

بررسی اثر تجربه بر ریسک‌پذیری، بیش اطمینانی و رفتار توده‌وار مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران

میرفیض فلاح شمس لیالستانی^۱ / حسن قالیباف اصل^۲ / سمیرا سرابی نوبخت^۳

چکیده

در این پژوهش به بررسی اثر تجربه حرفه‌ای مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران بر ریسک‌پذیری و نیز بیش اطمینانی و رفتار توده‌وار آنها (به‌عنوان تورش‌های رفتاری مهم و مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران و ریسک‌پذیری آنها) پرداخته شده است. هدف کلی ما از این تحقیق آن است که پی ببریم آیا تجربه حرفه‌ای مدیران بازده حاصل از سرمایه‌گذاری‌های آنها را تحت تأثیر قرار می‌دهد یا نه.

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها با مدل‌های رگرسیون پراپیت‌ترتیبی و تویت یک متغیره و چند متغیره با بهره‌گیری از نرم‌افزار Eviews نشان می‌دهد که بین تجربه و ریسک‌پذیری مدیران رابطه معنی‌دار معکوس و بین تجربه و رفتار توده‌وار آنها رابطه معنی‌دار مستقیم وجود دارد. هم‌چنین رابطه بین تجربه و بیش اطمینانی بر مبنای نوع بیش اطمینانی متفاوت می‌باشد، اما در مجموع می‌توان گفت بین تجربه و بیش اطمینانی رابطه معنی‌دار معکوس وجود دارد. بدین ترتیب مدیران کم‌تجربه‌تر در مقایسه با مدیران باتجربه‌تر از بیش اطمینانی بیشتر و رفتار توده‌وار کمتر برخوردار بوده، ریسک-پذیرتر می‌باشند و بازده بالاتری کسب می‌نمایند. بنابراین، درکل می‌توان چنین نتیجه گرفت که بین تجربه حرفه‌ای و بازده مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معکوس وجود دارد.

هم‌چنین، لازم به ذکر است که یکی از یافته‌های مهم این پژوهش ارایه مدلی مفهومی است که نشانگر رابطه میان متغیرها و تأثیر هریک بر کسب بازدهی مدیران می‌باشد.

واژگان کلیدی: مالی رفتاری، تجربه، ریسک‌پذیری، بیش اطمینانی، رفتار توده‌وار.

طبقه‌بندی موضوعی: G14, G23

۱. استادیار دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکز

۲. استادیار دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد، دانشگاه الزهراء (س)

۳. دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه الزهراء (س)

۱- مقدمه

یکی از معیارهای مهم در ارزیابی عملکرد مدیران سرمایه‌گذاری، بررسی بازده‌های حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری آنهاست. کسب بازده‌های بالاتر خود به عوامل بسیاری مرتبط می‌باشد که یکی از آنها عامل تجربه حرفه‌ای مدیران است. تحقیقاتی که در سال‌های اخیر در کشورهای مختلف انجام شده است، به‌ویژه تحقیق صورت گرفته توسط لوکاس منخوف و همکاران (Menkhoff, et al., 2004) روی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری آلمان، نشان داده است که مدیران بی‌تجربه‌تر در مقایسه با مدیران باتجربه‌تر بازده‌های بالاتر قابل توجهی کسب می‌کنند. این تفاوت در بازده‌ها مفروضات کارایی بازار را در دو جنبه به چالش می‌کشاند. اول این که، خریداران سهم‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری دارای مدیران باتجربه‌تر و مسن‌تر عقلایی عمل نمی‌کنند. دوم آن که، مدیران کم‌تجربه‌تر و جوان‌تر قادرند سهم‌های زیرقیمت را شناسایی کنند، که این امر با مفروضات کارایی بازار در تناقض خواهد بود. چنانچه پرتفوی‌های مدیران بی‌تجربه نسبت به پرتفوی‌های همکاران باتجربه آنها از ریسک بیشتری برخوردار باشد، این تفاوت در بازده‌ها می‌تواند به عنوان صرف ریسک در نظر گرفته شود که این امر با فرضیه کارایی بازار سازگار بوده و در غیراین صورت با آن در تناقض خواهد بود.

