

## بررسی تأثیر سوگیری نمایندگی سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری آنان با توجه به نقش بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران

مه‌دی قهرمانی\*

امیر غفوریان شاگردی\*\*

سال ششم، شماره ۲۲، تابستان ۱۴۰۴ تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۲/۱۰ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۵/۰۸

### چکیده

امروزه در ایران و با توجه به ویژگی‌های اقتصادی کشورهای در حال توسعه، به‌وجود آوردن شرایطی که در آن سرمایه‌گذاران از میان اقشار مختلف سرمایه‌گذاری بتوانند اوراق بهادار و سهام شرکت مدنظر را برگزینند، از اهمیت خاصی برخوردار خواهد بود. در این راستا، ابزار اندازه‌گیری در این مطالعه، پرسشنامه با طیف لیکرت پنج‌گزینه‌ای است که شامل ۵۲ سؤال می‌شود. در ادامه، جهت تعیین پایایی، از آلفای کرونباخ استفاده شد که مقدار آن مورد تأیید است. جامعه آماری پژوهش شامل تمامی سهام‌داران شرکت سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی کارکنان بانکها (براساس سابقه فعالیت بیش از ۵ سال) هستند. در همین راستا نمونه آماری پژوهش به روش نمونه‌گیری غیر تصادفی دردسترس و از ۴۰۰ نفر از سهام‌داران انتخاب شده است. داده‌های آماری گردآوری شده با استفاده از روش معادلات ساختاری (SEM) و با بهره‌گیری از نرم‌افزار اسمارت پی ال اس مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که سوگیری نمایندگی سرمایه‌گذاران بر تصمیمات و بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری دارد. بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران تأثیر مستقیمی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد؛ همچنین بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران رابطه بین سوگیری نمایندگی سرمایه‌گذاران و تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران را نیز میانجی‌گری می‌کند.

**واژه‌های کلیدی:** بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران، سوگیری نمایندگی سرمایه‌گذاران، تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران، معادلات ساختاری

طبقه‌بندی JEL: G41, G11, C30, D81

\* کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم اداری، دانشگاه بین‌المللی امام‌رضا (ع)، مشهد، ایران  
 \*\* دانشیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری، دانشگاه بین‌المللی امام‌رضا (ع)، مشهد، ایران  
 (نویسنده مسئول).  
 Email: ghafourian@imamreza.ac.ir

## ۱. مقدمه و بیان مسئله

سرمایه‌گذاران در دنیای پیچیدهٔ امور مالی، در تصمیم‌گیری همواره با چالش‌های متعددی مواجه هستند. یکی از این چالش‌ها، سوگیری‌های رفتاری است که می‌تواند قضاوت و تصمیم‌گیری آنها را تحت‌تأثیر قرار دهد. در میان سوگیری‌های متعدد، سوگیری نمایندگی و بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران از اهمیت ویژه‌ای برخوردارند. سوگیری نمایندگی به وضعیتی اشاره دارد که در آن منافع نمایندگان (مانند مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری) با منافع موکلان (مانند سرمایه‌گذاران) هم‌سو نباشد. این تضاد منافع می‌تواند منجر به تصمیماتی شود که به نفع مدیران و به‌ضرر سرمایه‌گذاران باشد. بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران به تمایل آنها برای اغراق در توانایی‌ها و قضاوت‌های خود و دست‌کم‌گرفتن ریسک‌ها اشاره دارد. این سوگیری می‌تواند منجر به تصمیمات سرمایه‌گذاری پرخطر و بدون تجزیه و تحلیل کافی شود. مطالعات سوگیری نمایندگی می‌تواند منجر به رفتارهای غیرقابل اعتماد از سوی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری شود؛ مانند معاملات خودسرانه، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های پرخطر و دریافت هزینه‌های غیرمنطقی. این رفتارها می‌تواند به‌ضرر سرمایه‌گذاران و کاهش بازده سرمایه‌گذاری آنها شود. بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران نیز می‌تواند این مشکل را تشدید کند. زمانی که سرمایه‌گذاران بیش‌ازحد به توانایی‌های مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری اعتماد می‌کنند، ممکن است بدون بررسی دقیق عملکرد و سابقهٔ آنها، سرمایهٔ خود را به آنها بسپارند. این امر می‌تواند آنها را در معرض سوءاستفاده از سوی مدیران غیرقابل اعتماد قرار دهد (عادل و مریم،<sup>۱</sup> ۲۰۱۳).

بازار سرمایه به‌عنوان یکی از مهم‌ترین ارکان اقتصاد، نقشی اساسی‌ای در تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی و هدایت سرمایه‌ها به سمت فعالیت‌های تولیدی و مولد ایفاء

می‌کند؛ با این حال، این بازار به دلیل وجود ذی‌نفعان مختلف با منافع متضاد، همواره با چالش‌هایی روبه‌رو بوده است. یکی از این چالش‌ها، سوگیری نمایندگی است که می‌تواند منجر به اتخاذ تصمیمات نامناسب توسط سرمایه‌گذاران و در نهایت، تضییع حقوق آنان شود. سوگیری نمایندگی زمانی رخ می‌دهد که منافع مدیران یا کارگزاران با منافع سرمایه‌گذاران هم‌سو نباشد. در این شرایط، ممکن است مدیران یا کارگزاران در جهت منافع خود عمل کنند؛ حتی اگر این امر به ضرر سرمایه‌گذاران باشد. این موضوع به‌ویژه در مواردی که اطلاعات در اختیار سرمایه‌گذاران محدود باشد و آنها به‌طور کامل بر عملکرد مدیران یا کارگزاران نظارت نداشته باشند، از اهمیت بیشتری برخوردار می‌شود. یکی از عواملی که می‌تواند سوگیری نمایندگی را تشدید کند، بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران به مدیران یا کارگزاران است. زمانی که سرمایه‌گذاران به این افراد اعتماد بیش‌ازحد داشته باشند، ممکن است بدون بررسی دقیق و موشکافانه، تصمیمات آنان را بپذیرند. این امر فرصت سوءاستفاده را برای مدیران یا کارگزاران فراهم می‌کند و آنها را به اتخاذ تصمیماتی سوق می‌دهد که در راستای منافع خودشان است؛ نه منافع سرمایه‌گذاران. بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران می‌تواند ناشی از عوامل مختلفی باشد (علی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹). سوگیری نمایندگی سرمایه‌گذاران، پدیده‌ای است که در آن منافع شخصی سرمایه‌گذاران بر منافع صندوق یا سایر سرمایه‌گذاران تحت مدیریت آنها مقدم شمرده می‌شود. این امر می‌تواند به اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری غیربهبینه و در نهایت به ضرر سرمایه‌گذاران منجر شود.

یکی از عوامل کلیدی در بروز سوگیری نمایندگی، بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران به مدیران صندوق یا سایر نمایندگان خود است. این بیش‌اعتمادی می‌تواند ناشی از فقدان اطلاعات کافی، عدم درک پیچیدگی‌های بازار سرمایه‌گذاری یا تعصبات شخصی باشد. در چنین شرایطی، ممکن است سرمایه‌گذاران بدون بررسی دقیق صلاحیت و عملکرد نمایندگان خود به آنها اعتماد کنند و اختیار کامل تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌های خود را به آنها بسپارند. این امر فرصت سوءاستفاده از قدرت و اتخاذ تصمیمات غیربهبینه توسط نمایندگان را فراهم می‌کند (قهرمانی، ۱۴۰۳). در

1. Ali

دنیای پیچیده سرمایه‌گذاری، تصمیم‌گیری‌های صحیح می‌تواند چالش‌برانگیز باشد. سرمایه‌گذاران با طیف گسترده‌ای از گزینه‌ها و اطلاعات روبه‌رو هستند و باید در مورد نحوه تخصیص سرمایه خود به‌گونه‌ای که بازده مطلوب را به‌همراه داشته باشد، تصمیمات آگاهانه‌ای اتخاذ کنند؛ با این حال، عوامل متعددی می‌توانند بر قضاوت سرمایه‌گذاران تأثیر بگذارند و منجر به تصمیمات غیرمنطقی شوند. یکی از این عوامل، سوگیری نمایندگی است. سوگیری نمایندگی زمانی رخ می‌دهد که منافع نمایندگان یک شرکت با منافع موکلان آنها (سهام‌داران) هم‌سو نباشد. این امر می‌تواند منجر به تصمیماتی شود که به نفع نمایندگان باشد؛ حتی اگر به‌ضرر سهام‌داران تمام شود.

