



Behavioral Indicators and Investor Sentiments Regarding Portfolio Risk Tolerance

Mehdi Khajavi¹, Karim Nakhai²*, Habib allah Nakhai³, Qadrat allah Talebinia⁴

1. PhD Student, Department of Accounting, Birjand Branch, Islamic Azad University, Birjand, Iran.

2. Assistant Professor, Department of Accounting, Birjand Branch, Islamic Azad University, Birjand, Iran (Corresponding author).

3. Assistant Professor, Department of Accounting, Birjand Branch, Islamic Azad University, Birjand, Iran.

4. Associate Professor, Department of Accounting, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.

* Corresponding author email address: karim_nakhaei_1360@yahoo.com

Article Info

Article type:

Original

How to cite this article:

Khajavi M, Nakhai K, Nakhai H, Talebinia Q. (2024). Behavioral Indicators and Investor Sentiments Regarding Portfolio Risk Tolerance. *Dynamic Management and Business Analysis*, 3(3), 249-261.

<https://doi.org/10.22034/dmbaj.2024.2043048.1135>



© 2024 the author(s). Published by Knowledge Management Scientific Association. This is an open access article under the terms of the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) License.

ABSTRACT

Objective: This study aims to provide behavioral indicators and investor sentiments regarding portfolio risk tolerance.

Methodology: The research employs an interpretive paradigm and thematic analysis approach. In the qualitative phase, using purposive sampling, 16 interviews were conducted with investors until theoretical saturation was reached. The interview data were analyzed through open coding, producing a network of themes related to investors' sentiments and behavioral reactions concerning portfolio risk tolerance. These themes were categorized into 46 basic themes, 15 organizing themes, and 4 global themes: perceptual biases, judgment biases, emotional (affective) biases, and cultural factors. In the quantitative phase, to validate the qualitative model, a questionnaire based on qualitative findings was designed and completed by 256 experts, managers in the stock exchange field, and university professors. Cronbach's alpha and average extracted variance (AVE) for all components were above 0.7 and 0.5, respectively, and the composite reliability also exceeded the 0.7 threshold, confirming reliability and convergent validity.

Findings: Quantitative findings confirmed the validity of each of the four global themes, including perceptual, judgment, emotional biases, and cultural factors. The ranking results of the global themes indicated that judgment bias, with an average score of 5.13, had the highest rank in terms of likelihood and impact, significantly affecting investor sentiments and behavioral reactions concerning portfolio risk tolerance. Likewise, the other indicators, including perceptual biases, cultural factors, and emotional biases, followed in the subsequent ranks.

Conclusion: This study demonstrated that judgment biases play a more prominent role than other biases in shaping investor sentiments and behavioral reactions toward portfolio risk tolerance. These findings can assist analysts and financial managers in designing optimized strategies for managing investor behavior.

Keywords: *Investor Behavior, Behavioral Finance, Portfolio, Risk Tolerance.*

EXTENDED ABSTRACT

Introduction

The perspective of behavioral finance suggests that certain fluctuations in securities prices lack any fundamental rationale, with emotional behavior playing a significant role in price determination. This area has drawn significant interest as financial markets increasingly reveal the impact of investor psychology on decision-making (Shahraabadi & Yusefi, 2007). Behavioral finance studies suggest that non-rational factors, such as emotional biases and personal judgments, frequently affect investors' choices (Kim & Liandong, 2010). Investor sentiments, including risk tolerance and perceptions of market volatility, significantly contribute to price fluctuations, often independent of fundamental valuations (Grable & Lytton, 1999; Kannadhasan, 2015). Given the evolving financial landscape, understanding these psychological mechanisms becomes essential for managing portfolios effectively and designing interventions that minimize adverse reactions to market fluctuations (Eyshi Ravandi et al., 2024). The current study aims to investigate investor behavior concerning portfolio risk tolerance, focusing on behavioral indicators and sentiments that influence risk-related decisions.

Methodology

The study utilized a mixed-methods approach, combining qualitative and quantitative phases. In the qualitative phase, thematic analysis was performed on 16 interviews with expert investors using open coding to develop themes around behavioral reactions to risk tolerance. This process yielded 46 basic themes, 15 organizing themes, and four global themes: perceptual, judgmental, emotional, and cultural biases. These themes informed the development of a structured questionnaire, which was administered to 256 financial managers and academic experts in the quantitative phase. Reliability was established with a Cronbach's alpha greater than 0.7, while composite reliability confirmed the convergent validity of the thematic framework.

Findings

Results from the quantitative analysis validated the qualitative model, highlighting that judgmental bias was the most influential global theme, with an average score of 5.13. This bias includes aspects such as overconfidence and self-serving judgments, which substantially affect investor sentiments and reactions. Following judgmental bias, perceptual biases, cultural factors, and emotional biases also contributed to portfolio decisions but had relatively lower impacts. Statistical testing via Friedman's rank test confirmed significant differences among these biases, substantiating the prominence of judgmental biases in shaping risk tolerance.

Discussion and Conclusion

The findings of this study emphasize the significant impact of behavioral biases on investment decisions, especially in risk tolerance within stock portfolios. The research categorizes these biases into four main types: perceptual, judgmental, emotional, and cultural. Perceptual biases, such as stereotyping and limited attention, align with previous research indicating that investors often rely on cognitive

shortcuts, leading to incomplete evaluations of financial opportunities (Kartini & Nahda, 2021; Yazdan Panah & Ahmadi Mousavi, 2023). These biases can drive market overreactions or underreactions, with investors overlooking specific stock information due to stereotypical or limited focus (De Bondt & Thaler, 1985; Eyshi Ravandi et al., 2024; Hasanzadeh et al., 2023).

Judgmental biases, including self-serving bias and overconfidence, reveal that investors rely more on personal judgment than objective analysis, especially in uncertain environments. This reliance can result in unfavorable investment decisions and reduced portfolio diversification. Supporting findings from Tehran's stock market confirm that excessive confidence in personal information leads to unstable, less-diversified portfolios (Karimi & Mousavi Nejad Kamachali, 2023; Kuzmanovic et al., 2019).

Emotional biases, particularly loss aversion and regret avoidance, are consistent with Kahneman and Tversky's prospect theory (1979), which asserts that losses impact investors more strongly than equivalent gains (Asadi & Morshedi, 2019; Tuyon & Ahmad, 2016; Wei et al., 2022). This study finds that regret aversion inhibits investors from selling low-performing assets, resulting in suboptimal portfolio outcomes. Other research highlights that fear of loss exacerbates irrational market behaviors, deeply affecting investment choices (Banchit et al., 2020).

Finally, cultural factors, such as locus of control and investment habits, shape risk tolerance, indicating that cultural values significantly influence investment strategies. Prior studies corroborate that cultural preferences affect transaction frequency and portfolio diversity in Tehran's stock market (Seifollahi & Seifollahi Anar, 2021). Similarly, Naumer and colleagues (2023) stress that cultural inclinations distinctly shape investment decisions, reinforcing the cultural role in risk management and asset allocation (Naumer & Investors, 2023).

