{1*}, M. Zeinali ², Y. Pourkarim³, Y. Badavar Nahandi⁴

1- Ph. D Student in Financial Engineering, Accounting Department, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran

2- Assistant Professor, Accounting Department, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran

3- Assistant Professor, Accounting Department, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran

4- Associate Professor, Accounting Department, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran

(* - Corresponding Author Email: m.zainali@iau.ac.ir)

<https://doi.org/10.22067/mfe.2024.86568.1387>

Received:2024/01/26	How to cite this article: Akbarzade, T.; Zeinali, M.; Pourkarim, Y., & Badavar Nahandi, Y. (2024). The Role of Irregularities in The Decision Making of Investors in The Capital Market. <i>Quarterly Monetary & Financial Economics</i> , 31(1): 1-27. (in Persian with English abstract). https://doi.org/10.22067/mfe.2024.86568.1387
Revised:2024/06/07	
Accepted:2024/08/27	
Available Online: 2024/08/27	

1- INTRODUCTION

The role of financial decision-making has long been a critical area of interest in financial management, especially in emerging markets. This study investigates the impact of behavioral irregularities (referred to as



©2022 The author(s). This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution (CC BY 4.0), which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, as long as the original authors and source are cited. No permission is required from the authors or the publishers.

"bounded rationality") on investment decisions within Iran's capital markets. Capital markets, particularly in developing countries like Iran, are exposed to a range of external and internal factors, making the process of optimal decision-making both complex and vital. Investors in these markets are often influenced by behavioral biases, such as overconfidence and fear, which deviate from traditional economic models of rational decision-making. The study seeks to explore these phenomena and assess how bounded rationality manifests in Iran's capital market, focusing on the factors that drive investment behavior and financial decision-making.

2- THEORETICAL FRAMEWORK

The theoretical foundation of this research draws from behavioral finance and the limitations of rational choice theory, specifically bounded rationality and the influence of cognitive biases on financial decision-making. Traditional financial theories assume that investors act rationally, making decisions based on available information to maximize their returns. However, behavioral finance challenges this assumption by highlighting that psychological factors, emotions, and cognitive biases significantly influence decision-making. Concepts such as overconfidence, loss aversion, and herd behavior play crucial roles in shaping investor behavior, leading to deviations from optimal financial strategies. This study applies these theoretical perspectives to analyze how Iranian investors navigate market complexities and how bounded rationality affects their investment choices.

3- METHODOLOGY

This study employs a qualitative research methodology based on grounded theory and statistical data analysis. Data were collected through in-depth interviews with 10 financial experts and professionals in the Iranian capital market, conducted in 2023. The grounded theory approach allows for an inductive analysis of the data to identify patterns and relationships in the investment decision-making process. Additionally, secondary data from market reports and financial statements were analyzed to support the findings. Data coding and analysis were conducted by using

NVivo software, enabling the identification of key themes such as risk management, investor psychology, and behavioral irregularities.

4- RESULTS & DISCUSSION

The findings indicate that bounded rationality significantly affects investment decisions in the Iranian capital market. Behavioral biases, such as overconfidence and fear, were identified as major factors leading to suboptimal decision-making. Investors often overestimate their ability to predict market movements, which leads to excessive risk-taking. On the other hand, fear of loss causes many investors to pull out of the market prematurely and missing potential gains. The analysis also revealed that external factors, such as economic instability and inflation, exacerbate these behavioral biases. Additionally, the role of institutional investors was highlighted as both stabilizing and potentially contributing to market fluctuations, depending on their behavior.

The results obtained from this study indicated that the role of economic and financial components, market mechanism and executive functions, functions of institutions and financial and accounting components and the index of managerial and legal strategies in irregularities in capital decision making. It was 0.72, 0.55, 0.69 and 0.65 respectively.

5- CONCLUSIONS & SUGGESTIONS

In conclusion, this study underscores the importance of understanding behavioral irregularities in financial markets, particularly in emerging economies like Iran. Investors and financial managers should develop strategies to mitigate the effects of behavioral biases, such as using tools like financial forecasting and risk management models. Policymakers are encouraged to enhance market transparency and provide better financial education to help investors make more informed decisions. Future research should focus on the long-term effects of bounded rationality in other sectors and explore the impact of technological innovations on investment behavior in volatile markets.

Keywords: Financial-Behavioral, Irregularity, Capital Market, Investment, Foundation Data Theory.

الکوسازی نقش بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه

توحید اکبرزاده

دانشجوی دکتری مهندسی مالی، گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران

مهدی زینالی*

استادیار، گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران

یعقوب پور کریم

استادیار، گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران

یونس بادآور نهندي

دانشیار، گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران

<https://doi.org/10.22067/mfe.2024.86568.1387>

نوع مقاله: پژوهشی

چکیده

یک جامعه در جهت سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاران منطقی متکی است؛ زیرا آن‌ها متولی ثروت جامعه هستند. با این حال، عقلانیت و پیش‌بینی‌پذیری در تصمیم‌گیری ایده‌ای دست‌نیافتنی است؛ چون تصمیم‌گیرندگان ممکن است گاهی غیرمنطقی عمل کنند. اقتصاد و مالی رفتاری، برآیندی از دستاوردهای روانشناسی شناختی در حوزه شناخت انسان و دستاوردهای اقتصاد متعارف در حوزه شناخت پدیده‌های اقتصادی است. با وجود تورش‌ها و خطاهای حسی یا ادراکی انسان، وی قادر به انتخاب و تصمیم‌گیری کاملاً عقلایی و با شرایط آرمانی نیست و نخواهد بود. در نتیجه بهتر است پیش‌فرض‌های نامحدود بودن منبع عقلانیت، اراده و خودخواهی در اقتصاد مورد تجدیدنظر قرار گیرند. هدف این مقاله مدل‌سازی نقش بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه کشور بوده است. در این مطالعه از یک رویکرد داده‌بنیاد و اطلاعات آماری گردآوری شده از خبرگان حوزه مالی و اقتصادی در سال ۱۴۰۲ استفاده گردید. تعداد خبرگان موردبررسی در این مطالعه ۱۰ نفر بوده است. نتایج به دست آمده از این مطالعه بیانگر این بود که نقش مؤلفه‌های اقتصادی و مالی، مکانیسم بازار و کارکردهای اجرایی، کارکردهای نهادها و مؤلفه‌های مالی و حسابداری و شاخص استراتژی‌های مدیریتی و قانونی در بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران به ترتیب برابر با ۰/۷۲، ۰/۵۵، ۰/۶۹ و ۰/۶۵ بوده است.

کلیدواژه‌ها: مالی-رفتاری، بی‌قاعدگی رفتاری، بازار سرمایه، سرمایه‌گذاری، نظریه داده‌بنیاد.

* نویسنده مسئول: m.zainali@iau.ac.ir

مقدمه

بازار سهام نقش مهم و اصلی را در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران ایفا می‌نماید. در بازار سهام سودمندی و منافع سرمایه‌گذاری زیادی از قبیل رشد بلندمدت سرمایه، تقسیم درآمد و کنترل روی تورم وجود دارد. سیالیت و نقدینگی بازار سهام برای سرمایه‌گذار به‌منظور اهداف سرمایه‌گذاری بسیار جذاب بوده و یک معیار مهم به شمار می‌رود. برای سرمایه‌گذاری پول در بازار سهام می‌تواند دلایل متعددی وجود داشته باشد. برخی از سرمایه‌گذاران به‌منظور اهداف کسب مالکیت یک شرکت سرمایه‌گذاری می‌کنند، برخی دیگر برای کسب سود و سایر سرمایه‌گذاران به‌منظور کسب سرمایه مالی به سرمایه‌گذاری مبادرت می‌ورزند. نظریه‌های متعددی استدلال می‌کنند که سرمایه‌گذاری‌های رفتاری در ظهور و پیدایش بازارها در مقایسه با بازارهای توسعه‌یافته بسیار مهم هستند. روانشناسی که بخشی از علوم اجتماعی است بر رفتارهای سرمایه‌گذاران همان اشخاصی که در بازار سهام مبادرت به سرمایه‌گذاری می‌کنند، تأثیرگذار بوده و ازجمله استدلال‌های قوی سرمایه‌گذارانی به شمار می‌آید که براین باورند تئوری سرمایه‌گذاری رفتاری ازجمله مؤلفه‌های رفتاری هستند که برجوش و خروش و سقوط بازار مؤثر هستند.