عامل دیگری که می‌تواند بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد، بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران است. بیش‌اعتمادی زمانی رخ می‌دهد که سرمایه‌گذاران بیش‌از حد به توانایی، صداقت یا قابلیت اطمینان مدیران یا سایر نمایندگان شرکت اعتماد کنند. این امر می‌تواند سرمایه‌گذاران را در برابر سوگیری نمایندگی آسیب‌پذیر کند؛ زیرا ممکن است که آنها کمتر متوجه تعارض منافع یا سوءرفتار احتمالی باشند. سرمایه‌گذاران در دنیای پیچیده امور مالی، اغلب برای مدیریت سرمایه خود به صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سایر نهادهای واسطه اعتماد می‌کنند (هرمالین و ویسیباخ<sup>۱</sup>، ۲۰۰۳).

لذا باتوجه به مطالب بیان‌شده، در این پژوهش به دنبال پاسخ‌گویی به این سؤال هستیم که آیا سوگیری نمایندگی سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری آنان باتوجه به نقش بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری دارد؟

## ۲. ادبیات نظری پژوهش

### ۲.۱. سوگیری نمایندگی سرمایه‌گذاران<sup>۲</sup>

سوگیری نمایندگی به وضعیتی اشاره دارد که در آن منافع یک فرد (نماینده) با منافع فرد یا افرادی که او را نمایندگی می‌کند (اصول) در تضاد باشد. این تضاد منافع می‌تواند ناشی از انگیزه‌های متفاوت، اطلاعات نامتقارن یا عدم تطابق

1. Hermalin and Weisbach  
2. Investors' Representation Bias

ریسک‌پذیری بین نماینده و اصول باشد. در زمینه سرمایه‌گذاری، سوگیری نمایندگی زمانی رخ می‌دهد که مدیران سرمایه‌گذاری یا وکلا به جای تلاش برای کسب بهترین نتایج برای سرمایه‌گذاران، به دنبال منافع خود باشند. این منافع می‌تواند شامل کسب کارمزدهای بالاتر، سرمایه‌گذاری در دارایی‌هایی که برای مدیران سودآور هستند؛ اما برای سرمایه‌گذاران مناسب نیستند یا عدم افشای اطلاعات مهم باشد. سوگیری نمایندگی می‌تواند پیامدهای منفی زیادی برای سرمایه‌گذاران داشته باشد. این پیامدها می‌توانند شامل کاهش بازدهی سرمایه‌گذاری، افزایش خطر و ضرر و زیان و ازدست‌رفتن اعتماد به بازار سرمایه باشد (هرمالین و ویسباخ، ۲۰۰۳).

همچنین سوگیری نمایندگی نوع خاصی از تعارض منافع است که در آن، منافع نمایندگان (مانند مدیران شرکت) با منافع موکلان آنها (مانند سهام‌داران) هم‌سو نباشد. این امر می‌تواند به دلیل عوامل مختلفی مانند عدم تقارن اطلاعاتی، انگیزه‌های شخصی یا ساختار نامناسب شرکت رخ دهد (قهرمانی، ۱۴۰۳).

## ۲.۲. بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران<sup>۱</sup>

بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران به وضعیتی اشاره دارد که در آن، سرمایه‌گذاران ریسک‌های مرتبط با یک سرمایه‌گذاری خاص را دست‌کم می‌گیرند و نسبت به بازده‌های آن بیش‌ازحد خوش‌بین هستند. این امر می‌تواند ناشی از عوامل مختلفی مانند عدم آگاهی کافی، اتکای بیش‌ازحد به شهود یا تمایل به دنبال کردن گله باشد. عواقب بیش‌اعتمادی در سرمایه‌گذاری می‌تواند بسیار منفی باشد. سرمایه‌گذاران بیش‌اعتماد ممکن است پول خود را در سرمایه‌گذاری‌های پرخطر بدون در نظر گرفتن عواقب احتمالی ازدست‌بدهند. آنها همچنین ممکن است در دام کلاهبرداری‌ها یا طرح‌های سرمایه‌گذاری پونزی قرار بگیرند که از تمایل آنها به دنبال کردن بازده‌های غیرواقعی سوءاستفاده می‌کنند. درنهایت، بیش‌اعتمادی در سرمایه‌گذاری می‌تواند منجر به ضررهای مالی قابل توجه و همچنین پشیمانی عاطفی شود (قهرمانی، ۱۴۰۳).

سرمایه‌گذاران برای جلوگیری از این امر باید قبل از سرمایه‌گذاری، تحقیقات خود را انجام دهند، ریسک‌ها را به‌دقت ارزیابی کنند و از اتکاء به گرایز صرف خودداری کنند. علاوه بر این، مهم است که به یاد داشته باشید هیچ سرمایه‌گذاری‌ای بدون

1. Investors' Overconfidence

ریسک نیست. حتی باتجربه‌ترین سرمایه‌گذاران نیز گاهی اوقات اشتباه می‌کنند؛ با این حال، با آگاهی از خطرات و سرمایه‌گذاری هوشمندانه، می‌توان احتمال دستیابی به نتایج مثبت در بلندمدت را افزایش داد (پروساد و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷).

## ۲.۳. تصمیمات سرمایه‌گذاران<sup>۲</sup>

تصمیمات سرمایه‌گذاری، فرآیند انتخاب سرمایه‌گذاری از بین گزینه‌های مختلف است که معمولاً تحت تأثیر بازده سرمایه‌گذاری گذشته و بازده موردانتظار در آینده قرار می‌گیرند. در تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری دوتی نوع سرمایه‌گذار وجود دارد: یک سرمایه‌گذار منطقی و یک سرمایه‌گذار غیرمنطقی. سرمایه‌گذاران منطقی کسانی هستند که تنها براساس تفکر منطقی و اطلاعات مربوط به چشم‌انداز سرمایه‌گذاری تصمیم می‌گیرند؛ در حالی که سرمایه‌گذاران غیرمنطقی براساس جنبه روان‌شناختی خود تصمیم‌گیری می‌کنند که باعث ایجاد تعصب در تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌شود (کرامتی، ۱۳۹۹). به‌طور معمول تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها تحت موضوع بودجه‌بندی سرمایه‌ای اتخاذ می‌شود که عبارت است از: برنامه‌ریزی، ارزیابی و انتخاب طرح‌های سرمایه‌گذاری که در دوره‌های بلندمدت دارای بازده‌اند؛ به‌عبارت دیگر، بودجه‌بندی سرمایه‌ای، برنامه‌ریزی هزینه‌ای سرمایه‌ای است و هزینه‌های سرمایه‌ای، هزینه‌هایی است که صرف سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت می‌شود (خلیلی و همکاران، ۱۴۰۳).