هدف اصلی ما در این تحقیق آن است که پی‌بریم «آیا بین تجربه با ریسک‌پذیری، فرااطمینانی و رفتار توده‌وار مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌داری وجود دارد یا نه». هم‌چنین هدف غایی ما آن است که دریابیم آیا بین بازده و تجربه مدیران رابطه معنی‌داری وجود دارد یا نه. در صورت کسب بازده بالاتر توسط مدیران کم‌تجربه‌تر فرض کارایی بازار نقض می‌شود یا نه.

۲- ادبیات پژوهش

• ریسک‌پذیری

ریسک و بازده از مهم‌ترین مفاهیم سرمایه‌گذاری می‌باشند که همواره هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری کنار هم بوده و اساس تصمیم‌گیری را شکل می‌دهند. در منابع مختلف تعاریف گوناگونی از این دو واژه صورت گرفته است. در بیانی ساده می‌توان بازده را این گونه تعریف نمود: «هر سهم یا هر پرتفویی از سهام، اگر در فاصله خاصی از زمان خریداری، نگهداری و فروخته شود، بازده خاصی نصیب دارنده آن می‌نماید. این بازدهی، شامل تغییر قیمت و منافع حاصل از مالکیت است. اصطلاح «نرخ بازده» (یا نرخ عایدی) برای توصیف نرخ افزایش یا کاهش سرمایه‌گذاری در طول دوره نگهداری دارایی به کار می‌رود.» (راعی، ۱۳۸۳، ص ۱۱۲). هم‌چنین در مباحث مربوط به تئوری‌های

مالی و سرمایه‌گذاری، ریسک را به معنای «میزان اختلاف بازده واقعی یک سرمایه‌گذاری با بازده مورد انتظار آن» تعریف می‌کنند (جونز، ۱۳۸۲، ص ۱۶).

معمولاً در اقتصاد و به ویژه در سرمایه‌گذاری فرض بر آن است که سرمایه‌گذاران منطقی عمل کرده، اطمینان را بر عدم اطمینان ترجیح داده و به عبارتی دیگر ریسک‌گریز می‌باشند. سرمایه‌گذاران منطقی و ریسک‌گریز در ازای قبول ریسک، انتظار دریافت بازده بیشتری دارند.

درجه ریسک‌پذیری یا ریسک‌گریزی، یکی از عوامل مهم تأثیرگذار بر رفتار و تصمیم‌گیری افراد به‌ویژه در بازارهای مالی است. ریسک‌پذیری را می‌توان «انجام هرگونه فعالیتی که دارای حداقل یک نتیجه مبهم و یا نامطمئن باشد» تعریف کرد (Yates, et al., 1994). نتیجه مذکور ممکن است مثبت بوده و منفعتی را برای فرد به همراه داشته باشد و یا منفی بوده و فرد را با زیان مواجه سازد. از دیدگاه تصمیم‌گیری، ریسک‌پذیری عبارت است از «انتخاب سنجیده یک رفتار همراه با ریسک» (Fischhoff, 1994). در نگاهی کلی‌تر می‌توان ریسک‌پذیری را «قبول خطر کردن یا پذیرفتن احتمال ضرر و زیان برای رسیدن به مقصود» تعریف کرد. (لطیفی، ۱۳۶۹).