یکی از پایه‌های اساسی نظریه مدرن مالی سال‌های دهه ۵۰ میلادی، نظریه بازار کارا است. ازاین‌رو اساس این نظریه اطلاعات است؛ به‌نحوی که بازار کارا را بازاری اطلاق می‌کنند که در آن قیمت اوراق بهاداری همچون سهام عادی، منعکس‌کننده تمام اطلاعات موجود باشد. وجود اطلاعات کافی در بازار و انعکاس به‌موقع و سریع اطلاعات در قیمت اوراق بهادار، ارتباط تنگاتنگی با کارایی بازار دارد. بازار باید نسبت به اطلاعات جدید حساس باشد، به‌نحوی که اگر اطلاعات جدیدی در مورد شرکتی به اطلاع عموم برسد قیمت سهام شرکت متناسب با جهت اطلاعات یاد شده تغییر نماید. مطالعات زیادی در زمینه بررسی شواهدی بر مغایرت‌های بازار از تئوری بازار کارا صورت پذیرفته است. یکی از این مغایرت‌ها بی‌قاعدگی‌ها هستند. بی‌قاعدگی‌ها، رویداد و وقایعی هستند که نمی‌توان با تئوری غالب آن را توضیح داد. در علوم طبیعی می‌توان تعداد زیادی از این بی‌قاعدگی‌ها را نام برد. در مورد بازار سهام، بی‌قاعدگی‌ها در مواجهه با تئوری بازار کارا قرار می‌گیرند، به‌طوری که در صورت وجود الگوهای از پیش تعیین شده شرایط را در جهت استراتژی معامله سهام با بازده‌های اضافی فراهم می‌آورد.

بی‌قاعدگی در تئوری بازار کارا توسط فاما (۲۰۰۲) بیان شده که به دو قسمت بی‌قاعدگی‌های تقویمی و بی‌قاعدگی‌های غیرتقویمی تقسیم‌بندی می‌شوند. این بی‌قاعدگی‌هایی که فرضیه بازار کارا را زیر سؤال برده و نمی‌توان آن‌ها را غالب بی‌نظمی‌های فصلی طبقه‌بندی کرد، به بی‌قاعدگی‌های غیر تقویمی مشهورند. در این بی‌قاعدگی‌ها عامل زمان بر هم زنده فرضیه بازار کارا نیست، بلکه عوامل محتوایی بازار

این گونه پدیده‌های ناهم‌هنگ را تشکیل می‌دهد. این بی‌قاعدگی‌ها شامل؛ اثر تجزیه سهم، اثر بازده سود سهام، سود نقدی هر سهم، اثر سودهای شگفت‌آور، اثر سهام با قیمت پایین، اثر معاملات محرمانه، اثر تأخیر در ارائه گزارش سودآوری، اثر عرضه اولیه اوراق، اثر واکنش بیش‌ازحد بازار، اثر واکنش کمتر از حد بازار، اثر شاخص، اثر شرکت از قلم افتاده، اثر قیمت پس از انتشار اعلامیه سود و اثر بازگشت به میانگین طی دوره بلندمدت هستند.

در مورد الگوها یا بی‌قاعدگی‌های فصلی در بازار سرمایه شواهد و مدارک زیادی در دست است و پژوهش‌هایی پیرامون این الگوها و شناسایی تأیید و یا رد آن‌ها انجام گرفته است. مطابق فرضیه بازار کارا، قیمت سهام در یک بازار کارا همواره به صورت تصادفی تغییر می‌یابد که دلیل آن نیز پاسخ قیمت سهام به اطلاعاتی است که به گونه‌ای تصادفی در طول زمان منتشر و عرضه می‌شود (Nayebzadeh & Mahmoudi, 2013). حال اگر خود زمان عامل تغییردهنده قیمت سهام باشد، به گونه‌ای تصادفی در طول دوره خاص، علاوه بر اطلاعات عرضه شده، زمان نیز بر تغییر قیمت سهام مؤثر باشد و ماهیت تصادفی بودن رفتار را تغییر دهد. این گوه الگوها به فرضیه بازار کارا خدشه وارد کرده و نوعی بی‌قاعدگی از آن شکل می‌گیرد. به این گونه اثرات، اثرات تقویمی یا بی‌قاعدگی‌های تقویمی اطلاق می‌شود. طبق مطالعات انجام شده پیشین بی‌قاعدگی‌های تقویمی شامل اثر چرخش سیاسی، اثر تابستان، اثر روزهای تعطیل، اثر روزهای آخر هفته، اثر روز شنبه، اثر عیدها، اثر چرخش ماه، اثر ساعت تسویه، اثر ماه‌های حرام است.

این موارد از جمله دلایلی هستند که در پشت بررسی‌های مؤلفه‌های رفتاری در تبادلات سهام جا گرفته است. اولین دلیل این است که حوزه و زمینه جدید پژوهشی بوده و ثانیاً، می‌توان به استناد با آمار و تحلیل‌ها ادعا کرد که این بی‌قاعدگی‌ها بسیار مهم بوده و در تبادلات بازار سهام و تصمیمات سرمایه‌گذاری اثرگذار هستند. پس نمی‌توان این بی‌قاعدگی‌ها را در فرآیند اتخاذ تصمیم‌گیری حذف کرده و از آن‌ها چشم‌پوشی شود. چشم‌پوشی از این مؤلفه‌ها برای تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌ای بسیار مخرب است؛ زیرا زمانی سرمایه‌گذار منطقی بوده و عقلایی سرمایه‌گذاری می‌کند و تصمیماتی را بدون دانش به مؤلفه‌ای رفتاری از قبیل احساسات و تعصبات فردی اتخاذ نماید، نتیجه‌ای که در پایان کسب خواهد کرد، سرزنش و نکوهش خویش در شرایطی است که ارزش سهام خویش را به کسر رسانده است. این مؤلفه‌ها دربرگیرنده نظریه‌های متفاوتی است، این نظریه‌ها شامل نظریه دوره تسویه، نظریه رفتار معاملاتی، نظریه خطای اندازه‌گیری، نظریه زمان معاملاتی، نظریه جریان اطلاعات، نظریه انتقال ضرر، نظریه آرایش

پرتفوی، نظریه اطلاعاتی، نظریه افزایش نقدینگی، نظریه انتشار قیمت پیشنهادی و نظریه سهام کوچک در مقابل سهام بزرگ هستند.

این پژوهش به بررسی حقایق می‌پردازد که بر فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مؤثر هستند. پژوهشگران متعددی تلاش کردند تا رابطه بین این مؤلفه‌های مؤثر و تأثیرگذار را بررسی کرده و طبقه‌بندی کنند و به‌نوبه خود عملکرد آن‌ها را نیز ارزیابی کنند. سهام از بهترین جایگاه شناخته‌شده در شرکت‌ها به شمار می‌رود که سرمایه شرکت در قالب آن رشد می‌کند. سرمایه‌گذاری‌های فردی در سهام از جمله دلایلی است که آن‌ها می‌خواهند از این طریق سرمایه، نرخ سود و سودمندی و منفعت خویش را افزایش داده و در نقطه مقابل خطر در سرمایه‌گذاری سهام خود را کاهش دهند. همچنین، دلایل دیگری وجود دارد که افراد به‌موجب آن ترجیح می‌دهند در حوزه‌های مختلف دیگری سرمایه‌گذاری کرده که از نقدینگی بالایی برخوردارند.

با توجه به اینکه در داخل کشور هیچ پژوهشی در زمینه الگوی پیشنهادی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران با تأکید بر بی‌قاعدگی‌های بازار سرمایه ایران انجام نگردیده، این پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که چه الگویی برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران با تأکید بر بی‌قاعدگی‌های بازار سرمایه ایران مناسب است؟

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

یکی از مفاهیم شناخته‌شده در دانش مالی که از جمله مفروضات بسیاری از تئوری‌های کلاسیک نیز هست، فرضیه‌ی بازار کارا است. در دهه ۱۹۷۰ فرضیه بازار کارا در میان اندیشمندان مالی به اوج شکوفایی خود رسید. تحولی که انتظارات عقلایی در نظریه‌های اقتصادی به راه انداخته بود منجر به ایجاد تفکری جدید در میان اندیشمندان آن زمان شد. تفکر جدید بر این اساس بود که قیمت بازار دارایی‌هایی مانند سهام همیشه با ارزش بنیادی آن برابر است و تمام اطلاعات مرتبط را منعکس می‌کند و قیمت تنها زمانی تغییر می‌کند که اطلاعات جدیدی منتشر شود.