بررسی دقیق اثر سوگیری نمایندگی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری با لحاظ نقش بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران، به‌دلیل پیچیدگی‌های ذاتی موجود در این زمینه، چالش‌ها و مشکلات متعددی را به‌همراه دارد. یکی از اساسی‌ترین چالش‌ها، فقدان شفافیت کافی در عملکرد مدیران و وکلای سرمایه‌گذاران است. این امر، ارزیابی دقیق میزان تعهد و کارآیی آنها در انجام وظایف محوله و در نتیجه، سنجش دقیق تأثیر سوگیری نمایندگی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری را دشوار می‌سازد. مشکل دیگر، ذاتی بودن سوگیری‌های رفتاری، از جمله بیش‌اعتمادی است. این سوگیری‌ها می‌توانند بر قضاوت سرمایه‌گذاران در هنگام تعامل با مدیران و وکلای خود به‌طور

1. Prosad et al

2. Investors' Decisions

نامحسوس تأثیر بگذارند و از این طریق، به طور غیرمستقیم تصمیمات سرمایه‌گذاری را تحت شعاع قرار دهند. علاوه بر این، دشواری در اندازه‌گیری دقیق میزان تأثیر سوگیری نمایندگی بر نتایج سرمایه‌گذاری، چالش دیگری است که باید مورد توجه قرار گیرد. عوامل متعددی می‌توانند بر عملکرد سرمایه‌گذاری اثر بگذارند و تفکیک دقیق سهم سوگیری نمایندگی از سایر این عوامل، امری دشوار است. در نهایت، تفاوت‌های فردی در میزان سوگیری‌پذیری و تمایل به ریسک سرمایه‌گذاران، پیچیدگی دیگری را به این مسئله می‌افزاید. درک دقیق این تفاوت‌ها و لحاظ کردن آنها در هنگام بررسی اثر سوگیری نمایندگی ضروری است (دچو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰).

### ۳. پیشینه پژوهش

سوگیری نمایندگی و بیش‌اعتمادی دونوع از سوگیری‌های شناختی‌ای هستند که می‌توانند بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری تأثیر منفی بگذارند. سوگیری نمایندگی زمانی رخ می‌دهد که منافع یک نماینده (مانند مدیر یک شرکت) با منافع اصلی (مانند سهام‌داران) تفاوت داشته باشد. این امر می‌تواند منجر به رفتارهایی همانند: پرداخت حقوق و مزایای بیش‌ازحد به مدیران یا انجام سرمایه‌گذاری‌هایی که به نفع شرکت است شود؛ درحالی‌که به نفع سهام‌داران نیست. از سوی دیگر، بیش‌اعتمادی، به دست‌کم گرفتن ریسک‌ها و برآورد بیش‌ازحد بازده‌ها اشاره دارد. این امر می‌تواند منجر به تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری ضعیف شود، مانند سرمایه‌گذاری در دارایی‌هایی که بیش‌ازحد ارزش‌گذاری شده‌اند یا سرمایه‌گذاری در طرح‌های کلاهبرداری. رابطه بین سوگیری نمایندگی و بیش‌اعتمادی، پیچیده است. از یک‌طرف، سوگیری نمایندگی می‌تواند منجر به افزایش بیش‌اعتمادی در سرمایه‌گذاران شود؛ به‌عنوان مثال، اگر مدیران یک شرکت، اطلاعات نادرست یا گمراه‌کننده‌ای در مورد وضعیت مالی شرکت به سهام‌داران ارائه دهند، سهام‌داران ممکن است اعتماد بیشتری به اطلاعات ارائه‌شده داشته باشند و ریسک‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری در شرکت را دست‌کم بگیرند. از سوی دیگر، بیش‌اعتمادی در سرمایه‌گذاران می‌تواند سوگیری نمایندگی را بدتر کند. به‌عنوان مثال، اگر

1. Dechow et al

سهام‌داران بیش‌ازحد به مدیران شرکت اعتماد داشته باشند، ممکن است کمتر مراقب اقدامات مدیران باشند و احتمال اینکه مدیران درگیر رفتارهایی شوند که به‌ضرر سهام‌داران است، بیشتر می‌شود. درنهایت، ضروری است که در رابطه بین سوگیری نمایندگی و بیش‌اعتمادی آگاه‌سازی صورت پذیرد و اقداماتی برای کاهش خطرات این سوگیری‌ها انجام شود. در همین راستا، سرمایه‌گذاران باید در مورد شرکت‌هایی که در آنها سرمایه‌گذاری می‌کنند، تحقیق کنند، اطلاعات مالی شرکت‌ها را به‌دقت بررسی کنند و سؤالات چالش‌برانگیز از مدیران شرکت‌ها بپرسند. علاوه‌براین، سرمایه‌گذاران باید از محدودیت‌های دانش و توانایی‌های خود آگاه باشند و در صورت نیاز، از مشاور مالی حرفه‌ای استفاده کنند (هاپتیا<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸).

بنابراین باتوجه به توضیحات فوق، گزیده‌ای از تحقیقات صورت‌گرفته درخصوص متغیرهای پژوهش به‌شرح ذیل است:

موسوی (۱۴۰۳) به این نتیجه رسید که سوگیری‌های رفتاری، اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد و تمایل، منجر به سرمایه‌گذاری بیشتر و سوگیری‌های رفتاری رفتار گله‌ای و خطرگریزی منجر به سرمایه‌گذاری کمتر در بین سرمایه‌گذاران می‌شود. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که نقش تعدیلی سواد مالی از طریق متغیرهای سوگیری رفتاری می‌تواند تصمیم سرمایه‌گذاران را بهبود بخشد.

زنگویی (۱۴۰۳) نشان داد که برخی از سوگیری‌های رفتاری (نمایندگی و بیش‌اعتمادی) در بازار بورس بر تصمیم اشخاص تأثیرگذار است. همچنین، ریسک‌پذیری تأثیرگذار سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم سرمایه‌گذار را تعدیل می‌کند.

نیک‌روش (۱۴۰۳) بیان می‌کند که سوگیری اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد و گله‌ای و ریسک‌گریزی به‌طور معناداری بر تصمیم سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری دارد؛ همچنین سواد مالی به‌طور معناداری بر تصمیم سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است و ازسوی دیگر، سواد مالی رابطه‌ی بین سوگیری اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد و گله‌ای و اثر تمایلی را با تصمیمات سرمایه‌گذاری

سرمایه‌گذاران تعدیل می‌کند و در نهایت سواد مالی رابطه بین سوگیری ریسک‌گریزی و تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران زن و مرد را تعدیل می‌کند. زینی‌وند و همکاران (۱۴۰۲) نشان دادند که سبک‌های رفتاری تاجران واقعی و زندانی، نتایج فوق‌العاده‌ای بر انتخاب‌های مالی آنها و همچنین نوع تأثیر آنها داشته است. هریک از گرایش‌های رفتاری در مورد انواع گزینه‌های تأمین مالی، مطابق با عدم اطمینان بازار، فوق‌العاده بوده است. با توجه به یافته‌های مطالعات انجام‌شده بر روی سوگیری‌های رفتاری بر انتخاب‌های تأمین مالی افراد، می‌توان ادعا کرد که سفته‌بازی بازار سبز در داخل بورس اوراق بهادار تهران گره‌خورده نیست و سفته‌بازی نسبی بازار بهتر است. مطابق با رفتار خریداران، همچنین مطابق با تأثیرات این مطالعات، عدم قطعیت درون بازار و عدم تقارن آماری در بین خریداران باعث ایجاد سبک‌های رفتاری متمایزی در بین خریداران می‌شود.

زیاری و همکاران (۱۴۰۲) بیان کردند که در بورس اوراق بهادار استان، تأثیری عظیم از این سوگیری‌ها بر رفتار خریداران وجود دارد.

ثمری و همکاران (۱۴۰۲) به این نتیجه رسیدند که در بین سوگیری‌های بیش‌ازحد اعتماد به نفس و عملکرد درک‌شده از بازار و تصمیمات خریداران، یک رابطه معنادار وجود دارد.

نامداری و همکاران (۱۴۰۱) بیان کردند که خرید داده‌ها در اثر اعتماد بیش‌ازحد و سوگیری‌های خودانتساب نقش تعدیل‌کننده‌ای بر انتخاب سرمایه‌گذاران دارد.

عباسی و همکاران (۱۴۰۱) نشان دادند که اعتماد بیش‌ازحد مدیرعامل بر وظیفه اجتماعی سازمان‌ها تأثیر معناداری دارد.

بشیری‌منش و همکاران (۱۴۰۱) به این نتیجه رسیدند که آگاهی مدیران از اهداف کوتاه‌مدت، نیاز و درصد بیش‌ازحد تصاحب مدیران منجر به تلاش و دقت بیشتر در تکنیک حسابرسی و افزایش هزینه‌های حسابرسی می‌شود.

پاتیو و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۵) بیان داشتند که بیش‌اعتمادی، رفتار توده‌ای و ریسک‌گریزی تأثیر قابل توجهی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران دارند.