• بیش‌اطمینانی

بیش‌اطمینانی یا اعتماد به نفس بیش‌ازحد، یکی از مهم‌ترین مفاهیم مالی رفتاری مدرن است که هم در تئوری‌های مالی و هم روان‌شناسی جایگاه ویژه‌ای دارد. بیش‌اطمینانی سبب می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک‌ها را کمتر از حد تخمین زده، احساس کند روی مسائل و رویدادها کنترل دارد درحالی‌که ممکن است درواقع این‌گونه نباشد. دراغلب وظایف شاهد بروز بیش‌اطمینانی در افراد هستیم، اما انتخاب اوراق بهادار و وظیفه دشواری است که بیشترین میزان بروز بیش‌اطمینانی در آن دیده می‌شود. (Nofsinger, 2001) بیش‌اطمینانی تنها منحصر به سرمایه‌گذاران انفرادی نیست بلکه شواهدی وجود دارد که تحلیل‌گران مالی نسبت به تجدید نظر درباره برآوردهای قبلی در زمینه عملکرد احتمالی آتی شرکت کند عمل می‌کنند، حتی زمانی که شواهد قابل توجهی وجود دارد که ارزیابی‌های فعلی آنها نادرست است. انواع مختلف بیش‌اطمینانی عبارتند از:

۱) **درجه‌بندی غلط^۱**: رایج‌ترین نوع بیش‌اطمینانی در ادبیات مالی است که گاهی از آن به «بیش‌اطمینانی در پیش‌بینی^۲» نام برده می‌شود و در آن معمولاً افراد دقت دانش خود را بیشتر و ریسک و واریانس متغیرهای تصادفی را کمتر از آنچه هست تخمین می‌زنند و فاصله اطمینان‌های بسیار

1. Miscalibration

2. Prediction Overconfidence

باریکی در پیش‌بینی‌های خود دارند (Lichtenstein, et al., 1982). برای مثال، هنگام برآورد ارزش یک سهم، انحراف بسیار پائینی را برای طیف بازده‌های مورد انتظار در نظر می‌گیرند.

(۲) **خود ارزیابی مثبت غیر واقع‌بینانه^۱ یا اثر بالاتر از میانگین^۲:** در این نوع از بیش‌اطمینانی، افراد مهارت‌های خود را بیش از آنچه هست تخمین می‌زنند (Greenwald, 1980). تحقیقات روان‌شناسی صورت گرفته نشان می‌دهد که عموماً افراد تمایل دارند که دید مثبت غیرواقع‌بینانه‌ای از خود و مهارت‌هایشان داشته باشند. بسیاری از انسانها هنگامی که خود را با گروهی (مانند همکلاسی‌ها یا همکاران خود) مقایسه می‌کنند، سطح توانایی‌ها و مهارت‌هایشان را بالاتر از میانگین سطح توانایی‌ها و مهارت‌های سایر اعضای گروه می‌دانند.

(۳) **توهم کنترل^۳ یا خوش‌بینی غیر واقع‌بینانه^۴:** سبب می‌شود انسان احساس کند روی مسائل کنترل داشته یا حداقل می‌تواند بر آنها تأثیر بگذارد درحالی که ممکن است در واقع این گونه نبوده و احتمال موفقیت خود را بیش از آنچه هست تخمین بزند (Langer, 1975). این نوع بیش‌اطمینانی را می‌توان در بازی‌هایی که با تاس انجام می‌شود مشاهده نمود که در آن افراد هنگام تلاش برای دستیابی به یک شماره بالاتر، خیلی قاطعانه‌تر تاس را پرتاب می‌کنند.

• رفتار توده‌وار

رفتار توده‌وار عبارتست از آن دسته رفتارهای سرمایه‌گذاران در بازار، که منجر به نادیده گرفتن پیش‌بینی‌ها و عقاید خود در رابطه با قیمت سهم و اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری تنها بر پایه رفتار کلی بازار می‌شود. به عبارت دیگر، رفتارهای احساسی و بعضاً غیرعقلایی تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران نسبت به صف‌های خرید و فروش و حرکت توده‌وار آنها به تأسی از افرادی است که به گمان آنها، به دلیل بهره‌مندی از اطلاعات نهانی بهترین زمان ورود و خروج از بازار در رابطه با سهام خاصی را زودتر از سایر سرمایه‌گذاران تشخیص داده‌اند (اسلامی بیدگلی و همکاران، ۱۳۸۶). از مهم‌ترین ویژگی‌های مدیران دارای رفتار توده‌وار می‌توان به این موارد اشاره نمود:

(۱) **پیروی از روند:** در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود معمولاً از روند و تصمیمات اغلب سرمایه‌گذاران پیروی می‌کنند و به پیش‌بینی‌ها و عقاید خود اهمیت کمتری می‌دهند.