بر طبق نظریات فاما در سال ۱۹۷۰، در بازاری که جمع‌کننده‌ی اکثری از معامله‌گران عقلایی و آگاه در آن فعالیت می‌کنند، اوراق بهادار به نحو مناسبی قیمت‌گذاری شده و همه اطلاعات موجود را منعکس می‌کند. وی سه شکل کارایی بازار را معرفی نمود:

۱) شکل ضعیف: مبین این است که تمام قیمت‌ها و داده‌های تاریخی به‌طور کامل در قیمت جاری اوراق بهادار منعکس شده است (در تقابل با سودمندی تحلیل‌های تکنیکال یا فنی).

۲) شکل نیمه قوی: بیانگر این است که تمام اطلاعات در دسترس (عموم) به طور کامل در قیمت جاری اوراق بهادار منعکس شده است (در تقابل با سودمندی تحلیل‌های فاندامنانتال یا بنیادی).

۳) شکل قوی: بیانگر این است که تمامی اطلاعات (آنچه که وجود دارد) به طور کامل در قیمت جاری اوراق بهادار منعکس شده است و لذا اطلاعات محرمانه دارای ارزش نیست یا به بیانی دیگر اصولاً اطلاعات محرمانه‌ای به معنای واقعی کلمه وجود ندارد (در تقابل با سودمندی اخبار نهانی).

اما در عمل رسیدن به چنین بازار بهینه‌ای با محدودیت‌هایی مواجه است. بخشی از این محدودیت‌ها، محدودیت‌های غیر ذاتی است که وابسته به مکانیزم و مقررات حاکم بر بازار است؛ اما برخی دیگر محدودیت‌های ذاتی است که به ماهیت انسان مربوط می‌شود. خطاهای ادراکی و شناختی، نوع تصمیم‌گیری در شرایط ریسک و بروز برخی سوگیری‌های رفتاری از جمله عوامل طبیعی هستند که موجب بروز محدودیت‌هایی در مقابل کارایی بازار می‌شود.

بر اساس فرضیه‌ی بازار کارا، سرمایه‌گذاران به تمام اطلاعات موجود در بازار دسترسی داشته و آن را به طور کامل و به درستی تفسیر می‌نمایند، اما شواهد تجربی نشان داده است که بسیاری از سرمایه‌گذاران اطلاعات را به طور کامل پردازش نمی‌کنند، لذا نظریه‌های رفتاری بسیاری در نشان دادن ناکارایی بازار و فرآیند پردازش سوگیرانه اطلاعات معرفی گردیده است (Rasekhi & Shahrazi, 2013).

طی دهه‌های اخیر، شاهد مطرح شدن خلاف قاعده‌هایی در بازارهای مالی بوده‌ایم که تئوری‌های مالی کلاسیک، قادر به توضیح آن‌ها نبوده‌اند. این خلاف قاعده‌ها، شواهد تجربی است که نشان می‌دهد، سرمایه‌گذاران در هنگام تصمیم‌گیری، کاملاً عقلایی نیستند و متغیرهای رفتاری و روان‌شناختی نیز بر تصمیماتشان مؤثر است.

فرضیه نظارت کارا (فعال) بیان‌گر این است که یک نهاد به علت ملاحظات ریسک خود، بیشتر متقاضی نظارت بر مدیران است. منطق این فرضیه این است که به علت بالا بودن هزینه نظارت، فقط سهامداران بلوکی و سهامداران عمده نظیر سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند به مزایای کافی دست یابند تا انگیزه نظارت را داشته باشند. در واقع، سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ، فرصت، منابع، تخصص و توانایی نظارت و تأثیرگذاری بر مدیران را دارند.

بی‌قاعدگی‌ها رویداد و وقایعی هستند که نمی‌توان با تئوری غالب آن را توضیح داد. در علوم طبیعی می‌توان تعداد زیادی از این بی‌قاعدگی‌ها را نام برد. در مورد بازار سهام، بی‌قاعدگی‌ها در مواجهه با تئوری بازار کارا قرار می‌گیرند، به طوری که در صورت وجود الگوهای از پیش تعیین شده شرایط را در جهت

استراتژی معامله سهام با بازده‌های اضافی فراهم می‌آورد. بی‌قاعدگی در تئوری بازار کارا توسط فاما (۲۰۰۲) بیان شده که به دو قسمت بی‌قاعدگی‌های تقویمی و بی‌قاعدگی‌های غیر تقویمی تقسیم‌بندی می‌شوند.

بی‌قاعدگی‌هایی که فرضیه بازار کارا را زیر سؤال برده و نمی‌توان آن‌ها را غالب بی‌نظمی‌های فصلی طبقه‌بندی کرد، به بی‌قاعدگی‌های غیر تقویمی مشهورند. در این بی‌قاعدگی‌ها عامل زمان بر هم زننده فرضیه بازار کارا نیست، بلکه عوامل محتوایی بازار این گونه پدیده‌های ناهم‌هنگ را تشکیل می‌دهد. این بی‌قاعدگی‌ها شامل؛ اثر تجزیه سهم، اثر بازده سود سهام، سود نقدی هر سهم، اثر سودهای شگفت‌آور، اثر سهام با قیمت پایین، اثر معاملات محرمانه، اثر تأخیر در ارائه گزارش سودآوری، اثر عرضه اولیه اوراق، اثر واکنش بیش‌ازحد بازار، اثر واکنش کمتر از حد بازار، اثر شاخص، اثر شرکت از قلم افتاده، اثر قیمت پس از انتشار اعلامیه سود و اثر بازگشت به میانگین طی دوره بلندمدت هستند.

عبداله (۲۰۱۰)، با پیروی از روش امرسون و همکاران در تحقیقی با عنوان آزمون کارایی در حال تکامل بازار سهام کشورهای عربی با استفاده از آزمون در حال تکامل شکل ضعیف کارایی و با روش تغییرات کارایی بازار سهام ۱۱ کشور عربی طی دهه گذشته را با توجه به پیشرفت‌های ساختاری و تخصصی‌شده بورس با استفاده از داده‌های روزانه موردبررسی و آزمون قرار داده است و به این نتیجه رسیده است که همه بازارها واکنش زیادی به شوک‌های گذشته از خود نشان داده و در شکل ضعیف کارا نیستند. علاوه بر این، کارایی در این کشورها به‌جز چند بازار بزرگ چندان پیشرفت نکرده و نسبت به بحران‌ها از خود واکنش منفی نشان داده است.

کالن و فنگ (۲۰۱۳)، نشان می‌دهد سقوط قیمت سهام به ترتیب همراه با ابهام (عدم شفافیت) در گزارش‌های مالی، انگیزه‌های صاحبان سهام اجرایی و مالکیت نهادی افزایش می‌یابد.

عزیز و خان (۲۰۱۶) به ارائه مدلی برای تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه پاکستان پرداخته‌اند و نتایج ابتدایی نشان داد که رابطه ادراکی قوی مثبت بر عملکرد سرمایه‌گذار مؤثر بوده و این در حالی است که انتظارات بر روی عملکرد سرمایه‌گذار تأثیر نمی‌گذارد. نتایج داده‌ها از طریق تحلیل رگرسیونی تحلیل شد. نتایج نشان داد که جانشینی، اعتماد بیش‌ازحد، احساس امنیت تعصب شخصی و سفسطه‌گرایی قماربازان (افرادی که شرطی بندی می‌کنند) اثر مثبتی بر روی عملکرد سرمایه‌گذاران دارد.

ساو و یو (۲۰۱۶)، در پژوهشی با عنوان ساختار مالکیت و سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام به بررسی تأثیر سهامداران نهادی و تمرکز مالکیت بر سرعت تعدیل قیمت سهام از سال ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۴ در

شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار چین پرداخته‌اند و به این نتیجه دست‌یافته‌اند که سهامداران نهادی بر سرعت تعدیل قیمت سهام شرکت‌ها تأثیر معنی‌داری دارد.

کرونل و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر تمایلات سرمایه‌گذاران و نرخ بازده سهام نشان دادند، زمانی که کیفیت اطلاعات حسابداری پایین‌تر است، رابطه بین تمایلات سرمایه‌گذاران و نرخ بازده سهام قوی‌تر است.

وایل و رحمان (۲۰۱۹) به بررسی عوامل مؤثر در رفتار سرمایه‌گذاران برای تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه اسلام‌آباد پرداخته‌اند و به این نتیجه دست‌یافته‌اند که عوامل رفتاری، تورش‌های احساسی و عوامل مدیریتی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مؤثر است.