This study has limitations, as its sample comprises only participants from the Tehran Stock Exchange, possibly restricting generalization to other cultural or economic contexts. Self-reported data might also introduce bias, as participants may underreport or misinterpret their cognitive and emotional biases. Moreover, due to the qualitative nature of thematic analysis, findings rely heavily on subjective interpretation, which may affect reproducibility.

Future research should explore similar behavioral patterns in diverse cultural and economic environments to identify biases that are universal or culture-specific. Quantitative methods, such as experimental designs, could add objectivity to findings. Researchers could also examine the long-term effects of emotional and cultural biases on portfolio performance, particularly in volatile or high-risk markets.

Practically, investment advisors could educate clients on behavioral biases to foster awareness of irrational tendencies. Incorporating emotional regulation techniques into investment education could aid investors in managing losses and making balanced decisions. Regulatory bodies may also stabilize culturally influenced markets by implementing guidelines to reduce extreme cultural-driven reactions, helping to mitigate stock market volatility.



شاخص‌های رفتاری و احساسات سرمایه‌گذاران در خصوص ریسک‌پذیری سبد سهام

مهدی خواجوی^۱، کریم نخعی^{۲*}، حبیب اله نخعی^۳، قدرت اله طالبی نیا^۴
۱. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد بیرجند، دانشگاه آزاد اسلامی، بیرجند، ایران.
۲. استادیار گروه حسابداری، واحد بیرجند، دانشگاه آزاد اسلامی، بیرجند، ایران (نویسنده مسئول).
۳. استادیار گروه حسابداری، واحد بیرجند، دانشگاه آزاد اسلامی، بیرجند، ایران.
۴. دانشیار گروه حسابداری، واحد علوم تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.
*ایمیل نویسنده مسئول: karim_nakhaei_1360@yahoo.com

چکیده

اطلاعات مقاله

نوع مقاله

پژوهشی اصیل

نحوه استناد به این مقاله:

خواجوی م، نخعی ک، نخعی ح، طالبی نیا ق. (۱۴۰۳). شاخص‌های رفتاری و احساسات سرمایه‌گذاران در خصوص ریسک‌پذیری سبد سهام. مدیریت پویا و تحلیل کسب و کار، ۳(۳)، ۲۴۹-۲۶۱.



© ۱۴۰۳ تمامی حقوق انتشار این مقاله متعلق به نویسنده(گان) است. انتشار این مقاله به صورت دسترسی آزاد مطابق با گواهی (CC BY 4.0) صورت گرفته است.

هدف: این پژوهش با هدف ارائه شاخص‌های رفتاری و احساسات سرمایه‌گذاران در خصوص ریسک‌پذیری سبد سهام انجام شد. **روش‌شناسی:** این تحقیق از پارادایم تفسیری و روش تحلیل مضمون استفاده کرده است. در مرحله کیفی، با استفاده از روش نمونه‌گیری هدفمند، ۱۶ مصاحبه با سرمایه‌گذاران انجام شد تا اشباع نظری حاصل شود. داده‌های مصاحبه‌ها از طریق کدگذاری باز تحلیل شدند و شبکه‌ای از مضامین مرتبط با احساسات و واکنش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در قبال ریسک‌پذیری سبد سهام استخراج گردید. این مضامین در ۴۶ مضمون پایه، ۱۵ مضمون سازمان‌دهنده و ۴ مضمون فراگیر شامل سوگیری‌های ادراکی، سوگیری‌های قضاوتی، سوگیری‌های احساسی (عاطفی) و عوامل فرهنگی دسته‌بندی شدند. در مرحله کمی برای اعتبارسنجی مدل کیفی، پرسشنامه‌ای بر اساس یافته‌های کیفی طراحی و توسط ۲۵۶ نفر از کارشناسان و مدیران در حوزه بورس اوراق بهادار و اساتید دانشگاهی تکمیل شد. برای ارزیابی پایایی و روایی، آلفای کرونباخ و میانگین واریانس استخراج‌شده برای تمامی مؤلفه‌ها محاسبه شد که به ترتیب بالاتر از ۰٫۷ و ۰٫۵ بود و مقدار پایایی ترکیبی نیز از آستانه ۰٫۷ بیشتر بود. **یافته‌ها:** بر اساس یافته‌های کمی، اعتبار هر چهار مضمون فراگیر شامل سوگیری‌های ادراکی، قضاوتی، احساسی و عوامل فرهنگی تأیید شد. نتایج رتبه‌بندی مضامین فراگیر نشان داد که سوگیری قضاوتی، با میانگین امتیاز ۵٫۱۳، از لحاظ قابلیت وقوع و تأثیرگذاری بالاترین رتبه را در بین شاخص‌ها داشت و به‌طور قابل‌توجهی بر احساسات و واکنش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در خصوص میزان ریسک‌پذیری سبد سهام تأثیر می‌گذارد. به همین ترتیب، سایر شاخص‌ها شامل سوگیری‌های ادراکی، عوامل فرهنگی و سوگیری‌های احساسی در رتبه‌های بعدی قرار گرفتند. **نتیجه‌گیری:** این مطالعه نشان داد که سوگیری‌های قضاوتی نسبت به سایر سوگیری‌ها نقش برجسته‌تری در شکل‌دهی احساسات و واکنش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در برابر ریسک‌پذیری سبد سهام ایفا می‌کند. این یافته‌ها می‌تواند به تحلیلگران و مدیران مالی در طراحی استراتژی‌های بهینه برای مدیریت رفتار سرمایه‌گذاران کمک کند.

کلیدواژه‌گان: رفتار سرمایه‌گذاران، مالی رفتاری، سبد سهام، ریسک‌پذیری.

مقدمه

در مباحث سرمایه‌گذاری، نوع تصمیم‌گیری و عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری آن‌ها بسیار حائز اهمیت است. مالی رفتاری یکی از حوزه‌های مطالعاتی است که به سرعت گسترش یافته است و به بررسی فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری و عکس‌العمل آن‌ها نسبت به شرایط مختلف بازارهای مالی می‌پردازد و تأکید آن بر بیشتر به تأثیر احساسات، شخصیت، فرهنگ و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری است (Shahraabadi & Yusefi, 2007). دیدگاه مالی رفتاری نشان می‌دهد که برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار هیچ دلیل بنیادی ندارد و رفتار احساسی، نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها ایفا می‌کند (Kim & Liandong, 2010). شرکت‌هایی که مدیران ریسک‌گریزتری دارند، در زمان مواجهه‌شدن با موقعیت‌های همراه با ریسک و عدم اطمینان، تغییرات و میانگین سودشان کاهش می‌یابد؛ زیرا این مدیران حاضرند برای روبه‌رو شدن با ریسک کمتر، سود پایین‌تری را بپذیرند. وجود روحیه ریسک‌گریزی در مدیران موجب می‌شود آنان به انتخاب طرح‌های سرمایه‌گذاری با سودآوری و ریسک بالا تمایل نداشته باشند که در نتیجه، نرخ سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. همچنین مدیران ریسک‌گریز، فعالیت‌هایی با ریسک و بازده پایین را انتخاب کرده و از قبول تکنولوژی‌های جدید و پیشرفته همراه با ریسک بالا پرهیز می‌کنند. در چنین موقعیتی ممکن است بهره‌وری سازمان نیز کاهش یابد (Naumer & Investors, 2023).