اولزاک و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۵) نشان دادند که بیش‌اعتمادی، ابتکار نمایندگی، مغالطه قمارباز و رفتار توده‌ای، تأثیر معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری دارند. همچنین این یافته‌ها بر نقش کلیدی سوگیری‌های شناختی در شکل‌دهی رفتار سرمایه‌گذاران تأکید دارند و می‌توانند به بهبود استراتژی‌های تصمیم‌گیری مالی کمک کنند.

پاتاک و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۴) به این نتیجه رسیدند که سوگیری‌های نمایندگی و بیش‌اعتمادی تأثیر مثبت و معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و کارایی بازار دارند.

کوئین و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۴) نشان دادند که سرمایه‌گذاران با اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد در معاملات، به‌طور مکرر شرکت می‌کنند و هزینه‌های تراکنش بیشتری را متحمل می‌شوند.

پامبودی و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۲۴) بیان کردند که اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معناداری دارد.

بوتسکا و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۲۳) نشان دادند که شواهدی از اعتماد بیش‌ازحد در میان سرمایه‌گذاران وجود دارد و این مقوله ممکن است با افزایش تعداد سرمایه‌گذاران مرتبط باشد.

باوجود چالش‌های متعددی که در بررسی اثر سوگیری نمایندگی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن نقش بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران وجود دارد، در این پژوهش، ایده‌ها و راه‌کارهای نوینی برای غلبه بر این چالش‌ها و بهبود دقت این‌گونه مطالعات ارائه خواهد شد که منجر به نوآوری تحقیق حاضر می‌شود. یکی از راه‌کارهای کلیدی، افزایش شفافیت در عملکرد مدیران و وکلای سرمایه‌گذاران است. این امر می‌تواند از طریق ارائه گزارش‌های منظم و تفصیلی در مورد فعالیت‌ها و تصمیمات اتخاذشده و همچنین استقرار فرآیندهای پاسخ‌گویی قوی به

1. Oulzack et al

2. Patack et al

3. Koen et al

4. Pambodi et al

5. Boutescka et al

سرمایه‌گذاران انجام شود. در همین راستا، استفاده از فناوری‌های نوینی همچون هوش مصنوعی و زنجیره‌های بلوکی نیز می‌تواند به افزایش کارایی و دقت این فرآیندها کمک کند. افزایش آگاهی سرمایه‌گذاران از سوگیری‌های رفتاری؛ به‌ویژه بیش‌اعتمادی و تأثیرات آنها بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، گامی بسیار مهم در جهت کاهش آسیب‌پذیری آنها به حساب می‌آید. درنهایت، ارائه برنامه‌های آموزشی جامع و طراحی ابزارهای اطلاع‌رسانی مناسب می‌تواند در این زمینه مؤثر واقع شود.

#### ۴. روش‌شناسی و روش تحقیق

این پژوهش از لحاظ هدف پژوهشی، کاربردی و از لحاظ نوع روش تحقیق، پژوهشی توصیفی-همبستگی و از لحاظ ماهیت، علی و از لحاظ شیوه‌های گردآوری داده‌ها، پرسشنامه‌ای است. جامعه آماری پژوهش شامل تمامی سهام‌داران شرکت سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی کارکنان بانکها (براساس سابقه فعالیت بیش از ۵ سال) هستند. نمونه آماری به روش نمونه‌گیری غیر تصادفی دردسترس و از ۴۰۰ نفر از سهام‌داران انتخاب شده است. همچنین از جدول کرجسی و مورگان برای تعیین تعداد نمونه‌های موردنیاز استفاده شده است.

در این پژوهش، جهت اندازه‌گیری متغیرها از پرسشنامه‌های استاندارد لینتاری<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) جهت متغیر بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران و میشل ام پمپین<sup>۲</sup> (۲۰۰۸) جهت متغیر سوگیری نمایندگی سرمایه‌گذاران و دنیل و هرشیفر<sup>۳</sup> (۲۰۱۵) جهت متغیر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران استفاده شده است. شاخص‌های موردسنجش در پژوهش، پیش از آنکه در قالب پرسشنامه به نظرسنجی گذاشته شود، در معرض قضاوت چندتن از خبرگان و نیز کارشناسان سازمان مرتبط با موضوع پژوهش قرار گرفت و درنهایت از پرسشنامه مورد توافق به‌عنوان ابزار جمع‌آوری داده‌ها استفاده شد. پس از آنکه روایی پرسشنامه به‌لحاظ روایی محتوا توسط افراد متخصص و استادان تأیید شد، نتایج به‌دست‌آمده به‌لحاظ روایی سازه نیز

1. Lintari

2. Mitchel.M. Pempin

3. Daniel & Hershfrier

مشخص شد که تمام نشانگرهای سازه‌های مورد مطالعه به دلیل بیشتر بودن مقادیر بارهای عاملی از ۰/۴، از اهمیت لازم برای اندازه‌گیری سازه‌های خود برخوردار هستند. برای سنجش پایایی پرسشنامه‌ها، یک مرحله پیش‌آزمون انجام گرفت که بیانگر پایایی مناسب و قابل قبول ابزار سنجش است. همچنین نتایج پایایی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ ارایه شده است.

### جدول ۱. پایایی آلفای کرونباخ متغیرهای پژوهش

متغیرها	آلفای کرونباخ
سوگیری نمایندگی سرمایه‌گذاران	۰/۷۶۹
تصمیمات سرمایه‌گذاری	۰/۸۱۳
بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران	۰/۷۸۳

مأخذ: محاسبات پژوهش

در این تحقیق، جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از مقدار احتمال حاصل از برازش مدل در حالت معناداری پارامترها با استفاده از مدل‌یابی معادلات ساختاری و تحلیل مسیر استفاده شد. چون سطح اطمینان موردنظر ۹۵٪ است؛ لذا عدد معناداری در سطح ۹۵٪ که در بازه (۱/۹۶، -۱/۹۶) قرار گیرند، در ناحیه رد واقع شده و اعدادی که خارج از این بازه قرار گیرند، مورد پذیرش واقع می‌شوند.

### ۵. یافته‌های پژوهش

#### ۵.۱. نتایج آمار توصیفی

#### جدول ۲. نتایج آمار توصیفی

متغیرهای جمعیت‌شناختی	مشخصات دموگرافیک	تعداد	درصد
جنسیت	مرد	۳۴۹	۸۷/۲
	زن	۵۱	۱۲/۸
سن	بین ۲۰ تا ۳۰ سال	۹۶	۲۴
	بین ۳۱ تا ۴۰ سال	۱۴۹	۳۷/۲
سابقه کار	بین ۴۱ تا ۵۰ سال	۱۵۵	۳۸/۸
	دانشجو	۶۱	۱۵/۳
	بین ۱ تا ۱۰ سال	۱۷۷	۴۴/۲
	بین ۱۱ تا ۳۰ سال	۱۶۲	۴۰/۵

مأخذ: محاسبات پژوهش

باتوجه به نتایج جدول ۲، مشاهده می‌شود که بیشترین تعداد پاسخ‌دهندگان مردان هستند که ۸۷/۲ درصد از جمعیت پاسخ‌دهندگان را تشکیل داده‌اند و درصد

زنانی که در پاسخ‌گویی شرکت داشته‌اند نیز ۱۲/۸ درصد بوده است. همچنین در توصیف آزمودنی‌ها برحسب سن، ۲۴ درصد پاسخ‌دهندگان بین ۲۰ تا ۳۰ سال، ۳۷/۲ درصد، بین ۳۱ تا ۴۰ سال و ۳۸/۸ درصد، بین ۴۱ تا ۵۰ سال سن داشته‌اند و در نهایت توزیع سابقه کار آزمودنی‌ها بدین صورت است که بیشترین سابقه کاری پاسخ‌دهندگان بین ۱ تا ۱۰ سال بوده است و کمترین فراوانی مربوط به دانشجویان بوده است.