چارلز و کاسیلینگام (۲۰۱۹) در پژوهش خود به دنبال درک اثر فاکتورهای سوگیری رفتاری بر روی عملکرد سرمایه‌گذاری هستند. آن‌ها در نهایت شش فاکتور سوگیری رفتاری برای درک اثرشان بر روی عملکرد سرمایه‌گذاران شناسایی شدند که عبارت است از خلق‌وخو، هیجانات، روش‌های ابتکاری، چارچوب، شخصیت و قمار که در نهایت یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که تمام فاکتورهای انتخابی این پژوهش دارای اثر معناداری بر روی عملکرد سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران هستند.

وایل و رحمان (۲۰۱۹) به بررسی فاکتورهای مؤثر در رفتار سرمایه‌گذاران برای تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه اسلام‌آباد پرداخته‌اند و به این نتیجه دست‌یافته‌اند که عوامل رفتاری، تورش‌های احساسی و عوامل مدیریتی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مؤثر است.

وانگ و همکاران (۲۰۲۱) به بررسی تأثیر بی‌قاعدگی‌های رفتاری بر عملکرد مالی سرمایه‌گذاران پرداختند. در این مطالعه از یک رویکرد معادلات ساختاری استفاده شد. نتایج به دست آمده بیانگر این بود که بی‌قاعدگی رفتاری منجر به تأثیر منفی بر عملکرد سرمایه‌گذاران شده است.

چنگ و همکاران (۲۰۲۳) به بررسی نقش بی‌قاعدگی‌های رفتاری بر تصمیم‌گیری در بازار سرمایه کشور چین پرداختند. در این مطالعه از یک رویکرد اکتشافی استفاده شد. نتایج به دست آمده بیانگر این بود که بی‌قاعدگی در بازار سرمایه منجر به تورش در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌شود.

رهنمای رودپشتی و همکاران (۲۰۱۲)، در تحقیقی با عنوان بررسی کارایی اطلاعاتی و حباب عقلایی قیمت بورس اوراق بهادار تهران و زیربخش‌های آن با استفاده از آزمون نسبت واریانس و آزمون پایایی قیمت-سود) به این نتیجه دست‌یافتند که قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران و زیربخش‌های آن در

سال ۸۹ نه تنها در سطح ضعیف کارا نبوده بلکه حبابی نیز بوده است. نتایج تحقیق همچنین نشانگر رابطه مستقیم بین عدم کارایی اطلاعاتی و حباب عقلایی قیمت در سال ۸۹ است.

نایب زاده و محمودی (۲۰۱۳) به بررسی بی‌قاعدگی‌های بازار سرمایه و انتخاب پرتفوی بهینه در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در راستای دستیابی به هدف تحقیق، اطلاعات هشت ساله (۸۹-۸۲) ۶۰ شرکت، که به روش حذفی سیستماتیک انتخاب شده است، مورد مطالعه قرار گرفت. این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است و برای آزمون فرضیه‌ها از آزمون آماری برابری میانگین‌ها استفاده شده است. نتایج تحقیق بیانگر آن است که قیمت سهام شرکت‌هایی که در گذشته دارای بازده غیر عادی انباشته بالاتری (پایین‌تری) بوده‌اند، بیش از واقع (کمتر از واقع) قیمت‌گذاری شده است و سهام آن‌ها در بلندمدت بازده پایینی (بالایی) را کسب خواهد نمود؛ این نشان‌دهنده وجود واکنش بیش‌ازاندازه سهامداران به قیمت سهام است و توجه به این عامل در انتخاب سبد سهام، به سودآوری پرتفوی منتج می‌شود.

شمس و یحیی زاده‌فر (۲۰۱۳)، به تبیین و بررسی رابطه بین حد نوسانات قیمت و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج به‌دست آمده از این پژوهش نشان می‌دهد که بین حد نوسانات قیمت و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری وجود دارد. همچنین رابطه معناداری نیز بین ارزش معاملات و عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد.

افلاطونی (۲۰۱۶)، به بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و متقارن نبودن اطلاعات بر واکنش تأخیری قیمت سهام پرداخته است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که افزایش در کیفیت گزارشگری مالی و کاهش در میزان نامتقارن بودن اطلاعات، کاهش واکنش تأخیری قیمت سهام را به دنبال دارد.

غیور باغبانی و بهبودی (۲۰۱۷)، به بررسی عوامل مؤثر در بروز رفتار سرمایه‌گذاران با رویکرد پدیدانگاری پرداخته‌اند و به این نتیجه دست یافته‌اند که در مقوله فرهنگ، مؤلفه‌های نظام ارزشی، کانون کنترل، تحمل ابهام، عادت به سرمایه‌گذاری و افق زمانی در کنار مقوله‌های شخصیت، سوگیری شناختی و سوگیری عاطفی، تصمیم‌های سرمایه‌گذاران را شکل می‌دهد.

غیور باغبانی و بهبودی (۲۰۱۷)، به بررسی عوامل مؤثر در بروز رفتار سرمایه‌گذاران با رویکرد پدیدانگاری پرداخته‌اند و به این نتیجه دست یافته‌اند که در مقوله فرهنگ، مؤلفه‌های نظام ارزشی، کانون کنترل، تحمل ابهام، عادت به سرمایه‌گذاری و افق زمانی در کنار مقوله‌های شخصیت، سوگیری شناختی و سوگیری عاطفی، تصمیم‌های سرمایه‌گذاران را شکل می‌دهد.

ابراهیمی و همکاران (۲۰۱۹)، به بررسی تأثیر ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران بر عملکرد سرمایه‌گذاری با نقش میانجی سوگیری‌های مکاشفه‌ای پرداخته و به این نتیجه دست یافتند که بین ویژگی‌های شخصیتی و سوگیری‌های مکاشفه‌ای رابطه مثبتی وجود دارد.

دادار و جعفری (۲۰۲۰)، به بررسی تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و سهام‌شناور آزاد بر بازدهی سهام بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته پرداخته و به این نتیجه دست یافتند که رفتار احساسی سهامداران موجب افزایش سهام آزاد شناور می‌شود.

میرلوحی و محمدی تودشکی (۲۰۲۰)، در پژوهش خود با موضوع تشکیل سبد سرمایه‌گذاری بهینه در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش‌های خوشه‌بندی سلسله‌مراتبی و تفکیکی، سعی دارند با استفاده از داده‌های بازار و خوشه‌بندی آن، روشی مناسب جهت بهینه‌سازی پرتفو ارائه کنند. نتیجه مقایسه میزان موفقیت بهینه‌سازی بر اساس خوشه‌بندی را نسبت به پرتفوی شاخصی روشن خواهد کرد.

روش‌شناسی

با توجه به اینکه هدف پژوهش، تبیین نقش بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه کشور است، لذا سؤال تحقیق را می‌توان به شرح زیر مطرح نمود: الگوی بهینه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران با تأکید بر بی‌قاعدگی‌های موجود در بازار سرمایه کشور چیست؟ در راستای پاسخ به سؤال طرح شده از نظریه‌پردازی زمینه بنیان استفاده خواهد شد. این روش در صدد است بر اساس داده‌های واقعی و از طریق روشی علمی نظریه‌های جدید تدوین نماید یا الگویی نو ارائه دهد. به گفته گلیزر و استراوس (۱۹۶۷)، این روش پژوهش در واقع کشف تئوری بر اساس داده‌هاست^۱. استقرا محور اصلی در نظریه‌پردازی زمینه بنیان است. این بخش از تحقیق از بعد هدف، از نوع توسعه‌ای بنیادی از نوع کاربردی است. هدف اساسی این نوع تحقیقات آزمون نظریه‌ها، تبیین روابط بین پدیده‌ها و افزودن به مجموعه دانش موجود در یک زمینه خاص است. از بعد ماهیت و روش نیز می‌توان آن را از نوع تحقیق اکتشافی دانست که در تلاش است تا روابط موجود را کشف کند.

در رویکردهای سنتی نسبت به پژوهش، جمع‌آوری داده‌ها به‌عنوان یک مرحله مجزا در پژوهش است که معمولاً قبل از تحلیل داده‌ها کامل می‌شود. در نظریه‌پردازی زمینه بنیان الگوی جمع‌آوری داده‌ها متفاوت

^۱ “the discovery of theory from data”

است و فعالیت‌های جمع‌آوری و تحلیل داده‌ها به‌طور هم‌زمان صورت می‌گیرد. در این خصوص، مصاحبه روش مناسبی برای جمع‌آوری داده‌ها در نظریه‌پردازی زمینه بنیان است و لذا با توجه به هدف تحقیق، جمع‌آوری داده‌ها از طریق مصاحبه با خبرگان (۱۰ نفر) صورت می‌پذیرد. نظریه‌پردازی زمینه بنیان نیازمند سؤال‌هایی است که از انعطاف‌پذیری و آزادی لازم برای بررسی پدیده موردنظر برخوردار باشد، بنابراین در این پژوهش، مصاحبه‌ها ساختار نیافته بوده و با رویکردی اکتشافی هدایت خواهد شد.