ریسک‌پذیری به‌عنوان یکی از موضوعات مالی- رفتاری، میزانی است که با آن افراد تشویق می‌شوند به ابتکار عمل روی آورند و کارهای مخاطره‌آمیز انجام دهند. در واقع، ریسک‌پذیری تمایل فرد به قرار گرفتن در سناریوی تصمیم‌گیری است (Asadi & Morshedi, 2019; Banchit et al., 2020; Tamaradi & Salehi Nia, 2019). مبانی نظری در این زمینه، دو جهت کلی دارد: اول، نظریه چشم‌انداز که بیان می‌کند: ممکن است افراد اطلاعات را در مسیری منطقی تحلیل نکنند. بر اساس این نظریه در شرایط مساوی سود و زیان، تأثیر منفی ناشی از زیان در سرمایه‌گذار بیشتر از تأثیر مثبت کسب سود است. نظریه دوم، ریسک‌پذیری را خصیصه‌ای فردی می‌داند و معتقد است این مسئله به عوامل درونی فرد مرتبط می‌شود. بر اساس این نظریه، افراد با نیاز به موفقیت زیاد، تمایل بیشتری به قبول مخاطره دارند (Cui, 2024; Eyshi Ravandi et al., 2024; Kannadhasan, 2015; Messaoud et al., 2023). ترن (۲۰۱۷) الگوی رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی بورس اوراق بهادار تایپند را بررسی کرده است و به چهار تورش رفتاری اطمینان بیش‌ازحد، خوش‌بینی زیاد، روان‌شناسی ریسک و رفتار توده‌وار اشاره دارد. این عوامل، فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار را تحت تأثیر قرار می‌دهد (Tran, 2017). به عقیده سزارینی و همکاران (۲۰۰۹) دودسته عوامل داخلی و خارجی، ریسک‌پذیری افراد را تحت تأثیر قرار می‌دهد. آن‌ها معتقدند بخشی از ریسک‌پذیری، امری ذاتی و ناشی از تفاوت‌های وراثتی است؛ اما بخش دیگری از ریسک‌پذیری اکتسابی و حاصل تجربه‌های به‌دست‌آمده در طول زندگی افراد است (Cesarini et al., 2009; Van De Venter et al., 2012). تایون و احمد (۲۰۱۶) در مطالعه خود به ریسک‌های رفتاری سرمایه‌گذاران و نقش آن در شکل کلی قیمت سهام و نیاز به تدابیر مدیریتی و مقرراتی برای کاهش این نوع ریسک اشاره دارند. به نقش عقلانیت و سازگاری رفتاری سرمایه‌گذار در شکل‌گیری قیمت سهام نیز اشاره شده است (Tuyon & Ahmad, 2016). زانگ و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهش خود به ارتباط بین احساسات سرمایه‌گذاران با بازده چندین شاخص مهم بورس اوراق بهادار در چین دست یافتند. این ارتباط بین متغیرهای محلی قوی‌تر از ارتباط بین متغیرها در بین مناطق مختلف مشاهده شد (Zhang et al., 2017).

پژوهش‌های گرابل و لیتون، کاناداسان و کنجوسلیمان همگی درباره تحمل‌پذیری ریسک نشان داده است که چهار نوع ریسک‌پذیری وجود دارد: فیزیکی، اجتماعی، اخلاقی و مالی. ریسک‌پذیری مالی حداکثر زبانی است که شخص در زمان اتخاذ تصمیم‌های مالی قبول می‌کند (Grable & Lytton, 1999; Kannadhasan, 2015; Kunju Sulaiman, 2012). ریسک‌پذیری مالی، نقش تعیین‌کننده‌ای در انتخاب‌های

افراد دربارهٔ ثروت، بازنشستگی، ترکیب سبد سرمایه‌گذاری، بیمه و دیگر سرمایه‌گذاری‌ها و تصمیم‌های مالی مرتبط دارد (Kannadhasan, 2015). در مجموع و با توجه به تعاریف ارائه‌شده برای ریسک و ریسک‌پذیری، عواملی مانند حس سرمایه‌گذاران دربارهٔ ریسک (وضعیت روان‌شناختی سرمایه‌گذاران همچون قضاوت‌های ذهنی از ریسک‌پذیری و واکنش‌های عاطفی برای رفتارهای مالی)، میزان ریسکی که سرمایه‌گذاران می‌خواهند یا می‌توانند متحمل شوند (گرایش به ریسک و ظرفیت ریسک‌پذیری)، میزان شناخت سرمایه‌گذاران از ریسک، اهداف سرمایه‌گذاران (دورهٔ نگهداری سبد سرمایه‌گذاری، هدف از سرمایه‌گذاری، ترجیحات ریسک‌پذیری) و وضعیت مالی سرمایه‌گذاران را اجزای تشکیل‌دهندهٔ ریسک‌پذیری می‌توان دانست (Grable & Lytton, 1999; Lari Semnani, 2018; Lemaster & Strough, 2014).