## ۵.۲. بررسی وضعیت متغیرها

با استفاده از آزمون کولموگوروف-اسمیرنوف، نرمال بودن متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار می‌گیرد و در صورت برقرار بودن این شرط، از روش نسبت درست‌نمایی در معادلات ساختاری استفاده می‌شود. نتایج این آزمون در جدول ۳ آمده است.

جدول ۳: نتایج آزمون کولموگوروف-اسمیرنوف

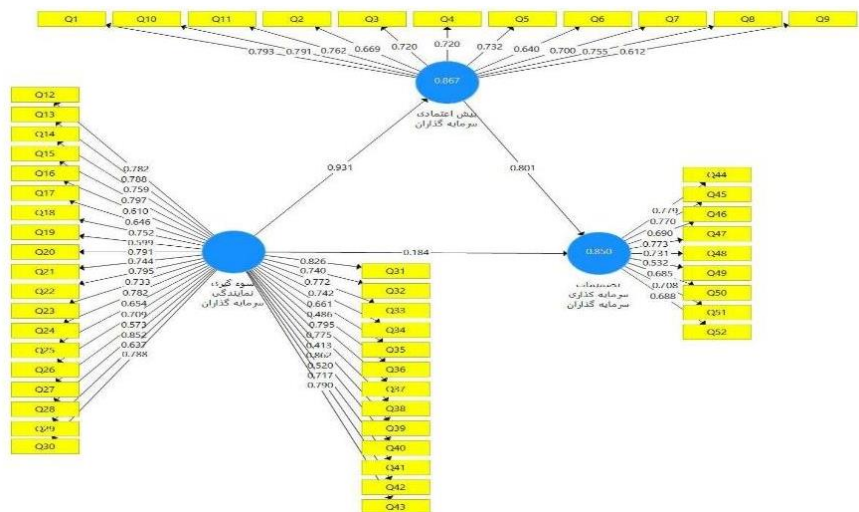
نتیجه	سطح معناداری	آماره Z	متغیرها
غیرنرمال	۰/۰۰۰	۰/۱۸۰	سوگیری نمایندگی سرمایه‌گذاران
غیرنرمال	۰/۰۰۰	۰/۱۶۴	تصمیمات سرمایه‌گذاری
غیرنرمال	۰/۰۰۰	۰/۰۹۴	بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران

مأخذ: محاسبات پژوهش

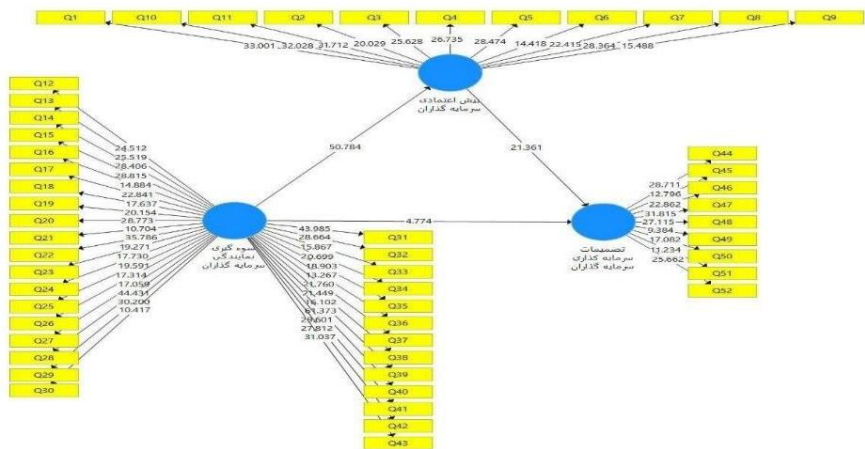
با بررسی سطح معناداری تمامی متغیرها و کل سؤالات، می‌توان گفت که توزیع داده‌های مربوط به هریک از متغیرها با توزیع نرمال متفاوت است (سطح معناداری از ۰/۰۵ کمتر است). با توجه به غیرنرمال بودن داده‌ها، برای آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزار پی‌ال‌اس ۳ استفاده شده است.

## ۵.۳. بررسی فرضیه‌های پژوهش

در این بخش به توضیح روش تجزیه و تحلیل موردنظر در این پژوهش؛ یعنی مدلیابی معادله ساختاری که با استفاده از نرم‌افزار پی‌ال‌اس صورت گرفته است، پرداخته می‌شود و سپس با استفاده از این روش، فرضیه‌های پژوهش مورد آزمون قرار می‌گیرد. شکل‌های ۱ و ۲، به ترتیب نمودار ضرایب مسیر و مقادیر آماره t مربوط به مدل آزمون فرضیه‌های پژوهش است که در آن:



شکل ۱. بارهای عاملی و ضریب مسیر مدل پژوهش در حالت تخمین استاندارد  
 مأخذ: محاسبات پژوهش



شکل ۲. بارهای عاملی و ضریب مسیر مدل پژوهش در حالت t-value  
 مأخذ: محاسبات پژوهش

باتوجه به شکل‌های ۱ و ۲، خلاصه نتایج به‌دست‌آمده از برازش مدل پژوهش در جدول ۴ نشان داده شده است که با استفاده از نتایج این جدول، به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته می‌شود. همان‌طور که گفته شد، مسیرهایی که مقدار آماره tی (t) آنها بیشتر از ۱/۹۶ و یا کمتر از -۱/۹۶ باشد، معنادار هستند.

جدول ۴: نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه	رابطه‌های مورد آزمون	ضریب مسیر	آماره t	نتیجه
اول	بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران ← تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران	۰/۸۰۱	۲۱/۳۶۱	معنادار است
دوم	سوگیری نمایندگی سرمایه‌گذاران ← تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران	۰/۱۸۴	۴/۷۷۴	معنادار است
سوم	سوگیری نمایندگی سرمایه‌گذاران ← بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران	۰/۹۳۱	۵۰/۷۸۴	معنادار است
چهارم	سوگیری نمایندگی سرمایه‌گذاران ← بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاری ← تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران	۰/۷۴۶	۲۲/۳۲۹	معنادار است

مأخذ: محاسبات پژوهش

باتوجه به نتایج جدول ۴، مشاهده می‌شود که تمامی فرضیه‌های پژوهش مورد تأیید قرار گرفته‌اند؛ بنابراین، در تفسیر آماری حاصل از نتایج مذکور می‌توان اشاره کرد که ضریب مسیر بین بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران و تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران برابر با ۰/۸۰۱ است؛ لذا این ضریب مسیر در سطح خطای ۰/۰۵ معنادار است و می‌توان گفت که بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری دارد؛ بنابراین، فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود. همچنین ضریب مسیر بین سوگیری نمایندگی سرمایه‌گذاران و تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران برابر با ۰/۱۸۴ است؛ بنابراین این ضریب مسیر در سطح خطای ۰/۰۵ معنادار است و می‌توان گفت سوگیری نمایندگی سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری دارد؛ بنابراین، فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود. همچنین ضریب مسیر بین سوگیری نمایندگی سرمایه‌گذاران و بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران برابر با ۰/۹۳۱ است؛ بنابراین، این ضریب مسیر در سطح خطای ۰/۰۵ معنادار است و می‌توان گفت سوگیری نمایندگی سرمایه‌گذاران بر بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری دارد؛ بنابراین، فرضیه سوم پژوهش نیز تأیید می‌شود؛ درنهایت، ضریب تأثیر متغیر سوگیری نمایندگی سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری از طریق نقش میانجی

بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران مقدار ۰/۷۴۶ است که این مقدار از حاصل ضرب ضرایب مسیر فرضیه سوم و اول به دست آمده است؛ به این معنا که اثر سوگیری نمایندگی سرمایه‌گذاران بر بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران برابر با ۰/۹۳۱ (ضریب مسیر مربوط به فرضیه سوم) و تأثیر بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران برابر با ۰/۸۰۱ (ضریب مسیر مربوط به فرضیه اول) است؛ بنابراین، مقدار اثر غیرمستقیم برابر است با:

$$۰/۹۳۱ \times ۰/۸۰۱ = ۰/۷۴۶$$

این، نشان می‌دهد که بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران نقش میانجی قوی‌ای بین تأثیر سوگیری نمایندگی و تصمیمات سرمایه‌گذاری ایفاء می‌کند. به بیان دیگر، زمانی که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر سوگیری نمایندگی قرار می‌گیرند، سطح اعتماد بیش‌ازحد آنها افزایش می‌یابد که این امر به نوبه خود منجر به اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری خاصی می‌شود.