نظریه‌پردازی داده‌بنیاد سه جزء اصلی دارد که عبارتند از: مفاهیم^۱، مقوله‌ها^۲، گزاره‌ها^۳. واحد اصلی تحلیل را در این روش مفاهیم تشکیل می‌دهند؛ زیرا تدوین نظریه در حقیقت حاصل داده‌های گردآوری شده نیست، بلکه رسیدن به آن نتیجه مفهوم‌سازی از داده‌ها است. ساختن یک مفهوم در گام اول بر ابعادی مبتنی است که آن را تشکیل می‌دهند و این کاری واقعی است. هدف از مفهوم‌سازی، هدایت به شناخت این امر واقعی است.

گزاره، فرضیه و یا نظریه را نمی‌توان بر وقایع یا فعالیت‌های مشاهده شده بنا نهاد؛ زیرا این داده‌ها خام‌اند و باید طی فرایندی برجسب مفهومی به خود بگیرند؛ یا به عبارت دیگر مفهوم‌سازی^۴ شوند.

دومین جزء نظریه بنیانی، مقوله‌ها هستند. به نظر کوربین و استراوس (۱۹۹۰) مقولات در مقایسه با مفاهیمی که بیان‌گر آن‌ها هستند سطح بالاتری داشته و انتزاعی‌تراند. مقولات در حقیقت حاصل گروه‌بندی مفاهیم بوده و سنگ بنای نظریه به شمار می‌روند.

گزاره‌ها جزء سوم نظریه داده‌بنیاداند که روابط تعمیم یافته بین یک مقوله و مفاهیم آن و نیز بین مقوله‌های مجزا به‌شمار می‌روند. برخی گزاره‌ها را نوعی فرضیه می‌دانند با این حال استفاده از گزاره رواج بیشتری یافته است. گزاره‌ها روابطی مفهومی را در برمی‌گیرند، درحالی که فرضیه‌ها به اندازه‌گیری نیاز دارند.

جمع‌آوری داده‌ها، ساخت مفاهیم و مقولات و ارائه نظریه، حاصل ارتباط دوسویه‌ای بین هر یک از این اجزا است. این کار به تحلیل داده‌ها بستگی دارد که محور اصلی روش نظریه‌پردازی داده‌بنیاد به‌شمار می‌رود.

1. Concepts

2. Categories

3. Proposition

4. Conceptualization

مدل تجربی

نقش بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری از دید چهار گروه اصلی عوامل علّی، میانجی، زمینه‌ای و راهبردها اقدام شده است. بررسی ادبیات موضوع در ابتدای کار صورت گرفت و در فرآیند تحقیق نیز در مراحل مانند تدوین پرسشنامه و چارچوب مصاحبه‌ها، مفهوم‌سازی، نام‌گذاری مقولات و کدگذاری‌ها از آن استفاده شد.

جدول (۱): به کارگیری نظریه برخاسته از داده‌ها در این تحقیق

فعالیت	شرح
○ انتخاب پدیده‌ی مورد مطالعه	○ نقش مؤلفه‌های مختلف مالی، اقتصادی و سیاسی بر بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری
○ انتخاب بستر مطالعه	○ بازارهای مالی کشور
○ انتخاب منابع اطلاعاتی	○ مصاحبه‌های عمیق با خبرگان بازار سرمایه ○ یادداشت‌برداری ^۱
○ یادداشت‌برداری	○ هنگام جمع‌آوری داده‌ها- نوشتن یادداشت‌هایی با توجه به بینش پاسخ‌دهندگان و مشاهدات. ○ هنگام کدگذاری- نوشتن یادداشت‌هایی با توجه به گمانه‌زنی‌ها، تفکرات، سؤالات، نکات، نمودارها، و روابط
○ رعایت اصل بی‌طرفی، ضمن ارتقا سطح حساسیت نظری	○ پیروی از رویکرد تفکر مقایسه‌ای ○ تلاش برای دستیابی به دیدگاه‌های متفاوت نسبت به موضوعی واحد ○ بازگشت دوره‌ای به عقب و طرح مجدد سؤالات ○ اتخاذ تفکر شکاکانه ○ پیروی از رویه‌های مترتب بر روش تحقیق ○ مرور تحقیقات پیشین
○ نمونه‌گیری نظری	○ تهیه‌ی فهرستی از خبرگان بازار سرمایه بر پایه تألیفات و تجربیات عملی ○ تعریف معیارهایی برای انتخاب شرکت‌کنندگان در تحقیق از فهرست تهیه‌ی شده ○ تماس با افراد و درخواست از آن‌ها برای مشارکت در تحقیق ○ استفاده از تکنیک گلوله‌ی برفی برای شناسایی افرادی که در موقعیت‌ها و جایگاه‌های مشابه با شرکت‌کنندگان در تحقیق فعالیت دارند

^۱ memoing

فعالیت	شرح
	○ تحلیل داده‌های حاصل از مصاحبه‌های عمیق با افراد با هدف کسب بینش مناسب نسبت به مقوله‌های نظری‌ای که در مصاحبه‌های آتی نیاز به کاوش بیش‌تری دارند ○ استمرار فرایند نمونه‌گیری تا رسیدن به مرحله‌ی اشباع نظری مقوله‌ها
○ تحلیل داده‌ها	○ کدگذاری باز ○ مفهوم‌سازی - اختصاص دادن یک اسم به هر کدام از وقایع و اتفاقات ○ تکمیل مقوله‌ها - گروه‌بندی مفاهیم ○ کدگذاری محوری - ساختن تکه‌هایی از نظریه با وصل کردن مقوله‌های مرتبط به هم ○ کدگذاری انتخابی - ترکیب کدهای محوری با یکدیگر در قالب یک چارچوب نظری
○ مدیریت مصاحبه‌ها	○ ضبط مصاحبه‌ها و پیاده کردن آن‌ها روی کاغذ ○ اخذ تأییدیه در مورد کیفیت مصاحبه‌های مستند شده ○ شروع تحلیل‌ها با تکیه بر نخستین مصاحبه و ادامه دادن این روند بر اساس ترتیب زمانی مصاحبه‌های انجام شده ○ انجام مقایسه‌ها از جزء به کل ○ طرح سؤالات ○ یادداشت‌برداری

در طراحی مبانی و چارچوب نظری ابتدا تلاش شد در مطالعات اولیه یک مدل مفهومی طراحی شود. در تبیین مدل از روش کتابخانه‌ای استفاده شد و در گردآوری اطلاعات آن از طریق متون و منابع داخلی و خارجی، اسناد بالادستی، مقالات، گزارش‌ها، آمارهای توصیفی موجود و در نهایت مکتوبات الکترونیک معتبر از پایگاه‌های اطلاعاتی علمی و قابل قبول استفاده شد؛ یعنی به کمک این ابزارها به بررسی کیفی دیدگاه‌ها در خصوص علل بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری به اصلی‌ترین مسائل موجود در سطح اقتصاد و بازارهای مالی پرداخته‌ایم. در بخش دوم برای دریافت دیدگاه‌ها و نظریات افراد مختلف و برای گردآوری اطلاعات از گفتگو و مصاحبه نیمه عمیق استفاده نموده تا آنجا که به حدی از اقناع دست یافته باشیم. در این حوزه تلاش شده است که با طرح چند سؤال کلی به سؤالاتی که در ابتدای این مطالعه مطرح گردیده است پاسخ داده شود. در واقع سؤالات به‌صورت کیفی و از طریق روش گراندد تئوری پاسخ داده می‌شود. نمونه‌های انتخاب‌شده بر دو پایه به‌صورت انتخابی استوار است نخست آنکه از اساتید دانشگاه‌ها در حوزه نظری استفاده شود و دوم آنکه از کارشناسان بازار سرمایه به‌عنوان افرادی که تجربه عملی و علم را به هم درآمیخته‌اند بهره گرفته شود تا بدین وسیله تجربه و علم باهم درآمیزند. از افراد

زیادی استفاده شد تا به‌نوعی اقناع حاصل شود. در این مطالعه درنهایت با افراد زیر گفتگو به روش باز انجام شده است.