میلی و همکاران (۲۰۲۳) به بررسی اثر نامتقارن کووید ۱۹ بر احساسات سرمایه‌گذار پرداختند. هدف این مطالعه بررسی تأثیر نامتقارن اعلامیه‌های روزانه در مورد کووید ۱۹ بر احساسات سرمایه‌گذاران در بازار سهام است. این مطالعه از مدل تأخیر توزیع خودرگرسیون غیرخطی استفاده می‌کند که بر تجزیه مجموع جزئی مثبت و منفی شاخص‌های کرونا تکیه دارد. تجزیه و تحلیل در دوره نمونه کامل از ۲۴ فوریه ۲۰۲۰ تا ۲۵ مارس ۲۰۲۱ انجام شده است. نتایج نشان می‌دهد که موارد جدید تأثیر بیشتری بر احساسات سرمایه‌گذاران در مقایسه با اعلام روزانه مرگ‌های جدید مرتبط با کووید ۱۹ دارد. این مقاله علاوه بر آشکار کردن تأثیر قابل توجه موارد جدید کووید ۱۹ و اعلامیه‌های جدید مرگ به صورت روزانه بر احساسات سرمایه‌گذاران در کوتاه‌مدت و بلندمدت، غیرخطی بودن و عدم تقارن این رابطه را در کوتاه‌مدت و بلندمدت برجسته می‌کند. احساسات سرمایه‌گذاران بیشتر از اخبار مثبت تحت تأثیر اخبار منفی در مورد کووید ۱۹ است (Mili et al., 2023). کریمی و موسی نژاد کماچالی (۱۴۰۲) به بررسی انتخاب سبد سرمایه‌گذاری بهینه در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رویکرد تلفیقی خوشه‌بندی و تصمیم‌گیری چند معیاره پرداختند. در مهر و موم‌های اخیر، بازار سهام به یکی از بازارهای جذاب و رو به رشد برای سرمایه‌گذاران تبدیل شده است. اما سرمایه‌گذاران برای افزایش دقت و سرعت در تصمیم‌گیری، نیاز به معیارهای درست بهینه‌سازی سبد سهام دارند. انتخاب درست این معیارها منجر به کاهش زیان‌های ناشی از سرمایه‌گذاری و همچنین افزایش بازده متناسب با ریسک می‌گردد. در این تحقیق با استفاده از تصمیم‌گیری چند معیاره و خوشه‌بندی راهکاری برای انتخاب بهینه سبد سهام ارائه شده و صنعت پتروشیمی مورد بررسی قرار گرفته است. بر اساس نتایج تحقیق، شرکت‌ها در حالت بهینه، به ۳ خوشه تقسیم شده‌اند. با استفاده از روش چند معیاره تاپسیس شرکت‌های موجود در هر یک از خوشه‌ها نیز مورد بررسی قرار گرفتند و نتایج بررسی مشخص کرد که شجم، زجان و شپترو به‌عنوان برترین شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری در صنعت پتروشیمی می‌باشند (Karimi & Mousavi Nejad Kamachali, 2023). اسدی و مرشدی (۱۳۹۸) مقاله‌ای با عنوان واکاوی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر خطر سقوط قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران» طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ است. برای بررسی فرضیه‌های این پژوهش از تحلیل رگرسیون ترکیبی / تلفیقی استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین احساسات سرمایه‌گذاران (بر اساس شاخص آرمز) و معیارهای مختلف خطر سقوط قیمت سهام، رابطه مستقیم وجود دارد؛ به بیان دیگر با افزایش شاخص آرمز که نشانگر احساسات سرمایه‌گذاران است، خطر سقوط قیمت سهام افزایش می‌یابد. نتایج همچنین حاکی از تأثیر منفی و معنادار نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری در ارتباط فوق است و ارتباط معناداری بین متغیرهای نسبت بدهی، نسبت سودآوری و ریسک‌پذیری شرکت با خطر سقوط سهام مشاهده نشد (Asadi & Morshedi, 2019). بخردی نسب (۱۳۹۷) مقاله‌ای با عنوان بررسی تأثیر الگوهای رفتاری توده‌وار در پذیرش ریسک فراوان بدون اطلاعات کافی در به‌کارگیری ابزارهای نوین مالی اسلامی انجام داد. در این پژوهش به بررسی تأثیر الگوهای رفتاری توده‌وار در پذیرش ریسک فراوان بدون اطلاعات کافی در به‌کارگیری ابزارهای نوین مالی اسلامی پرداخته شده است. روش اجرای پژوهش بدین صورت بوده که با استفاده از رگرسیون انحراف معیار مقطعی اوراق اسلامی برای ۲۴ شرکت که از صکوک اجاره و مراحه طی



بازده زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ استفاده نمودند، رفتار توده‌وار برای سرمایه‌گذارانی که از ابزارهای نوین مالی اسلامی استفاده نمودند، بررسی شد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که در بازار سرمایه ایران، سرمایه‌گذاران در به‌کارگیری ابزارهای نوین مالی اسلامی رفتار توده‌وار ندارند. به عبارتی سرمایه‌گذاران در به‌کارگیری صکوک از رفتار دیگر سرمایه‌گذاران تقلید و پیروی نمی‌کنند (Bekhradi Nesab, 2018).

با توجه به اهمیت بورس اوراق بهادار در توسعه اقتصاد ملی و نقش سرمایه‌گذاران حقیقی در آن باید ضمن شناخت دقیق‌تر عوامل روانی و رفتارهای فردی سرمایه‌گذاران حقیقی، بتوان به‌صورت علمی، رفتارهای آتی آن‌ها را تا حدی پیش‌بینی نموده که به‌نوعی در شفافیت بازار هم نقش‌آفرین خواهد بود. مسئله‌ای که در حال حاضر در بورس تهران خودنمایی می‌کند، عدم شناخت صحیح عوامل رفتاری (به‌ویژه متغیرهای روان‌شناختی) مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاران می‌باشد. این عدم شناخت صحیح این عوامل سبب می‌شود که منابع مالی به‌خوبی تجهیز نشوند و کارایی بازار کاهش پیدا کند و درنهایت سبب اتلاف منابع در این بازار گردد. بنابراین شناخت عوامل مذکور می‌تواند علاوه بر توسعه دانش مالی رفتاری در کشور به آشنا کردن سرمایه‌گذاران با تورش‌هایی که ناخواسته در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری خود با آن‌ها مواجه هستند، کمک کرده و همچنین به مسئولین بورس در وضع قوانین و مقرراتی که بازار را به تعادل پایدار می‌رساند، یاری رسانده و بدین ترتیب از بروز ناهنجاری‌هایی نظیر حباب قیمتی بورس در سال ۱۳۸۳ جلوگیری کند. از عوامل تأثیرگذار بر رشد و توسعه بازار سرمایه، می‌توان به ارکان اصلی تشکیل‌دهنده بازار و ساختن آن‌ها اشاره نمود. سرمایه‌گذاران یکی از ارکان اصلی این بازار می‌باشند. بنابراین کسب شناخت در مورد رفتارها و عکس‌العمل‌های آن‌ها در بورس می‌تواند نقش مهمی در تعیین روند بازار ایفا کرده و پس از آن بر کل اقتصاد اثرگذار خواهد بود. به‌گونه‌ای که شناخت صحیح عوامل رفتاری مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، هم برای خود آن‌ها و هم برای ارکان اصلی بورس دارای اهمیت فراوانی می‌باشد. اولاً شناخت صحیح این عوامل برای سرمایه‌گذاران از این جهت اهمیت دارد که به آن‌ها کمک می‌کند تا عوامل رفتاری مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را بهتر شناخته و در دام‌هایی که ریشه در ذهن و روان آن‌ها داشته و به علت خطاهای شناختی و احساسی در مسیر آن‌ها پیدا شود، نیفتند و درنهایت آن‌ها را در بهبود عکس‌العمل‌هایشان برای کسب بازده‌های مطلوب‌تر یاری کند. ثانیاً سازمان بورس و اوراق بهادار تهران نیز می‌تواند با به‌کارگیری اطلاعات به‌دست‌آمده از این تحقیق و درک بهتری که از رفتارهای سرمایه‌گذاران حاصل نماید. در این راستا، قوانین، مقررات، رویه‌ها و دستورالعمل‌های بهتر و دقیق‌تری برای کارا تر شدن بازار وضع کرده و همچنین در فعالیتهای نظارتی خود بهتر عمل کند. در نتیجه این کارایی و با نزدیک شدن قیمت سهام شرکت‌ها به ارزش‌های ذاتی خود، بازار سهام نیز نقش خود را به‌عنوان دماسنج اقتصاد کشور بهتر ایفا کرده و درنهایت شاهد ایفای نقش بهتر بورس در اقتصاد کشور که همانا جذب بیشتر سرمایه‌گذاران و فراهم کردن سرمایه برای شرکت‌ها می‌باشد، خواهیم (Abdolrahimian et al., 2018)