1. Unrealistically Positive Self-Evaluation
2. Better Than Average Effect
3. Illusion Of Control
4. Unrealistic Optimism

- ۲) **میزان تلاش کاری:** مدیران دارای رفتار توده‌وار، از تلاش، فعالیت و ساعات کاری کمتری برخوردارند. آنها معمولاً تلاشی برای برتری نسبت به سایر مدیران و هم‌تایان خود نمی‌کنند و تلاش می‌کنند هم‌سطح آنها باقی بمانند تا از روند خارج نشوند. در حالی که مدیران فاقد رفتار توده‌وار، جاه‌طلب‌تر هستند و برای برتری نسبت به سایر مدیران و دستیابی به سطوح بالاتر تلاش بیشتری می‌نمایند (Lutje, 2009).
- ۳) **منابع اطلاعاتی مورد استفاده:** تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را بر مبنای تحلیل‌های تکنیکی، تصمیمات سرمایه‌گذاری سایر مشارکت‌کنندگان بازار، بحث و گفتگو با همکاران خود و نظرات رهبران صنعت و بازاری که در آن به فعالیت می‌پردازند اتخاذ می‌کنند و اهمیت کمتری به تحلیل‌های بنیادی می‌دهند (Lutje, 2009).
- ۴) **افق زمانی پیش‌بینی:** به دلایل مختلفی از جمله تأکید بر استفاده از تحلیل‌های تکنیکی، معمولاً در پیش‌بینی‌های سرمایه‌گذاری خود افق زمانی کوتاه مدت دارند (Menkhoff, et al., 2004).
- ۵) **استراتژی‌های تصمیم‌گیری:** در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود از استراتژی شتاب (مومنتوم) در مقایسه با سایر استراتژی‌ها هم‌چون استراتژی معکوس^۱، خرید و نگهداری^۲ و... بیشتر بهره می‌برند (Grinblatt, et al., 1995).
- ۶) **اثر تورنومنت^۳:** یکی از موارد جالب توجه در مورد مدیران دارای رفتار توده‌وار، نحوه رفتار و تصمیم‌گیری آنها در تورنومنت یا نزدیکی پایان دوره است. این افراد غالباً ریسک‌گریز می‌باشند اما چنان‌چه در نزدیکی پایان دوره ارزشیابی، عملکرد پرتفوی آنها در مقایسه با الگوی بازاری که در آن به فعالیت می‌پردازند بهتر باشد، تمایلی به تغییر سطح ریسک خود نداشته و در همان سطح باقی می‌مانند. از طرف دیگر، چنان‌چه در مقایسه با الگوی بازار عملکرد ضعیف‌تری داشته باشند، سطح ریسک خود را افزایش می‌دهند. این امر را می‌توان به ترس آنها از خارج شدن از روند در صورت دارا بودن عملکرد ضعیف، نسبت داد.

1. Contrarian Strategy
2. Buy & Hold Strategy
3. Tournament Effect

۳. پیشینه پژوهش

• تحقیقات انجام شده در زمینه رابطه تجربه و ریسک‌پذیری:

نتایج مطالعات تجربی و تئوریک صورت گرفته در مورد رابطه تجربه و ریسک‌پذیری متفاوت است. برخی نشان دهنده وجود رابطه مستقیم بین تجربه و ریسک‌پذیری و برخی دیگر نشان دهنده وجود رابطه معکوس می‌باشد. شوالیه و همکاران (Chevalier, et al., 1999)، هانگ و همکاران (Hong, et al., 2000)، لامونت (Lamont, 2002)، پاتیلو و همکاران (Pattilo, et al., 2004) در مطالعات تجربی خود و آوری و همکاران (Avery, et al., 1999) در مطالعات تئوریک خود رابطه مستقیمی را بین تجربه و ریسک‌پذیری یافتند. از طرف دیگر مطالعات تجربی انجام شده توسط گراهام (Graham, 1999)، لی (Li, 2002)، بویسون (Boyson, 2003)، منخوف و همکاران (Menkhoff, et al., 2004) و نیز مطالعات تئوریک پرندرگاست و همکاران (Prendergast, et al., 1996) نشان دهنده وجود رابطه معکوس بین تجربه و ریسک‌پذیری می‌باشد.

• تحقیقات انجام شده در زمینه رابطه تجربه و بیش اطمینانی:

در مطالعه‌ای که توسط گروه «پین وبر»^۱ در مورد نقش تجربه در انتظارات سرمایه‌گذاران طراحی و در سازمان «گال آپ»^۲ مدیریت شد، محققین دریافتند که سرمایه‌گذاران جوان و بی‌تجربه در مقایسه با سرمایه‌گذاران مسن‌تر و باتجربه‌تر، نسبت به توانایی خود در پیشرفت در بازار از اعتماد به نفس بیشتری برخوردارند (پمپین، ۱۳۸۸). مطالعات دیگری نیز در این زمینه صورت گرفته است که نتایج آنها غالباً بر اساس نوع بیش اطمینانی متفاوت بوده است و از جمله مهم‌ترین آنها می‌توان به این موارد اشاره نمود:

- لاک و همکاران (Lock, et al., 2001) و کریستوفرسن و همکاران (Christoffersen, et al., 2002) در مطالعات تجربی خود رابطه معکوسی را بین تجربه و بیش اطمینانی مشاهده کردند.
- هس و همکاران (Heach, et al., 1991) و فراسکارا (Fraskara, 1999) در نتیجه مطالعات روان‌شناختی خود، بین تجربه و بیش اطمینانی از نوع توهم کنترل و اثر بالاتر از میانگین رابطه مستقیمی را یافتند.

1. Paine Webber
2. Gall Up

- کریشلر و همکاران (Krichler, et al., 2002)، در مطالعه تجربی بازارهای دارایی‌ها، بین تجربه و بیش‌اطمینانی از نوع توهم کنترل و اثر بالاتر از میانگین رابطه مستقیمی را مشاهده کردند.

- مطالعات گلسر و همکاران (Glaser, et al., 2003) در مورد بیش‌اطمینانی در افراد حرفه‌ای و غیر حرفه‌ای نشان داد که مدیران حرفه‌ای و باتجربه در مقایسه با مدیران غیر حرفه‌ای و بی تجربه در انجام بسیاری از وظایف خود، به‌ویژه شناسایی و تشخیص روند، پیش‌بینی نوسان و تغییر قیمت سهم، از بیش‌اطمینانی بیشتری برخوردارند.

• تحقیقات انجام شده در زمینه رابطه تجربه و رفتار توده‌وار:

آوری و همکاران (Avery, et al., 1999) و شوالیه و همکاران (Chevalier, et al., 1999) در مطالعات تئوریک خود روی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری دریافتند که مدیران بی‌تجربه‌تر در مقایسه با مدیران باتجربه‌تر، تمایل بیشتری به پیروی از رفتار توده‌وار دارند.