جدول (۲): اسامی مصاحبه‌شوندگان

ردیف	مصاحبه‌شونده	سازمان یا مراکز علمی	مسئولیت
۱	مصاحبه‌شونده ۱	دانشگاه آزاد اسلامی	دکتری مدیریت مالی
۲	مصاحبه‌شونده ۲	دانشگاه الزهرا	دکتری مدیریت مالی
۳	مصاحبه‌شونده ۳	دانشگاه تهران	دکتری اقتصاد
۴	مصاحبه‌شونده ۴	کارشناس بازار سرمایه	کارگزاری پارسین
۵	مصاحبه‌شونده ۵	مدیر مالی کارگزاری به‌گزین	کارگزاری به‌گزین
۶	مصاحبه‌شونده ۶	کارشناس بازار سرمایه	کارگزاری مفید
۷	مصاحبه‌شونده ۷	دانشگاه تهران	دکتری اقتصاد
۸	مصاحبه‌شونده ۸	دانشگاه علامه طباطبائی	دکتری اقتصاد
۹	مصاحبه‌شونده ۹	معاونت اقتصادی شرکت سرمایه‌گذاری صنعت نفت ایران	دکترای مدیریت مالی
۱۰	مصاحبه‌شونده ۱۰	معاونت اقتصادی بنیاد مستضعفان	دکترای مدیریت مالی

برای ارائه الگویی از بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران از رویکرد نظریه‌پردازی داده بنیاد استفاده شد. در مصاحبه صورت گرفته با خبرگان شاخص‌های زیر با توجه به ادبیات تحقیق به‌عنوان مهم‌ترین متغیرهای اثرگذار بر بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری شناسایی شده است.

جدول (۳): استخراج عوامل علی، میانجی و زمینه‌ای اثرگذار بر بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری

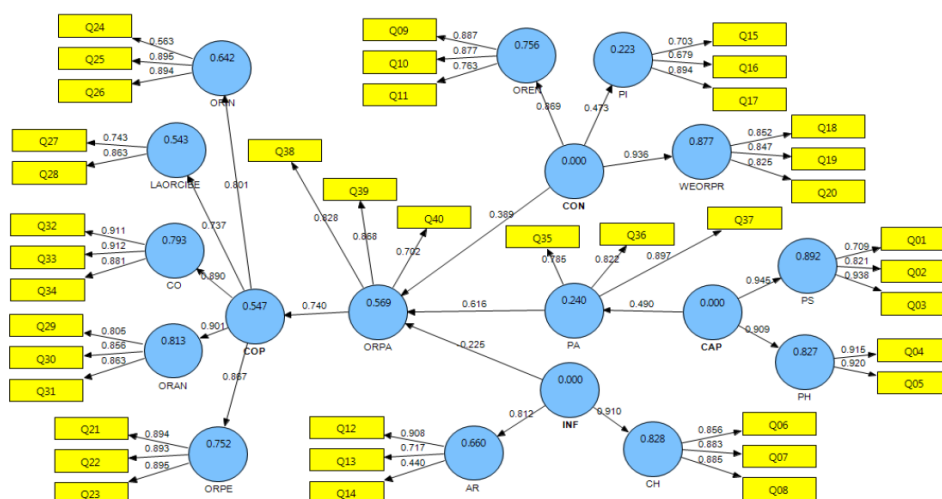
سرمایه‌گذاری

عوامل علی	عوامل میانجی	عوامل زمینه‌ای	مؤلفه‌ها
اقتصادی-سیاسی	استدلال	مؤلفه‌های اقتصادی و مالی	رکود تورمی و اثرپذیری بخش‌های اقتصادی
			نسبت‌های اهرمی و شفافیت اطلاعاتی
			ساختارهای صنعتی و تأثیرش بر اقتصاد
			غلط بودن زیرساخت‌های فکری سیاست‌های اقتصادی
			سیاست‌های اقتصادی یکپارچه
			نگرش‌های خاص اقتصاددانان و تصویب سیاست‌های اقتصادی نامناسب

سیاست‌های اقتصادی ناهمگون در بازارهای مالی			
عدم توجه به بازار سرمایه به‌عنوان بخش مهم برای تأمین مالی اقتصاد			
عدم انطباق سیاست‌های بانک مرکزی در حوزه ارز و بازار سرمایه			
ناسازگاری سیاست‌های اقتصادی و عدم تقارن اطلاعاتی			
نبود سیاست‌های واقعی گرا و نوسانات ارزی			
بازنگری علمی سیاست‌های اقتصادی و مطرح شدن کشور در اقتصاد جهانی			
بررسی مشکلات نهادهای تصمیم‌گیر قبل از بررسی سیاست‌های اقتصادی			
استفاده از همه ابزارهای ممکن و شرایط اقتصادی نرمال			
تصمیمات نامناسب دولت در بخشهای اقتصادی و تأثیرش بر نوسانات بازار سرمایه			
سیاست‌های اقتصادی نامناسب و افزایش قیمت کالا			
رشد غیرمنطقی سهم	مکانیسم بازار و کارکردهای اجرایی		
حمایت از سهم‌های دولتی			
مداخله بی‌منطق در بازار			
بهبود در شاخص‌های عملکردی			
شرایط بازار رقابتی			
هدایت نقدینگی به بازار سرمایه			
ساختار بازار و اقتصاد رقابتی			
صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت			
مزیت شفافیت صورت‌های مالی			
حجم معاملات و حد ضرر در بازار سرمایه			
حجم معاملات و نقدشوندگی سهم	کارکرد نهادها و مؤلفه‌های مالی و حسابداری	تغییرات	مالی - حسابداری
ارتقا کارایی و بهره‌وری			
مدیریت سود و گزارشگری مالی			
کیفیت حسابرسی شرکت			
نقدشوندگی سهام			
اعتماد اجتماعی			
سرمایه‌گذاران نهادی			
سودآوری سهم			
درماندگی مالی و چرخه عمر			
ساختار هیئت مدیره و مالکیت شرکتی			

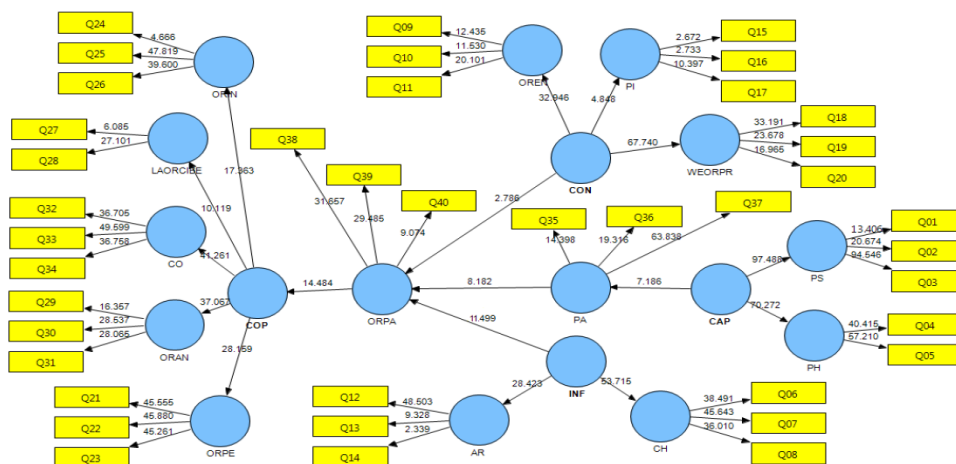
فرار مالیاتی و عدم شفافیت اطلاعاتی	استراتژی‌های مدیریتی و قانونی		
حسابداری متهورانه			
شفافیت در چرخه اقتصادی			
کیفیت اطلاعات حسابداری و حسابداری محافظه کارانه			
شفافیت مالی			
عدم تقارن اطلاعاتی			
یکپارچه‌سازی و سیستماتیک کردن تمامی فعالیت‌های اقتصادی			
مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی			
مداخله بی‌مورد دولت در اقتصاد			
کمیته حسابرسی شرکت			

در ادامه رسم مدل اندازه‌گیری در محیط نرم‌افزار LISREL پرداخته شده تا بتوانیم پارامترهای این مدل را برآورد کرده و معادلات اندازه‌گیری و بارهای عاملی را به دست آوریم. بعد از رسم و اجرا کردن مدل نمودارها و جداول معادلات اندازه‌گیری به صورت زیر ایجاد شد.



شکل ۱: مدل تحلیل عاملی تاییدی مرتبه اول در حالت ضرایب استاندارد

همانطور که در شکل (۱) نشان داده شده است. بارهای عاملی گزارش شده برای همه سؤالات بالاتر از ۰.۴ است. شکل (۲) مدل ساختاری را در حالت ضریب معنی داری را نشان می‌دهد.