## ۶. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

سوگیری نمایندگی به سبک زندگی جنگی در میان پیگیری‌های مدیران و مالکان برمی‌گردد؛ علاوه بر این، مدیران ممکن است به جای انتخاب‌هایی که باعث به حداکثر رساندن قیمت موجودی و تعقیب خریداران می‌شود، حرکت‌هایی را انجام دهند که در خدمت اهداف خصوصی آنها باشد. این مشکل به‌طور خاص در سازمان‌های عظیم و پیچیده همراه با صندوق‌های بازنشستگی آشکار است که در آنها می‌توان به دلیل عدم درک یا از دست دادن علاقه به پیگیری‌های خریداران، انتخاب‌های مالی را به اشتباه انجام داد. در شرکت‌های تأمین مالی؛ به ویژه صندوق‌های بازنشستگی، سوگیری سازمانی می‌تواند باعث انتخاب‌های نادرست یا ناپایدار و در نهایت به ضرر خریداران شود. به عنوان مثال، اگر مدیران صندوق‌ها اساساً انتخاب‌های خود را کاملاً بر اساس پیگیری‌های خصوصی یا فشارهای بیرونی به جای مقایسه محتاطانه و منطقی گزینه‌های تأمین مالی انجام دهند، این مشکل می‌تواند باعث انتخاب ابتکارات با شانس بیش‌ازحد یا سرمایه‌گذاری‌های ناکارآمد شود. چنین انتخاب‌هایی همچنین ممکن است عملکرد تأمین مالی را کاهش داده و در نتیجه، بازدهی وجوه را کاهش دهد. به عنوان مثال، مدیران همچنین ممکن است تصمیم بگیرند که پول خود را صرف طرح‌هایی کنند که در عمل به دلیل درخواست‌های

غیردایمی یا فشارهای اجتماعی، مناسب به نظر می‌رسند؛ در حالی که درحقیقت این ابتکارات خطرات زیادی را به همراه دارد. عملکرد اعتماد بیش‌ازحد خریداران به‌عنوان یک متغیر میانجی می‌تواند این سوگیری را برجسته کند. اعتماد بیش‌ازحد به تمایل خریداران به اطمینان بیش‌ازحد از مهارت‌های خود یا داشتن اطلاعات اشاره دارد. این وضعیت می‌تواند منجر به پیش‌بینی‌های مثبت و انتخاب‌های عجولانه شود. درواقع، درحالی که خریداران بیش‌ازحد به مهارت‌های خود اطمینان دارند، خطرات نگران‌کننده را فراموش می‌کنند و انتخاب‌هایی را انجام می‌دهند که با منطق تأمین مالی، مناسب نیستند. این پدیده می‌تواند منجر به عواقب بدی؛ به‌ویژه در بازارهای پولی شود که دارای نوسانات و عدم اطمینان بیش‌ازحد هستند؛ درنتیجه، خریداران در معرض خطرات اضافی قرار می‌گیرند که می‌تواند منافع طولانی‌مدت آنها را تهدید کند؛ بنابراین، کشف و مقابله با آن عناصر برای افزایش عملکرد کلی بودجه و کاهش ریسک، ضروری است. بنابراین، می‌بایست اقداماتی را برای کشف سوگیری مدیران و اعتماد بیش‌ازحد صورت گیرد تا سهام‌داران را از اثرات ضعیف این تصمیمات نجات دهند. این اقدامات می‌تواند شامل آموزش و اطلاع‌رسانی به خریداران، افزایش شفافیت در تصمیم‌گیری و توسعه ساختارهای کنترلی قوی‌تری باشد که منافع سهام‌داران را در اولویت قرار می‌دهد.

نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهد که سوگیری نمایندگی و بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران نقش مهمی در تصمیمات سرمایه‌گذاری دارند و این عوامل می‌توانند مسیر تصمیم‌گیری‌های مالی را تغییر دهند. سوگیری نمایندگی سرمایه‌گذاران، تأثیر مستقیمی بر تصمیمات آنها دارد؛ به این معنا که سرمایه‌گذارانی که تحت تأثیر اطلاعات نادرست، توصیه‌های مشاوران یا تفسیرهای جانب‌دارانه قرار می‌گیرند، ممکن است تصمیماتی را اتخاذ کنند که لزوماً بهینه نیستند. این امر می‌تواند آنها را به سمت انتخاب‌های پرریسک یا سرمایه‌گذاری در دارایی‌هایی سوق دهد که با اهداف مالی آنها هم‌خوانی ندارد. به همین دلیل، کاهش تأثیر سوگیری نمایندگی می‌تواند از طریق افزایش شفافیت اطلاعات و تقویت مهارت‌های تحلیل‌گری سرمایه‌گذاران محقق شود. یافته‌ها نشان می‌دهند که سوگیری نمایندگی تأثیر قابل‌توجهی بر بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران دارد. این، بدان معناست که سرمایه‌گذارانی که در معرض اطلاعات نامتقارن یا تحلیل‌های غیرمعتبر قرار می‌گیرند، ممکن است تصور کنند که دانش و مهارت آنها در سرمایه‌گذاری

بیش از حد واقعی است. این اعتماد کاذب به خود باعث می‌شود آنها بدون بررسی کافی و با خوش‌بینی بیش از حد، اقدام به تصمیم‌گیری کنند؛ در نتیجه، ممکن است در موقعیت‌هایی قرار بگیرند که پیش‌بینی‌های‌شان به حقیقت نمی‌پیوندد و دچار زیان‌های مالی شوند. از این‌رو، افزایش آگاهی و ارائه آموزش‌های مالی به مدیران می‌تواند به کاهش این اثر کمک کند.

یکی از نتایج مهم پژوهش این است که بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران به‌طور مستقیم بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر دارد. سرمایه‌گذارانی که بیش از حد به توانایی‌های خود اعتماد دارند، ممکن است نوسانات بازار را نادیده بگیرند، از تحلیل‌های دقیق چشم‌پوشی کنند و بدون در نظر گرفتن ریسک‌های احتمالی، اقدام به سرمایه‌گذاری کنند. این رفتار در دوره‌های رونق بازار می‌تواند منجر به تصمیمات هیجانی و غیرمنطقی شده و در نهایت، باعث ایجاد حباب‌های قیمتی و زیان‌های جبران‌ناپذیر شود؛ بنابراین، کنترل این اعتماد بیش از حد و آگاهی از نقاط ضعف تحلیل‌های شخصی می‌تواند تأثیر قابل توجهی در بهبود کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری داشته باشد. علاوه‌براین، پژوهش نشان داد که بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران در رابطه بین سوگیری نمایندگی و تصمیمات سرمایه‌گذاری نقش میانجی ایفاء می‌کند. این بدان معناست که سرمایه‌گذارانی که به‌طور هم‌زمان تحت تأثیر سوگیری نمایندگی هستند و اعتماد بیش از حد به مهارت‌های خود دارند، احتمال بیشتری دارد که تصمیمات نادرست اتخاذ کنند. آنها در چنین شرایطی، ممکن است ارزش واقعی دارایی‌ها را بیش از حد برآورد کنند، ریسک‌های احتمالی را نادیده بگیرند و با اطمینان کاذب وارد معاملات شوند. این امر نه تنها بازده سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ بلکه می‌تواند باعث زیان‌های سنگین و کاهش اعتماد عمومی به بازارهای مالی شود. در نتیجه، سیاست‌گذاران مالی و مدیران سرمایه‌گذاری باید راه‌کارهایی برای کاهش این اثرات ارائه دهند. پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران به ابزارهای تحلیلی دقیق‌تری مجهز شوند، آموزش‌های لازم برای شناخت و مدیریت ریسک دریافت کنند و اطلاعات دقیق و شفاف‌تری از بازارهای مالی در اختیار داشته باشند. همچنین، تقویت نظارت‌های مالی، بهبود ساختارهای شفافیت اطلاعات و ارائه راه‌کارهای مناسب برای کاهش سوگیری‌های شناختی می‌تواند نقش مهمی در بهبود کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری ایفاء کند. از سوی دیگر، تقویت ساز و کارهای نظارت و حاکمیت شرکتی می‌تواند به کاهش