برخی از مطالعات تجربی انجام شده نیز نتایج حاصل از مطالعات آوری و همکاران (Avery, et al., 1999) روی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری را تأیید کردند. مطالعه تجربی هانگ و همکاران (Hong, et al., 2000) روی تحلیل‌گران اوراق بهادار، آرورا و همکاران (Arora, et al., 2001) روی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری، لامونت (Lamont, 2002) روی پیش‌بینی‌کنندگان اقتصاد کلان، منخوف و همکاران (Menkhoff, et al., 2004) روی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری و لوتجه (Lutje, 2005) نیز نشان دادند که تمایل به توده‌واری با افزایش تجربه مدیران کاهش می‌یابد. شاید بتوان گفت یکی از دلایل آن افزایش دانش، آگاهی و مهارت مدیران و تاحدی غرور آنها باشد. پرندرگاست و همکاران (Prendergast, et al., 1996) در مطالعات تئوریک خود مدلی را ارائه کردند که نشانگر وجود رابطه مستقیم بین تجربه و رفتار توده‌وار می‌باشد. تاکنون شواهد و مطالعه تجربی گزارش نشده است که نشان‌دهنده وجود رابطه مستقیم بین تجربه و رفتار توده‌وار میان مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری باشد. اما مطالعه تجربی لی (Li, 2002) روی تحلیل‌گران اوراق بهادار و گراهام (Graham, 1999) روی تحلیل‌گران سرمایه‌گذاری وجود چنین رابطه‌ای را تأیید می‌کند.

۴. روش تحقیق

پژوهش حاضر به لحاظ هدف تحقیق کاربردی و از حیث ماهیت روش، توصیفی و پیمایشی می باشد. جامعه آماری در این پژوهش شامل مدیران عامل و سرمایه گذاری شرکت های سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و شرکت های سرمایه گذاری زیرمجموعه شرکت های پذیرفته شده در بورس است که تا پایان سال ۱۳۸۸، تعداد این شرکت ها حدود ۱۰۰ شرکت سرمایه گذاری می باشد. با فرض این که از هر شرکت به طور متوسط ۲ مدیر در این پژوهش مشارکت کنند حدود ۲۰۰ نفر از مدیران، جامعه آماری ما را تشکیل داده اند که برای نمونه گیری از آنها از روش نمونه گیری در دسترس استفاده شده است.

از آن جایی که حجم جامعه محدود و متغیرها (سؤالات) چندارزشی با مقیاس ترتیبی می باشند، برای تعیین حجم نمونه از فرمول نمونه گیری زیر استفاده شده است:

$$n = \frac{N \cdot Z_{\alpha/2}^2 \cdot P(1-P)}{\varepsilon^2(N-1) + Z_{\alpha/2}^2 \cdot P(1-P)}$$

اگر در فرمول فوق $\alpha = 0.05$ ، $P = 0.5$ ، $\varepsilon = 0.1$ و حجم جامعه (N) حدود ۲۰۰ در نظر گرفته شود، حجم نمونه حدود ۶۶ بدست می آید. ویژگی های جمعیت شناختی نمونه مورد بررسی در جدول زیر ارائه شده است:

جدول (۱): ویژگی های جمعیت شناختی نمونه مورد بررسی

جنسیت			
زن		مرد	
۸٪		۹۲٪	
تحصیلات			
دکتری	کارشناسی ارشد	کارشناسی	کاردانی و پائین تر
۱۰٪	۵۷٪	۲۸٪	۵٪
تجربه حرفه ای			
بیشتر از ۱۵ سال	بین ۵ تا ۱۵ سال		کمتر از ۵ سال
۲۶٪	۴۳٪		۳۱٪

مقصود از تجربه در این تحقیق، میزان تجربه حرفه‌ای مدیران است که در سه طبقه مورد بررسی قرار گرفته است:

۱- مدیران کم‌تجربه: دارای تجربه حرفه‌ای کمتر از ۵ سال

۲- مدیران باتجربه: دارای تجربه حرفه‌ای بین ۵ تا ۱۵ سال

۳- مدیران بسیار باتجربه: دارای تجربه حرفه‌ای بیشتر از ۱۵ سال

برای جمع‌آوری اطلاعات از پرسشنامه بهره‌برده شده است. پرسشنامه مورد استفاده در این پژوهش شامل ۳۰ سؤال است که ۲۸ سؤال ابتدائی آن در قالب طیف لیکرت از کاملاً موافق تا کاملاً مخالف و ۲ سؤال پایانی آن به صورت باز طراحی شده‌اند. برای تهیه پرسشنامه از پرسشنامه‌های استاندارد ارائه شده در مطالعات مشابه انجام شده در خارج از کشور به ویژه مطالعه‌های انجام شده توسط منخوف و همکاران (Menkhoff, et al., 2004) و لوتجه (Lutje, 2009) روی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری آلمان استفاده شده است.