شکل ۲: مدل تحلیل عاملی تأییدی مرتبه اول در حالت معنی داری ضرایب

مدل‌های اندازه‌گیری نشان‌دهنده بارهای عاملی متغیرهای مشاهده‌شده برای هر متغیر مکنون است و از طریق تحلیل عاملی تأییدی آزمون می‌شود. این کار از طریق تحلیل عاملی مرتبه اول و دوم صورت گرفته است. مدل‌های اندازه‌گیری روابط بین متغیرهای مشاهده‌شده و متغیرهای مکنون را مشخص می‌سازد. با اجرای تحلیل عاملی بارهای عاملی برای هر متغیر مکنون و متغیر مشاهده‌شده به دست می‌آید.

جدول (۳): معیارهای برازش مدل‌های اندازه‌گیری

متغیرهای آشکار	بارعاملی (λ)	آماره t	ضریب تعیین
TI1	۰/۷۲	۱۴/۱۲	۰/۶۶
TI2	۰/۵۵	۸/۱۵	۰/۶۹
TI3	۰/۶۹	۱۰/۴۳	۰/۵۹
TI4	۰/۶۵	۹/۵۵	۰/۷۱

با توجه به جدول بالا چنین نتیجه می‌شود که:

متغیر مشاهده گر TI1 می‌تواند به‌عنوان یکی از آیت‌هایی باشد که متغیر مکنون مؤلفه‌های اقتصادی و مالی اثرگذار در بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را اندازه‌گیری می‌کند چون با توجه به مقدار آماره t این ضریب بار عاملی به‌احتمال ۹۹ درصد معنادار است و مقدار بار عاملی این متغیر آشکار بزرگ‌تر از ۰.۵ است. مقدار بار عاملی این متغیر آشکار در اندازه‌گیری متغیر مکنون برابر ۰.۷۲ است.

متغیر مشاهده گر TI2 می‌تواند به‌عنوان یکی از آیت‌هایی باشد که متغیر مکنون شاخص مکانیسم بازار و کارکردهای اجرایی در بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را اندازه‌گیری می‌کند چون با توجه به مقدار آماره t این ضریب بار عاملی به‌احتمال ۹۹ درصد معنادار است و مقدار بار عاملی این متغیر آشکار بزرگ‌تر از ۰.۵ است. مقدار بار عاملی این متغیر آشکار در اندازه‌گیری متغیر مکنون برابر ۰.۵۵ است.

متغیر مشاهده گر TI3 می‌تواند به‌عنوان یکی از آیت‌هایی باشد که متغیر مکنون کارکردهای نهادها و مؤلفه‌های مالی و حسابداری اثرگذار در بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را اندازه‌گیری می‌کند چون با توجه به مقدار آماره t این ضریب بار عاملی به‌احتمال ۹۹ درصد معنادار است و مقدار بار عاملی این متغیر آشکار بزرگ‌تر از ۰.۵ است. مقدار بار عاملی این متغیر آشکار در اندازه‌گیری متغیر مکنون برابر ۰.۶۹ است.

متغیر مشاهده گر TI4 می‌تواند به‌عنوان یکی از آیت‌هایی باشد که متغیر مکنون شاخص استراتژی‌های مدیریتی و قانونی اثرگذار در بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را اندازه‌گیری می‌کند چون با توجه به مقدار آماره t این ضریب بار عاملی به‌احتمال ۹۹ درصد معنادار است و مقدار بار عاملی این متغیر آشکار بزرگ‌تر از ۰.۵ است. مقدار بار عاملی این متغیر آشکار در اندازه‌گیری متغیر مکنون برابر ۰.۶۵ است.

هم در مدل اندازه‌گیری و هم ساختاری مدل را از بعد تناسب و برازندگی توسط شاخص‌های بیان شده ارزیابی می‌کنیم. به‌طور کلی در کار با برنامه LISREL، هریک از شاخص‌های به دست آمده برای مدل به‌تنهایی دلیل برازندگی مدل یا عدم برازندگی آن نیستند، بلکه این شاخص‌ها را باید در کنار یکدیگر و با هم تفسیر کرد. جدول (۴) بیانگر مهم‌ترین این شاخص‌ها است. همچنین با توجه به مدل تحلیل عاملی شاخص‌هایی که بار معناداری ایجاد نکنند از مدل حذف می‌شوند و جهت ایجاد روایی همگرا سازه‌ها باید شاخص‌هایی که بار عاملی آن‌ها کمتر از ۰/۵ است را از مدل حذف کرد.

جدول (۴): شاخص‌های برازش مدل اولیه

نام شاخص	مقدار به دست آمده	حد مجاز
کای دو بر درجه آزادی	۳/۰۳۶	کمتر از ۳
RMSEA (ریشه میانگین مربعات خطای برآورد)	۰/۰۸۴	کمتر از ۰/۰۸
PNFI (شاخص برازش مقتصد هنجار شده)	۰/۸۵	بالاتر از ۰/۵
GFI (نیکویی برازش)	۰/۸۱	بالاتر از ۰/۸
AGFI (نیکویی برازش تعدیل شده)	۰/۷۸	بالاتر از ۰/۸
NFI (برازندگی نرم شده)	۰/۹۴	بالاتر از ۰/۹
RFI (شاخص برازش نسبی)	۰/۹۳	بالاتر از ۰/۹
IFI (شاخص افزایشی)	۰/۹۶	بالاتر از ۰/۹
NNFI (برازندگی نرم شده)	۰/۹۵	بالاتر از ۰/۹
CFI (شاخص برازش تطبیقی)	۰/۹۶	بالاتر از ۰/۹

البته ذکر این نکته ضروری است که جهت آزمایش نیکویی برازش مدل پژوهش ۲ یا ۳ شاخص از شاخص‌های جدول بالا کفایت می‌کند اما در پژوهش حاضر با توجه به خروجی نرم‌افزار لیزرل این شاخص‌ها محاسبه شده و نشان می‌دهد در بخش شاخص‌های مقتصد و مطلق به مرزهای نیکویی برازش رسیده است. برای ارزیابی روایی همگرایی و افتراقی مقادیر زیر را محاسبه کرده و در صورت برآورده شدن شرایط مندرج در جدول ۴ می‌توان ادعا کرد که روایی سازه‌ای برقرار است و مدل برآورد شده دارای اعتبار مناسبی است.

بحث و نتیجه

محققین بسیاری در کشورهای مختلف سعی در پاسخ به این سؤال داشتند که آیا بازار سهام در نقاط مختلف دنیا کارا است یا خیر. فرضیه بازار کارا بیان می‌کند که قیمت سهم منعکس‌کننده تمامی اطلاعات مربوط به آن سهم است، بنابراین اطلاعات به‌محض انتشار، بر قیمت سهم اثر گذاشته و البته در دریافت این اطلاعات، عدالت دسترسی نیز وجود دارد. اطلاعات توسط سرمایه‌گذاران عقلایی مورد بررسی قرار گرفته و جریان‌های نقد آزاد آتی شرکت برای سهامداران تخمین زده می‌شود. بدین ترتیب امکان محاسبه ارزش ذاتی وجود داشته و با مقایسه تفاوت ارزش ذاتی سهم و قیمت بازار آن، سرمایه‌گذاران به خرید یا فروش سهم می‌پردازند. با انجام این معاملات، فرصت‌های آربیتراژی نیز به حداقل رسیده و قیمت‌ها تا حد امکان در تعادل هستند (یعنی قیمت بازار و ارزش ذاتی نسبت به یکدیگر همگرا هستند)؛ بنابراین برای