با توجه به اینکه هرگونه تغییر در شرایط اقتصادی، سیاسی و غیره می‌تواند به‌سرعت بر بورس اوراق بهادار تأثیر گذاشته و آن را دچار نوسان کند، یافتن عواملی که باعث وجود آمدن چنین نوسان‌هایی می‌شوند بسیار بااهمیت خواهد بود. جدای از شرایط سیاسی، اقتصادی که مطالعات بسیاری پیرامون آن انجام گرفته است، جنبه بسیار مهمی که نادیده گرفته شده و در واقع در نظریات کلاسیک جایی برای آن در نظر گرفته نشده است، هدف این مطالعه خواهد بود و این جنبه مهم مکانیزم‌های روان‌شناختی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار است. یافتن این مکانیزم در پیش‌بینی‌های بازار بسیار یاری‌دهنده خواهد بود و در توضیح تناقض‌های پیش‌آمده در بحث تئوری بازار کارا می‌تواند کمک‌کننده باشد. در یک محیط سرمایه‌گذاری همراه با گرایش سفته‌بازی، مدیریت ریسک یک نقش کمک‌کننده و ضروری در ثبات و توسعه بیشتر بازار سرمایه بازی خواهد کرد. تئوری‌های کلاسیک مالی برگرفته از بازارهای توسعه‌یافته به‌تدریج برای راهنمایی سرمایه‌گذاران جهت غلبه بر ریسک‌های مربوطه ناکارا می‌شوند و جهت مدیریت ریسک از اعتبار خارج می‌شوند. این مطالعه جهت فراهم آوردن پیشنهادهای روانی و مدیریتی در مدیریت ریسک بازار اوراق بهادار و کمک کردن به تعیین یک سیستم پیشگیرانه روانی ملی در طول بحران‌های سهام کمک‌کننده

خواهد بود (Kamali Ardekani & Rajabi Ghiri, 2015). لذا، این پژوهش سعی دارد ادبیات علمی کشور در بررسی عوامل اثرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران را گسترش دهد و بدین‌وسیله رهیافتی برای شفاف‌سازی بیشتر تصمیم‌گیری ایشان در بورس اوراق بهادار ارائه کند. این تحقیق پس از بررسی عمیق و جامع ادبیات علمی و تدوین مدل آغازین خود، آن را به نظرخواهی خبرگان سپرده است. لذا، مطالعه حاضر با هدف ارائه شاخص‌های رفتاری و احساسات سرمایه‌گذاران در خصوص ریسک‌پذیری سبد سهام در سال ۱۴۰۱ تدوین شده است.

روش پژوهش

پژوهش حاضر به لحاظ رویکرد آمیخته اکتشافی از نوع (کیفی و کمی) است و به لحاظ ماهیت داده روش پژوهش از نوع ترکیبی یا تلفیقی و به لحاظ هدف از نوع توسعه‌ای می‌باشد که روش تحقیق در بخش کیفی به صورت تحلیل مضمون و در بخش کمی به صورت پیمایشی می‌باشد. بنابراین نمونه آماری در دو بخش انتخاب شده‌اند:

۱. جامعه کیفی در این پژوهش عبارت‌اند از خبرگان و اساتید دانشگاه و متخصصین رشته‌های مدیریت مالی، حسابداری و آشنا به حوزه مباحث رفتاری سرمایه‌گذاران در بازارهای سرمایه بوده است. در این تحقیق به تناسب نوع روش به کار گرفته شده از نمونه‌گیری نظری بهره گرفته شده است. در نمونه‌گیری نظری فرآیند تکرار شونده سازمانی ادامه یافت که به کفایت محتوایی رسیدیم و به اصطلاح به اشباع نظری دست یافتیم که در آن‌ها کدها تکرار شدند. در فاز اول این پژوهش با استفاده از روش مصاحبه نیمه ساختاریافته عمیق با اساتید برجسته دانشگاهی رشته مدیریت مالی و همچنین چند تن از دانشجویان مقطع دکتری و ارشد مدیریت مالی به گردآوری داده‌های کیفی پرداخته شده است. ۲. در بخش کمی جامعه آماری شامل کلیه کارشناسان و مدیران و کارکنان سازمان بورس اوراق بهادار، اساتید دانشگاهی و مدیران دارای زمینه کاری مرتبط در سال ۱۴۰۲ می‌باشد و با استفاده از روش نمونه‌گیری در دسترس تعداد ۲۹۷ نفر به عنوان نمونه تحقیق انتخاب گردیدند. در فاز دوم، در بخش کمی از ابزار پرسشنامه برای گردآوری داده‌ها استفاده شد و روایی و پایایی آن مورد بررسی قرار گرفت.

پرسشنامه تحقیق حاضر شامل دو بخش اصلی می‌باشد. بخش اول مشخصات دموگرافیک مربوط به نمونه آماری و بخش دوم سؤالات اصلی تحقیق برای سنجش متغیرها می‌باشد. پرسشنامه تحقیق حاضر با استفاده از طیف لیکرت ۵ گزینه‌ای که شبه‌فاصله‌ای می‌باشد و بیشترین کارایی را در تحقیقات رفتاری دارد، تدوین شده است. با روش ارزش‌گذاری ذکر شده برای گزینه‌های خیلی زیاد طیف لیکرت، ارزش یا مقدار ۱ و برای گزینه‌های خیلی کم طیف لیکرت، ارزش یا مقدار ۵ در نظر گرفته شده، مقیاس ترتیبی یا رتبه‌ای به مقیاس شبه‌فاصله‌ای تبدیل می‌شود که امکان استفاده پژوهشگر از مدل‌سازی معادلات ساختاری را فراهم می‌کند. در این تحقیق از روش کدگذاری نکات کلیدی استفاده شده است. در مجموع ۱۶ مصاحبه با خبرگان این حوزه انجام شد که قابل پیاده‌سازی و تحلیل تشخیص داده شده است. متن مصاحبه‌ها (کلیه نکات کلیدی) به منظور استخراج کدهای اولیه، مورد بررسی قرار گرفتند. محقق ابتدا از طریق خواندن و بازخوانی مکرر داده‌ها با عمق داده‌ها آشنا گردید. سپس در گام بعدی به ایجاد کدهای اولیه از داده‌ها مبادرت ورزید. در مرحله سوم با غربالگری، حذف کدهای تکراری و یکپارچه نمودن کدهای هم‌معنی، مضامین به دست آمده از متون مصاحبه‌ها مقوله‌بندی شدند. بدین ترتیب پس از حذف مفاهیم تکراری و هم مفهوم، مفاهیم اولیه به ۴۶ مفهوم پایه تعدیل گردید.