پایایی پرسشنامه با استفاده از روش آلفای کرونباخ مورد بررسی قرار گرفت. از آنجایی که آلفای کرونباخ محاسبه شده برابر با ۰٫۸۳۷ و بزرگتر از ۰٫۷ می‌باشد، پرسشنامه از پایایی قابل قبولی برخوردار است.

۵. تجزیه و تحلیل داده‌ها

برای تجزیه و تحلیل داده‌ها بر اساس نوع سؤالات از مدل‌های رگرسیون پراپیت ترتیبی^۱ و رگرسیون توپیت^۲ یک متغیره و چند متغیره استفاده شده است.

• مدل پراپیت ترتیبی

از مدل پراپیت ترتیبی در مواردی استفاده می‌شود که متغیر وابسته ترتیبی دارای بیش از دو پیامد باشد. اگر فرض شود y^* ، متغیر وابسته و نوع ترتیبی آن y باشد، شکل کلی مدل پراپیت ترتیبی بدین صورت خواهد بود:

$$y^* = \beta X + \varepsilon$$

که در آن y^* ، متغیر وابسته دقیق و مشاهده نشده، X بردار متغیرهای توصیفی مستقل، β بردار ضرایب رگرسیونی مجهول و ε عامل خطا با توزیع نرمال می‌باشد. مقدار متغیر y ، برای مقادیر محاسبه شده y^* به صورت زیر می‌باشد:

1. Ordered Probit Regression
2. Tobit Regression

$$y = \begin{cases} 0 & \text{if } y^* \leq 0 \\ 1 & \text{if } 0 < y^* \leq \mu_1 \\ 2 & \text{if } \mu_1 < y^* \leq \mu_2 \\ \vdots & \vdots \\ j & \text{if } \mu_{j-1} \leq y^* \end{cases}$$

مقادیر آستانه‌ای (حدی) μ ، به همراه پارامترهای β تخمین زده می‌شود.

• مدل توپیت

یک مدل معروف برای داده‌های سانسور شده^۱ است. این مدل توسط «جیمز توپین» در سال ۱۹۸۵ طراحی شده است و فرض می‌کند که y_i^* یک متغیر پنهان یا غیر قابل مشاهده است که به طور خطی و از طریق پارامتر β به متغیر X_i وابسته بوده و بدین طریق محاسبه می‌شود:

$$y_i^* = \beta X_i + U_i ; U_i \sim N(0, \sigma^2)$$

که در آن β رابطه بین متغیر (بردار) مستقل X_i و متغیر پنهان y_i^* را (فقط در یک مدل خطی) تعیین می‌کند. هم‌چنین U_i نشانگر عامل خطا با توزیع نرمال است. براساس این مدل، چنان‌چه متغیر پنهان y_i^* دارای مقادیر بزرگتر از صفر باشد، آن‌گاه متغیر قابل مشاهده y_i برابر با y_i^* بوده و در صورت اتخاذ مقادیر کوچکتر از صفر توسط y_i^* ، y_i صفر خواهد بود. این مدل دارای انواع مختلفی است و نوع ذکر شده در این پژوهش معروف‌ترین نوع آن می‌باشد.

$$y_i = \begin{cases} y_i^* & \text{if } y_i^* > 0 \\ 0 & \text{if } y_i^* \leq 0 \end{cases}$$

فرضیات پژوهش

۱. تجربه بر بیش‌اطمینانی مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر معنی‌داری دارد.
۲. تجربه بر رفتار توده‌وار مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر معنی‌داری دارد.
۳. تجربه بر ریسک‌پذیری مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر معنی‌داری دارد.