سرمایه‌گذاران بسیار مهم است که بدانند در بازاری که سرمایه‌گذاری می‌کنند، آیا کارایی وجود دارد و این کارایی در چه سطحی است. بدیهی است نتایج این بررسی‌ها در سطح گسترده‌ای مورد استفاده معامله‌گران بازار سهام قرار گیرد. هدف این مقاله بررسی نقش بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه کشور بوده است. در این مطالعه از یک رویکرد داده بنیاد و اطلاعات آماری گردآوری شده از خبرگان حوزه مالی و اقتصادی در سال ۱۴۰۲ استفاده گردید. نتایج به دست آمده از این مطالعه بیانگر این بود که نقش مؤلفه‌های اقتصادی و مالی، مکانیسم بازار و کارکردهای اجرایی، کارکردهای نهادها و مؤلفه‌های مالی و حسابداری و شاخص استراتژی‌های مدیریتی و قانونی در بی‌قاعدگی‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران به ترتیب برابر با ۰/۷۲، ۰/۵۵، ۰/۶۹ و ۰/۶۵ بوده است. با توجه به نتایج به دست آمده پیشنهاد می‌گردد که در حال حاضر شرکت‌های سبدگرانی، مشاوره سرمایه‌گذاری و برخی دیگر از نهادهای فعال موظف هستند که قبل از شروع به ارائه خدمات خود به مشتریان، ارزیابی خوبی از میزان ریسک‌پذیری و ویژگی‌های شخصیتی و رفتاری آن‌ها کسب نمایند تا در جریان ارائه خدمات مالی و سرمایه‌گذاری به ایشان در نظر گرفته شده و مورد استفاده قرار گیرد. هم‌اکنون بدین منظور صرفاً از ابزار پرسشنامه استفاده می‌شود. به کارگیری یافته‌های این پژوهش نیز می‌تواند به مشاور سرمایه‌گذاری در شناخت بهتر بی‌قاعدگی رفتاری مشتریان کمک کند. شناخت رفتارهای فعالان حرفه‌ای بازار سرمایه در راستای بهبود کارایی بازار سرمایه ضروری است یافته‌های این پژوهش می‌تواند برای تدوین‌کنندگان قوانین و مقررات اثربخش در راستای بهبود کارایی بازار و افزایش آگاهی فعالان حرفه‌ای بازار سرمایه سودمند باشد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران تغییرات در بازار را درک می‌نمایند به همین خاطر مراجع قانون‌گذار باید در جهت قانونمند کردن بیشتر بازار سرمایه گام بردارند. از آنجاکه در این پژوهش، وجود رابطه بین بی‌قاعدگی بازار مالی و تصمیم سرمایه‌گذار تأیید شده است، مؤید این مطلب است که ارقام حسابداری دارای محتوای اطلاعاتی هستند، افشای بیشتر این متغیرها و توجه به آن می‌تواند باعث رونق و پویایی بازار شده و منبع اطلاعاتی جدیدی را برای سرمایه‌گذاران فراهم آورد.

References

- Anderson, A., Henker, J., & Owen, S. (2005). Limit order trading behavior and individual investor performance. *The Journal of Behavioral Finance*, 6(2), 52-62.

Asberg, K. K.; Bowers, C.; Renk, K., & McKinney, C. (2008). A Structural Equation Modeling Approach to the Study of Stress and Psychological Adjustment in Emerging Adults. *Child Psychiatry Human Development*, 39(4), 481-501

Aziz, B., & Abdolakhhan. M, (2016), Behavioral factors influencing individual investor's investment decision and performance, Evidence from Pakistan Stock Exchange, *International Journal of Research in Finance and Marketing (IJRFM)*, 6, 74-86.

Baghbani, G. S., & Behboudi, O. (2017). Factors affecting investors' behavior with a phenomenological approach. *Asset Management and Financial Management*, 5(3), 57-76. (in Persian)

Barber, B., & Odean, T. (2002). All that glitters: the effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. Working Paper, (University of California, Berkeley, CA).

Dadar, A., & Jafari, S. M. (2020). The effect of emotional investor behavior and free-floating shares on return in Tehran Stock Exchange using the generalized method of moments. *Investment Knowledge*, 9(34), 317-331. (in Persian)

Doojin, R.; Kim, H., & Yang, H. (2017). Investor sentiment, trading behavior and stock Returns". *Journal of Economics Letters*. 24(12).

Ebrahimi, K. A., & Taheri, M. (2015). The impact of quality on trade credit credibility. *Accounting Studies*, 2(8), 47-59. (in Persian)

Ebrahimi, L. A.; Pakizeh, K., & Raeisifar, K. (2019). The effect of investors' personality traits on investment performance with the mediating role of heuristic biases. 20(42), 107-128. (in Persian)

Ghayour Baghbani, S., & Behboudi, O. (2017). Factors affecting investors' behavior with a phenomenological approach. *Asset Management and Financial Management*, 5(3), 57-76. (in Persian)

Huang, C. S.; Yuan, Z.; Feng, A., & Abdel Zaher, A. (2019). Fair Value and Economic Consequences of Financial Restatements, *Finance Research Letters*.

KAFAYAT, A. (2014). Interrelationship of biases: effect investment decisions ultimately. *Theoretical and Applied Economics*, 18(6), 85-110.

Khazin, A., & Mohammadi, J. (2017). Optimization of time, cost, quality, and risk using the ant colony algorithm. *Economic Studies, Financial Management and Accounting*, 3(2), 18-36. (in Persian)

Khodaei Vela-Zaqard, M. (2010). The impact of stock price information on investment decisions. *Financial Engineering and Portfolio Management*, 1(3), 155-173. (in Persian)

Kim, K. A., & Nofsinger, J. R. (2003). The behavior and performance of individual investors in Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(1): 1-22.

Lo, H. C.; Wu, R. S., & Kweh, Q. L. (2017). Do institutional investors reinforce or reduce agency problems? Earnings management and the post-IPO performance. *International Review of Financial Analysis*, 52, 62-76.

Mirlohi, S. M., & Mohammadi Tudeshti, N. (2020). Optimal portfolio formation in Tehran Stock Exchange using hierarchical and partitioning clustering methods. 9(34), 333-354. (in Persian)

Mohammadi, T. (2011). *The nature of evaluation and challenges in converting quantitative evaluation to qualitative evaluation*. Master's thesis, University of Tehran. (in Persian)

Momeni, A., & Shahrokhi, S. M. (2017). The impact of financial crises on investment decisions. *Economic Studies, Financial Management and Accounting*, 3(4), 50-58. (in Persian)

Moradi, J., & Baqeri Mosallo, F. (2014). Financial growth of companies from internal sources considering the company life cycle. *Financial Management Strategy*, 3(2), 21-37. (in Persian)

Navissi, F.; Sridharan, V.G.; Khedmati, M.; Lim, E.K.Y., & Evdokimov, E. (2016). Business strategy, over-(under-) investment and managerial compensation. *Journal of Management Accounting Research*, 29(2), 63-86.

Nayebzadeh, S., & Mahmoudi Kehani, G. (2013). Capital market irregularities and optimal portfolio selection in Tehran Stock Exchange. *Investment Knowledge*, 2(6), 15-28. (in Persian)

Ngoc, L. T. B. (2013). Behavior Pattern of Individual Investors in Stock Market. *International Journal of Business and Management*, 9(1), 1.

Oh, N. Y. (2008). Investors' trading behavior and performance: online versus non-online equity trading in Korea. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(1), 26-43.

Pompian, M. (2006). *Behavioral finance and wealth management: How to build optimal portfolios that account for investor biases*. John Wiley and Sons, Inc.

Raee, R., & Falah Pour, S. (2004). Behavioral Finance: A Different Approach of Behavioral Finance Area. *Financial Researches Press*, 18, 78-106.

Raee, R., & Talangi, A. (2004). *Advanced Investment management*. Tehran: The Organization for Researching and Composing University Textbooks in the Humanities (SAMT).

Rasekhi, S., & Shahrazi, M. (2013). Modified R/S and DFA analyses for testing the efficiency of the foreign exchange market under two currency systems: A case study for Iran. *Iranian Economic Research*, 18(57), 1-26.

Rezaeian, A. (2008). *Fundamentals of organizational behavior management*. Tehran: The Organization for Researching and Composing University Textbooks in the Humanities (SAMT).

Rizzi, J. V. (2008). Behavioral basis of the financial crisis. *Journal of Applied Finance*, 18 (2): 84-96.

Robbins, S. (2011). *Essentials of organizational behavior with mymanagementlab*. Pearson Education Limited.

Schultz, D., & Schultz, S. (1999). *Theories of Personality*. Trans. Yahya Seyed Mohammadi, Tehran: Homa publication, 2nd edition.

Schwartz, H. (2002). Herbert Simon and behavioral economics. *Journal of Socio- Economics*. 31(3), 181-189.

Sedghi, H. (2005). *Investigation and Identification of Investor's Behavioral Dominant Styles in Tehran Stock Exchange*. Thesis of financial management Imam Sadeq University, Tehran.

Tari Vardi, Y., & Etamadi, H. (2016). The impact of presenting cash flow statements on professional investors' judgments. *Accounting and Auditing Reviews*, 45, 69-88. (in Persian)

Teddlie, C. & Tashakkori, A. (2012). Common core characteristics of mixed methods research. A review of critical issues and call for greater convergence. *American Behavioral Scientist*. 56(6): 774- 788.

Tuyon, J. & Ahmad Z. (2016). *Behavioural finance perspectives on Malaysian stockmarket efficiency*. Borsa Istanbul Review.

Wali.S & Rehman. Sh(2019), Behavioural factors influencing individual investors trade performance, *City University Research Journal*, 9(1), 164-177.

Zhang, R. (2016). Business strategy and firm performance:The moderating role of product market competition. Available at SSRN: <https://ssrn.com>.