فرصت‌های سوءاستفاده توسط مدیران و وکلای سرمایه‌گذاران منجر شود. ایجاد نهادهای نظارتی مستقل و پویا، اعمال قوانین و مقررات سخت‌گیرانه‌تر و افزایش مسئولیت‌پذیری مدیران، از جمله اقداماتی هستند که می‌توانند در این راستا مؤثر واقع شوند. ترویج فرهنگ سرمایه‌گذاری بلندمدت می‌تواند به کاهش تأثیر سوگیری‌های کوتاه‌مدتی مانند بیش‌اعتمادی، به تصمیمات سرمایه‌گذاری کمک کند. این امر از طریق ارائه محصولات و خدمات سرمایه‌گذاری متناسب با اهداف بلندمدت سرمایه‌گذاران و همچنین ترویج آموزش و فرهنگ‌سازی در این زمینه قابل دستیابی است (کنگاساران و کنگاساران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴).

باتوجه به تأیید فرضیه اول پژوهش و در تبیین نتایج حاصل از این فرضیه، می‌توان به این مورد اشاره کرد که هرچه سطح اعتماد سرمایه‌گذاران به تصمیمات و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری افزایش یابد، کیفیت و انگیزه برای تصمیم‌گیری‌های آنها نیز بهبود می‌یابد. در همین راستا، سرمایه‌گذارانی که به تصمیمات خود اعتماد بیشتری دارند، احتمالاً تصمیمات سرمایه‌گذاری آگاهانه‌تر و جسورانه‌تری اتخاذ می‌کنند. همچنین این یافته حاکی از آن است که اعتمادبه‌نفس سرمایه‌گذاران نقش مؤثری در فرآیند تصمیم‌گیری دارد و موجب می‌شود آنها با اطمینان بیشتری به فرصت‌ها و چالش‌های بازار پاسخ دهند. نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج پژوهش ثمری و همکاران (۱۴۰۲) هم‌راستا است.

باتوجه به تأیید فرضیه دوم پژوهش و در تبیین نتایج حاصل از این فرضیه می‌توان به این مورد اشاره کرد که افزایش سوگیری نمایندگی در سرمایه‌گذاران، احتمال اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری‌ای که تحت تأثیر این سوگیری است را افزایش می‌دهد. در همین راستا، هرچه سرمایه‌گذاران بیشتر تحت تأثیر اطلاعات نمایندگی (مانند اتکای بیش‌ازحد به توصیه‌های مشاوران یا اطلاعات نادرست) قرار بگیرند، تصمیمات آنها نیز بیشتر تحت تأثیر این عوامل شکل می‌گیرد. نتایج حاصل از این فرضیه، با نتایج پژوهش زیاری و همکاران (۱۴۰۲) هم‌راستا است.

باتوجه به تأیید فرضیه سوم پژوهش و در تبیین نتایج حاصل از این فرضیه می‌توان به این مورد اشاره کرد که سرمایه‌گذارانی که تحت تأثیر اطلاعات یا رفتارهای سوگیرانه قرار می‌گیرند، تمایل بیشتری به اعتماد به تصمیمات خود پیدا

می‌کنند. این یافته بیانگر آن است که هرچه سوگیری نمایندگی در رفتار سرمایه‌گذاران تقویت شود، اعتماد آنها به انتخاب‌ها و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری‌شان نیز بیشتر خواهد شد؛ حتی اگر این اعتماد مبتنی بر اطلاعات دقیق و منطقی نباشد. نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج پژوهش خاکسار خمیران و همکاران (۱۳۹۹) هم‌راستا است.

درنهایت، با توجه به تأیید فرضیه چهارم پژوهش و در تبیین نتایج حاصل از این فرضیه می‌توان به این مورد اشاره کرد که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر سوگیری نمایندگی، در صورتی که اعتماد بیشتری به سرمایه‌گذاری خود داشته باشند، تصمیمات سرمایه‌گذاری بهتری اتخاذ خواهند کرد. نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج پژوهش زینی‌وند و همکاران (۱۴۰۲) هم‌راستا است.

سرمایه‌گذاران قبل از هرگونه اقدام برای سرمایه‌گذاری باید درباره ساختار حاکمیت شرکتی شرکت سرمایه‌پذیر و عملکرد مدیران تحقیق و بررسی کافی به عمل آورده و از سابقه مثبت آنها اطمینان کافی حاصل کنند و ترجیحاً تمامی سرمایه خود را به خرید سهام از یک شرکت اختصاص ندهند و در صنایع مختلف سرمایه‌گذاری کرده تا در صورت زیان احتمالی سهام یک یا دو شرکت، سرمایه از دست‌رفته از طریق سود سهام سایر شرکت‌ها جبران شود. همچنین سرمایه‌گذاران در صورت امکان باید یک نفر نماینده به صورت پاره‌وقت یا تمام‌وقت در شرکت مستقر کرده به صورت ماهانه، فصلی و سالانه عملکرد هیئت‌مدیره را بررسی و به سرمایه‌گذار گزارش دهند. همچنین قوانین حاکمیت شرکتی و کنترل‌های داخلی قوی را تدوین و به هیئت‌مدیره ابلاغ کرده و اجرای آن را به صورت مکرر در شرکت بررسی کنند.

در همین راستا، هیئت‌مدیره شرکت‌های سرمایه‌گذار جهت افزایش آگاهی و دانش خود ترجیحاً در کلاس‌های حضوری و آنلاین سرمایه‌گذاری خود شرکت کرده و افرادی را به‌عنوان مشاوران سرمایه‌گذاری در شرکت به‌کارگیری کرده تا از خدمات آنها در زمان سرمایه‌گذاری‌های مختلف بهره‌مند شوند. همچنین سازمان بورس و اوراق بهادار در صورت امکان، یک سیستم منسجم را برای ارزیابی عملکرد سرمایه‌گذاری سهام‌داران شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اجرا کند که این اطلاعات از طریق یادداشت‌ها یا ابزارهای دیگر منتشر شده تا اطمینان حاصل شود که کاربران اطلاعات با کیفیت دریافت می‌کنند. درنهایت، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد

می‌شود با توجه به نتایج تحقیق به دست آمده، میزان ریسک در هر نوع سرمایه‌گذاری را مورد توجه قرار دهند؛ زیرا در نظر گرفتن این عامل مهم منجر به انتخاب یک سبد سرمایه‌گذاری بهینه با ریسک کم و کارایی بالا و همچنین افزایش شفافیت محیط تصمیم‌گیری و دوبرابری نتایج می‌شود. در همین راستا و در جهت تبیین توصیه‌های سیاستی پژوهش حاضر، پیشنهاد می‌شود صندوق‌های سرمایه‌گذاری از طریق افزایش شفافیت اطلاعات و پاسخ‌گویی و همچنین تقویت مهارت‌های تحلیل‌گری مدیران مطابق با دستورالعمل حاکمیت شرکتی (مصوب سال ۱۳۹۴) تصمیمات سرمایه‌گذاری مناسبی اتخاذ کنند تا در این خصوص اهداف شعار سال ۱۴۰۴؛ یعنی سرمایه‌گذاری برای تولید محقق شود.