یافته‌ها

با نظر پژوهشگر و چهار نفر دکتری حسابداری و رفتارشناسی مضامین به ۴۶ مضمون پایه و ۱۵ مضمون سازمان دهنده و چهار مضمون فراگیر مطابق جدول ۱ دسته‌بندی گردید.

جدول ۱

مضامین فراگیر، سازمان دهنده و پایه

مضامین فراگیر	مضامین سازماندهنده	مضامین پایه
سوگیری ادراکی	قابلی اندیشیدن دسترسی توجه محدود	غلبه مشابهت‌ها، تسری قالب‌ها و دسته‌بندی‌ها، عدم بررسی تفاوت‌ها تصمیم بر اساس افراد، گروه‌ها و منابع در دسترس (شناخته‌شده) توجه و بررسی موقعیت‌های شناخته‌شده، توجه به اتفاقات خاص روزانه (برجستگی)
سوگیری قضاوتی	خود خدمتی (خطای اسنادی)	انتساب عملکرد مطلوب به خود (عوامل درونی) و عملکرد نامطلوب به عوامل بیرونی
	نقطه مرجع (نقطه اتکا) خود بیش‌نگری	تعیین اهداف و آستانه‌های سود و زیان، تعیین نقاط اتکا در تصمیم‌گیری بهبتر دانستن خود در اطلاعات، تحلیل، تصمیم. بزرگ‌نمایی توانمندی‌های خود
سوگیری احساسی (عاطفی)	حسرت‌گریزی	ندامت نسبت به از دست دادن سایر فرصت‌ها، نگرانی نسبت به نقد نشدن (بلوکه شدن) سرمایه، نگرانی نسبت به حرکتهای معکوس بعد از اجرای تصمیم
	توجیه‌گرایی	عدم پذیرش اطلاعات منفی، توجیه اطلاعات منفی، نادیده گرفتن اطلاعات منفی
	زیان‌گریزی	عدم تمایل نسبت به شناسایی زیان، اولویت اول حفظ سرمایه، اولویت دوم کسب سود
	ریسک‌پذیری فزاینده	افزایش آستانه پذیرش ریسک بعد از رسیدن به نقطه (فاصله) قیمتی مطلوب
	خوش‌بینی تحمل ابهام	اعتقاد به حصول موفقیت، نگرش مثبت نسبت به آینده اخذ تصمیم بعد از بررسی جامع، یافتن نظم و توالی امور، عدم تمایل مواجهه با موضوعات و مسائل پیچیده
	کانون کنترل	اعتقاد به تأثیر بخت و اقبال، عدم اعتقاد به تأثیر دانش و تحلیل، عدم امکان برنامه‌ریزی برای آینده، مقهور عوامل بیرونی بودن، یکسان بودن عملکرد مبتدیان و افراد حرفه‌ای، عدم انتساب موفقیت‌ها و شکست‌ها به عملکرد فردی
	عادت به سرمایه‌گذاری	برنامه‌ریزی منظم تخصیص منابع مالی، عدم مصرف منابع مازاد، عدم تمایل به مصارف روزمره و تمایل به سرمایه‌گذاری
	نظام ارزشی	ارزشمند بودن سرمایه‌گذاری، تمایل به امور اقتصادی مطلوب، انطباق تصمیم با دستورات دینی، اعتقاد به عدم مغایرت مکانیزم‌های معاملات با دستورات شرعی

نتیجه آزمون معنی‌داری فریدمن برای اولویت‌بندی متغیرهای تحقیق در ادامه نشان داده شده است.



جدول ۲

جدول رتبه‌بندی مؤلفه‌های مرتبط با احساسات و واکنش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران

ردیف	متغیر	میانگین رتبه
۱	سوگیری قضاوتی	۵,۱۳
۲	سوگیری ادراکی	۵,۰۸
۳	عوامل فرهنگی	۴,۷۰
۴	سوگیری احساسی	۴,۶۷

جدول ۳

نتیجه آزمون معنی‌داری فریدمن

ردیف	نوع آزمون	Chi-Square	درجه آزادی	Asymp. Sig
۱	فریدمن	۶۹.۱۶	۳	۰.۰۰

بر اساس نتایج آزمون فریدمن می‌توان گفت که سوگیری قضاوتی رتبه بالاتری (۵,۱۳) نسبت به سایر شاخص‌ها از لحاظ قابلیت وقوع و تأثیرگذاری می‌باشد و دارای اثرگذاری بیشتری در احساسات و واکنش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در خصوص میزان ریسک‌پذیری سبد سهام می‌باشد و به همین ترتیب سایر شاخص‌های سوگیری ادراکی، عوامل فرهنگی و سوگیری احساسی به ترتیب در رتبه‌های بعدی قرار می‌گیرند. همچنین بر اساس آزمون کای دو و سطح معنی‌داری کمتر از مقدار ۰/۰۵ است، ادعای یکسان بودن میانگین رتبه‌های متغیر از لحاظ مطلوبیت پذیرفته نمی‌شود.

بحث و نتیجه‌گیری

یافته‌های این پژوهش نشان‌دهنده تأثیر قابل توجه سوگیری‌های رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، به ویژه در زمینه پذیرش ریسک در سبد سهام است. تحلیل‌های این پژوهش چهار دسته اصلی از این سوگیری‌ها را شامل می‌شود: سوگیری‌های ادراکی، قضاوتی، احساسی و فرهنگی. نقش سوگیری‌های ادراکی مانند تفکر قالبی و توجه محدود با یافته‌های مطالعات قبلی مطابقت دارد که نشان می‌دهند سرمایه‌گذاران اغلب از میانبرهای شناختی برای پردازش اطلاعات استفاده می‌کنند، که ممکن است به ارزیابی ناقص فرصت‌های مالی منجر شود (Kartini & Nahda, 2021; Yazdan Panah & Ahmadi Mousavi, 2023). همچنین، نتایج مطالعات مختلف تأکید می‌کند که این سوگیری‌های شناختی می‌توانند باعث واکنش‌های بیش‌ازحد یا کمتر از حد در بازار شوند، به طوری که سرمایه‌گذاران به دلیل کلیشه‌ها یا توجه محدود، از اطلاعات خاص سهام چشم‌پوشی می‌کنند (De Bondt & Thaler, 1985; Eyshi Ravandi et al., 2024; Hasanzadeh et al., 2023). سوگیری‌های قضاوتی، از جمله سوگیری خودخدمتی و بیش‌نگری، نشان‌دهنده اتکای سرمایه‌گذاران به قضاوت شخصی به جای تحلیل‌های عینی است. در این پژوهش مشخص شد که اتکای سرمایه‌گذاران به قضاوت‌های شخصی خود در محیط‌های عدم اطمینان می‌تواند منجر به تصمیمات نامطلوب و کاهش تنوع پرتفوی شود. یافته‌های Karimi و موسوی‌نژاد کماچالی (۱۴۰۲) در بورس تهران نیز این دیدگاه را تایید می‌کند؛ چرا که سرمایه‌گذاران اغلب به توانایی اطلاعاتی خود اعتماد بیش از حد دارند که این امر به پورتفوی‌های ناپایدار و متنوع‌نشده منجر می‌شود (Karimi & Mousavi Nejad Kamachali, 2023). همچنین، پژوهش Kuzmanovic و همکاران (۲۰۱۹) تأکید دارد که