## منابع

- بشیری‌منش، نازنین؛ مداح، احسان و آگاهی، فهیمه (۱۴۰۱). «تأثیر سوگیری رفتاری مدیران بر استراتژی‌های حسابرسان در مواجهه با ریسک حسابرسی»، *قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری*، ۱۱(۳)، ۵۲-۲۵.  
 Doi:10.30495/jdaa.2022.693172
- خاکسار خمیران، فاطمه؛ آقاجانی، وحدت؛ شیخی، مینا (۱۳۹۹). «تأثیر سوگیری‌های شناختی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار در استان اردبیل»، *دومین کنفرانس مهندسی صنایع، اقتصاد و مدیریت، ایتالیا*.
- خلیلی، یاسمن؛ کبیری، محمدتقی؛ حیدری رستمی، کرامت‌الله و مومنی یانسری، ابوالفضل (۱۴۰۳). «واکاوی نقش گزارشگری پایداری در تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران»، *قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری*، ۱۳(۱)، ۱۶۲-۱۳۵.  
 Doi:10.71960/jdaa.2025.1126138
- زنگوئی، علی (۱۴۰۳). *تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار بورس ایران با نقش تعدیل‌گری ریسک‌پذیری*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، مؤسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی، تهران.
- زیاری، مریم (۱۴۰۲). «بررسی اثر سوگیری رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار استان سمنان»، *شانزدهمین کنفرانس ملی اقتصاد، مدیریت و حسابداری*، شیروان.
- زینی‌وند، محمد؛ جنانی، محمدحسن؛ همت‌فر، محمود و ستایش، محمدرضا (۱۴۰۲). «سوگیری‌های رفتاری و تصمیمات سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی تحت شرایط عدم اطمینان در بورس اوراق بهادار تهران»، *فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۲(۱)، ۲۳۲-۲۰۳.

سیرانی، محمد؛ رزم‌جویی، محرم و ثمری، راحله (۱۴۰۲). «تأثیر سوگیری‌های شهودی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و کارآیی ادراک‌شده بازار در بورس اوراق بهادار تهران»، پژوهش‌های مالی و رفتاری در حسابداری، ۳(۱)، ۱۶-۱۱۹۹. Doi:10.30486/fbra.2023.1987550.1199

عباسی، افشین (۱۳۹۱). بررسی تأثیر بیش‌اعتمادی مدیر عامل و مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر هزینه سرمایه سهام، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه خاتم، تهران.

قهرمانی، مهدی (۱۴۰۳). بررسی تأثیر سوگیری نمایندگی سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری آنان با توجه به نقش بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران (مورد مطالعه: سهام‌داران شرکت سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی کارکنان بانک‌ها). پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه بین‌المللی امام رضا(ع)، مشهد.

کرامتی، محسن (۱۳۹۹). بررسی تأثیر تورش‌های رفتاری مدیران بر تصمیم سرمایه‌گذاری (مورد مطالعه: مدیران شعب بانک‌های خصوصی در شهر مشهد)، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، مؤسسه آموزش عالی سناباد گلپهار، گلپهار.

موسوی، محدثه (۱۴۰۳). بررسی اثرگذاری سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم سرمایه‌گذاری با نقش تعدیلی سواد مالی، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، مؤسسه آموزش عالی زند، شیراز.

نامداری، شیدا (۱۴۰۱). تأثیر تعصب بیش‌اعتمادی و خوداسنادی بر تصمیمات سرمایه‌گذار با توجه به نقش تعدیل‌گر کسب اطلاعات، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، مؤسسه آموزش عالی ماد، شیراز.

نیک‌روش، بهنام (۱۴۰۳). بررسی تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری براساس جنسیت در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، مؤسسه آموزش عالی لامعی گرگانی، گرگان.

- Adel, B., Mariem, T. (2013). The impact of overconfidence on investors' decisions. *Business and Economic Research*, 3(2),53. Doi: 10.5296/ber. Kengatharan, L., Kengatharan, N. (2014). The influence of behavioral factors in making investment decisions and performance: Study on investors of Colombo Stock Exchange, Sri Lanka. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 6(1), 1-23. Doi:10.5296/ajfa.v6i1.4893.
- Ali, W. (2019). The Impact Of Self-attribution Bias and Overconfidence Bias on Perceived Market Efficiency. Doi: [10.2139/ssrn.3417271](https://doi.org/10.2139/ssrn.3417271)
- Bouteska, A., Harasheh, M., Abedin, M. Z. (2023). Revisiting overconfidence in investment decision-making: Further evidence from the US market. *Research in International Business and Finance*, 66, 102028. Doi: 10.1016/j.ribaf.2023.102028
- Dechow, P., Ge, W., Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 344-401. Doi: 10.1016/j.jacceco.2010.09.001

- Haixia, Y. (2018). Investor sentiment, managerial overconfidence, and corporate investment behavior. *International Journal of Social Science and Economic Research*, 3(3), 858-868. Retrieved from <https://ijsser.org/more2018.php?id=59>
- Hermalin, B. E., Weisbach, M. S. (2003). Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Economic Policy Review*, 9(1),7-26. Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=794804>
- Hirshleifer, D. (2015). Behavioral finance. *Annual Review of Financial Economics*,7, 133-159. Doi: 10.1146/annurev-financial-092214-043752
- Koen, I., Mariachiara, T. (2024). Overconfidence, financial literacy and excessive trading. *Journal of Economic Behavior & Organization*,219, 152-195. Doi:10.1016/j.jebo.2024.01.010
- Michelle, M. P. (2006.) *Behavioral financial knowledge and asset management*. Translation: Ahmad Badri, Kayhan Publications, first edition.
- Olszak, C.,Tkacz, M., Weichbroth, P., Zurada, J.(2025). *Exploration of Behavioral Patterns and Cognitive Biases among Stock Market Investors*. Proceedings of the 58th Hawaii International Conference on System Sciences. Hawaii, United States of America.
- Pambudi, T. R. S., Sabandi, M. (2024). Financial Literacy, Risk Perception, Overconfidence Moderated by Financial Education on Investment Decisions. *Economic Education Analysis Journal*, 13(2), 151-162. Doi:10.15294/8x7g2419
- Pathak, D. D., Thapa, B.S. (2024). Beyond market anomalies: How heuristics and perceived efficiency shape investor behavior in developing markets. *Investment Management and Financial Innovations*. 21(3), 1-14. Doi:10.21511/imfi.21(3).2024.01
- Patiu, L.S., Ang, L.K., Masanque, J.A., Nacario.J.M., Paguntalan,R.M. (2025). Unraveling the Investment Puzzle: Do Behavioral Biases and Financial Literacy Matter?. *Review of Integrative Business and Economics Research*, 14(3),596-611.
- Prosad, J. M., Kapoor, S., Sengupta, J., Roychoudhary, S. (2017). Overconfidence and disposition effect in Indian equity market: An empirical evidence. *Global Business Review*, 19(5), 1303-1321. Doi: 10.1177/0972150917726660

## The Impact of Representativeness Bias on Investor Decision-Making: The Mediating Role of Overconfidence

Mahdi Ghahremani<sup>\*</sup>

Amir Ghafourian Shagerdi<sup>\*\*</sup>

Received: 30 April 2025

Accepted: 30 July 2025

Vol.6, No.22, Summer 2025

### Abstract

Nowadays in Iran, given the economic characteristics of developing countries, creating conditions in which investors from various social groups can select the preferred investment company is of particular importance. In this regard, the present study employed a questionnaire based on a five-point Likert scale consisting of 20 items. To assess the reliability of the instrument, Cronbach's alpha coefficient was used, and the results confirmed its adequacy. The statistical population consisted of all shareholders of the *Investment Company of the Bank Employees' Pension Fund* (with more than 10 years of activity). A non-probability convenience sampling method was adopted, and a sample of 144 shareholders was selected. The collected data were analyzed using structural equation modeling (SEM) with the aid of Smart PLS software. The findings indicate that investors' representativeness bias has a significant effect on investors' distrust. Furthermore, investors' distrust directly influences investment decisions and mediates the relationship between representativeness bias and investment decisions.

**Keywords:** Investor Overconfidence, Representativeness Bias, Investment Decision-Making, Structural Equation Modeling (SEM)

**JEL classification:** G41, G11, C30, D81

---

<sup>\*</sup> Master of Accounting, Department of Administrative Sciences, Imam Reza International University, Mashhad, Iran.

<sup>\*\*</sup> Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Administrative Sciences, Imam Reza International University, Mashhad, Iran, (Corresponding Author). ghafourian@imamreza.ac.ir