سوگیری‌های قضاوتی می‌توانند انتخاب‌های پرتفوی را به شدت به سوی اعتماد به نفس کاذب سرمایه‌گذاران منحرف کنند (Kuzmanovic et al., 2019).

سوگیری‌های احساسی، به ویژه زیان‌گریزی و حسرت‌گریزی، با نظریه چشم‌انداز کانمن و تورسکی (۱۹۷۹) همخوانی دارد که بیان می‌کند زیان‌ها نسبت به سودهای مشابه، تأثیر بیشتری بر سرمایه‌گذاران دارند (Asadi & Morshedi, 2019; Tuyon & Ahmad, 2016; Wei et al., 2022). یافته‌های این پژوهش نشان‌دهنده این است که واکنش‌های احساسی همچون حسرت‌گریزی، سرمایه‌گذاران را از فروش دارایی‌های کم‌بازده بازمی‌دارد که به نتایج نامطلوب در پرتفوی منجر می‌شود. همچنین پژوهش Banchit و همکاران (۲۰۲۰) تأکید می‌کند که ترس از زیان می‌تواند رفتارهای غیرمنطقی در بازار را تشدید کند، که این تمایلات عمیقاً در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری نقش دارند (Banchit et al., 2020).

در نهایت، عوامل فرهنگی شامل کانون کنترل و عادات سرمایه‌گذاری، میزان تحمل ریسک فرهنگی را نشان می‌دهند. این پژوهش نشان داد که ارزش‌های فرهنگی بر عادات سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد و یافته‌های پیشین را تایید می‌کند که گرایش‌های فرهنگی در بازار بورس تهران بر تعداد معاملات و تنوع پرتفوی تأثیرگذار هستند (Seifollahi & Seifollahi Anar, 2021). هم‌چنین هم‌راستا با پژوهش Naumer و همکاران (۲۰۲۳)، رابطه بین گرایش‌های فرهنگی و ترجیحات سرمایه‌گذاری به وضوح نقش فرهنگی را در شکل‌دهی به تصمیمات سرمایه‌گذاری برجسته می‌کند (Naumer & Investors, 2023).

این پژوهش با چندین محدودیت روبرو بود. نمونه این پژوهش تنها از شرکت‌کنندگان در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شد، که ممکن است تعمیم‌پذیری نتایج به سایر زمینه‌های فرهنگی یا اقتصادی را محدود کند. علاوه بر این، داده‌های خودگزارشی ممکن است سوگیری‌هایی را ایجاد کند، زیرا افراد ممکن است سوگیری‌های ادراکی و احساسی خود را کمتر گزارش دهند یا اشتباه تفسیر کنند. همچنین، به دلیل ماهیت کیفی تحلیل مضمون، یافته‌ها به شدت به تفسیر ذهنی وابسته‌اند که ممکن است بر تکرارپذیری این مطالعه تأثیر بگذارد. پژوهش‌های آینده می‌توانند الگوهای رفتاری مشابه را در محیط‌های فرهنگی و اقتصادی مختلف بررسی کنند تا سوگیری‌های سرمایه‌گذاری که ممکن است جهانی یا خاص فرهنگی باشند، شناسایی کنند. همچنین استفاده از روش‌های کمی مانند طرح‌های آزمایشی می‌تواند عینیت بیشتری به یافته‌ها ببخشد. محققان همچنین می‌توانند تأثیر بلندمدت سوگیری‌های احساسی و فرهنگی بر عملکرد پرتفوی، به ویژه در بازارهای ناپایدار یا پرریسک، را بررسی کنند.

برای کاربردهای عملی، مشاوران سرمایه‌گذاری می‌توانند با آموزش سرمایه‌گذاران در مورد سوگیری‌های رفتاری، به آن‌ها در آگاهی از گرایش‌های غیرمنطقی کمک کنند. ترکیب تکنیک‌های تنظیم هیجان در آموزش سرمایه‌گذاری نیز می‌تواند به سرمایه‌گذاران در مدیریت زیان‌ها و اتخاذ تصمیمات متعادل‌تر کمک کند. همچنین، سازمان‌های نظارتی می‌توانند با معرفی دستورالعمل‌هایی برای کاهش واکنش‌های شدید ناشی از ارزش‌های فرهنگی، به تثبیت نوسانات بازار سهام در بازارهای تحت تأثیر فرهنگ کمک کنند.

تعارض منافع

در انجام مطالعه حاضر، هیچ‌گونه تضاد منافی وجود ندارد.

مشارکت نویسندگان

در نگارش این مقاله تمامی نویسندگان نقش یکسانی ایفا کردند.



در انجام این پژوهش تمامی موازن و اصول اخلاقی رعایت گردیده است.

شفافیت داده‌ها

داده‌ها و مآخذ پژوهش حاضر در صورت درخواست از نویسنده مسئول و ضمن رعایت اصول کپی رایت ارسال خواهد شد.

حامی مالی

این پژوهش حامی مالی نداشته است.

References

- Abdolrahimian, M. H., Torabi, T., Sadeghi Sharif, S. J., & Darabi, R. (2018). Presenting a Behavioral Model for Individual Investor Decision-Making in the Tehran Stock Exchange. *Investment Knowledge*, 7(26), 113-129. https://jik.srbiau.ac.ir/article_12604.html?lang=en
- Asadi, G., & Morshedi, F. (2019). Analysis of the Impact of Investor Sentiment on Stock Price Crash Risk in the Tehran Stock Exchange. *Financial Management Perspective*, 9(25). https://jfm.sbu.ac.ir/article_95697.html
- Banchit, A., Abidin, S., Lim, S., & Morni, F. (2020). Investor Sentiment, Portfolio Returns, and Macroeconomic Variables. *Journal of Risk and Financial Management*, 13, 259. <https://doi.org/10.3390/jrfm13110259>
- Bekhradi Nesab, V. (2018). Examination of Herding Behavior Patterns in Risk Acceptance Without Adequate Information in the Use of Modern Islamic Financial Tools. *Journal of Law and Finance*, 2(5), 55-78.
- Cesarini, D., Dawes, C. T., Johannesson, M., Lichtenstein, P., & Wallace, B. (2009). Genetic variation in preferences for giving and risk-taking. *Quarterly Journal of Economics*, 124(2), 809-842. <https://doi.org/10.1162/qjec.2009.124.2.809>
- Cui, Z. (2024). Heterogeneous Institutional Investor Attention and Corporate Tax Avoidance Behavior. *Frontiers in Management Science*, 3(2), 77-91. <https://doi.org/10.56397/fms.2024.04.09>
- De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? *Journal of Finance*, 40(3), 793-805. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05004.x>
- Eyshi Ravandi, M., Moeinaddin, M., Taftiyan, A., & Rostami Bashmani, M. (2024). Investigating the Impact of Investor Sentiment and Liquidity on Stock Returns of the Iranian Stock Exchange. *Dynamic Management and Business Analysis*, 3(1), 40-52. <https://doi.org/10.22034/dmbaj.2024.2038046.1068>
- Grable, J. E., & Lytton, R. H. (1999). Financial risk tolerance revisited: The development of a risk assessment instrument. *Financial Services Review*, 8, 163-181. [https://doi.org/10.1016/S1057-0810\(99\)00041-4](https://doi.org/10.1016/S1057-0810(99)00041-4)
- Hasanzadeh, I., Sheikh, M. J., Arabzadeh, M., & Farzinfar, A. A. (2023). The Role of Economic Policy Uncertainty in Relation to Financial Market Instability and Stock Liquidity in Tehran Stock Exchange Companies. *Dynamic Management and Business Analysis*, 2(3), 163-178. <https://doi.org/10.22034/dmbaj.2024.2031971.2315>
- Kamali Ardekani, M., & Rajabi Ghiri, A. (2015). Examination of Psychological Effects and Factors Influencing Investor Risk Perception in the Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial and Economic Policies*, 3(10), 125-142. <http://qjefp.ir/article-1-236-en.html>
- Kannadhasan, M. (2015). Retail investors' financial risk tolerance and their risk-taking behaviour: The role of demographics as differentiating and classifying factors. *IIMB Management Review*, 27, 175-184. <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2015.06.004>
- Karimi, N., & Mousavi Nejad Kamachali, A. (2023). Optimal Investment Portfolio Selection in the Tehran Stock Exchange Using an Integrated Clustering and Multi-Criteria Decision-Making Approach. 9th International Conference on Industrial Engineering and Systems, Mashhad,
- Kartini, K., & Nahda, K. (2021). Behavioral Biases on Investment Decision: A Case Study in Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 1231-1240. <https://koreascience.kr/article/JAKO202106438543762.pdf>
- Kim, J., & Liandong, Z. (2010). Does Accounting Conservatism Reduce Stock Price Crash Risk? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1521345>
- Kunju Sulaiman, E. (2012). An empirical analysis of financial risk tolerance and demographic features of individual investors. *Procedia Economics and Finance*, 2, 109-115. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(12\)00070-6](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(12)00070-6)

- Kuzmanovic, M., Nikolić, D., & Nikolić, N. (2019). Preference Based Portfolio for Private Investors: Discrete Choice Analysis Approach. *Mathematics*, 8(1), 30. <https://doi.org/10.3390/math8010030>
- Lari Semnani, B. (2018). Examination of Mood Effects on Investor Risk-Taking in the Tehran Stock Exchange. *Asset Management and Finance*, 6(1 (Issue 20)), 1107-1120. https://amf.ui.ac.ir/article_21352.html?lang=en
- Lemaster, P., & Strough, J. (2014). Beyond Mars and Venus: Understanding gender differences in financial risk tolerance. *Journal of Economic Psychology*, 42, 148-160. <https://doi.org/10.1016/j.joep.2013.11.001>
- Messaoud, D., Ben Amar, A., & Boujelbene, Y. (2023). Investor sentiment and liquidity in emerging stock markets. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 39(4), 867-891. <https://doi.org/10.1108/JEAS-11-2020-0198>
- Mili, M., Amoodi, A., & Bawazir, H. (2023). The asymmetric effect of COVID-19 on investor sentiment: Evidence from NARDL model. *Review of Behavioral Finance*. <https://doi.org/10.1108/RBF-02-2022-0068>
- Naumer, H.-J., & Investors, A. (2023). TV Media Sentiment, Mutual Fund Flows and Portfolio Choice: They do not put their money where their sentiment is. *Research in International Business and Finance*, 66, 102034. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102034>
- Seifollahi, N., & Seifollahi Anar, H. (2021). Examining the Mechanism of the Impact of Exchange Rate Fluctuations, Oil Prices, and Economic Growth on the Overall Tehran Stock Exchange Index. *Financial Economics*, 15(55), 333-353. <https://www.magiran.com/paper/2371909/investigating-the-mechanism-of-fluctuation-exchange-rate-oil-price-and-economic-growth-on-the-tehran-securities-exchange?lang=en>
- Shahraabadi, A., & Yusefi, R. (2007). An Introduction to Behavioral Finance. *Stock Exchange Journal*(69). <https://sid.ir/paper/461244/fa>
- Tamaradi, A., & Salehi Nia, M. (2019). The Effect of Investor Myopia on Stock Price Crash Risk. *Tehran Stock Exchange Quarterly*(46), 83-100. <https://sid.ir/paper/392089/en>
- Tran, Q. N. (2017). The behavior patterns of investors in Thailand stock market. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 9(1), 155-165. <https://doi.org/10.5296/ajfa.v9i1.10605>
- Tuyon, J., & Ahmad, Z. (2016). Behavioural finance perspectives on Malaysian stock market efficiency. *Borsa Istanbul Review*, 16(1), 43-61. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2016.01.001>
- Van De Venter, G., Michayluk, D., & Davey, G. (2012). A longitudinal study of financial risk tolerance. *Journal of Economic Psychology*, 33, 794-800. <https://doi.org/10.1016/j.joep.2012.03.001>
- Wei, J., Liu, X., & Fan, W. (2022). Dynamic sparse portfolio rebalancing model: A perspective of investors' behavior-related decisions. *Knowledge-Based Systems*, 251, 109224. <https://doi.org/10.1016/j.knosys.2022.109224>
- Yazdan Panah, M., & Ahmadi Mousavi, S. M. (2023). Legal Supervision Styles for Capital Market Health. *Dynamic Management and Business Analysis*, 2(3), 196-207. <https://doi.org/10.22034/dmbaj.2024.2037208.1063>
- Zhang, Y., Shen, D., & Zhang, W. (2017). Investor sentiment and stock returns: Evidence from provincial TV audience rating in China. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*(15), 288-294. <https://doi.org/10.1016/j.physa.2016.09.043>