۶. یافته‌های پژوهش

الف) آزمون فرضیه اول: بررسی رابطه تجربه و بیش‌اطمینانی

- فرضیه پژوهشی: تجربه بر بیش‌اطمینانی مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر معنی‌داری دارد.

1. Censored

برای آزمون این فرضیه از مدل‌های رگرسیون پراپیت‌ترتیبی و توییت یک متغیره استفاده شده است که در آن عامل تجربه به عنوان متغیر مستقل لحاظ شده است. ابتدا رابطه تجربه و هر یک از انواع بیش-اطمینانی و سپس رابطه تجربه و بیش‌اطمینانی به طور کلی با استفاده از نرم افزار Eviews مورد آزمون قرار گرفت که نتایج آن به شرح زیر است:

جدول ۲) نتایج آزمون فرضیه اول

ردیف	تعداد سئوالات مربوطه در پرسشنامه	متغیر مود سنجش	سطح معنی‌داری	ضریب همبستگی	آماره آزمون
۱	۳	اثر بالاتر از میانگین	۰,۰۰۳۲	۰,۵۸۳۳	۲,۹۵۱۸
۲	۳	درجه‌بندی غلط	۰,۰۰۲۹	(۰,۵۸۶۴)	(۲,۹۷۹۱)
۳	۳	توهم کنترل	۰,۱۸۴۶	(۰,۲۵۲۶)	(۱,۳۲۶۸)
۴	۹	بیش‌اطمینانی	۰,۰۱۸۲	(۰,۵۲۵۵)	(۲,۳۶۱۰)

- در ردیف اول جدول فوق، نتایج حاصل از بررسی رابطه تجربه و بیش‌اطمینانی از نوع اثر بالاتر از میانگین نشان داده شده است. سؤال‌های ۱ تا ۳ پرسشنامه به این نوع از بیش‌اطمینانی اختصاص دارد. که برای بررسی اثر تجربه بر آن از رگرسیون پراپیت‌ترتیبی یک متغیره استفاده شده است. همان-گونه که ملاحظه می‌شود سطح معنی‌داری بدست آمده در این آزمون کوچکتر از ۰,۰۵ و ضریب همبستگی آن مثبت است. بنابراین می‌توان بیان داشت بین تجربه و بیش‌اطمینانی از نوع اثر بالاتر از میانگین رابطه مستقیم وجود دارد.

- ردیف دوم جدول به نتایج حاصل از بررسی رابطه تجربه و بیش‌اطمینانی از نوع درجه‌بندی غلط مربوط می‌باشد. سؤال‌های ۴، ۵ و ۲۹ پرسشنامه این نوع از بیش‌اطمینانی را مورد پرسش قرار داده-اند که برای آزمون این رابطه از رگرسیون توییت یک متغیره استفاده شده است. سطح معنی‌داری بدست آمده در آن کوچکتر از ۰,۰۵ و ضریب همبستگی منفی بوده و بیانگر آن است که بین تجربه و بیش‌اطمینانی از نوع درجه‌بندی غلط (بیش‌اطمینانی در پیش‌بینی) رابطه معکوس وجود دارد.

- ردیف سوم جدول نشانگر نتایج حاصل از بررسی رابطه تجربه و بیش‌اطمینانی از نوع توهم کنترل است. سؤال‌های ۶ تا ۸ پرسشنامه به این نوع از بیش‌اطمینانی اختصاص دارد که برای آزمون آن

رگرسیون پرابیت ترتیبی یک متغیره به کار رفته است. سطح معنی داری بدست آمده بزرگتر از ۰,۰۵ می باشد و بیانگر عدم وجود رابطه معنی دار بین تجربه و این نوع از بیش اطمینانی است. با توجه به متفاوت بودن نتایج حاصل از بررسی رابطه تجربه و هریک از انواع بیش اطمینانی، رابطه تجربه و بیش اطمینانی به طور کلی با استفاده از رگرسیون پرابیت ترتیبی یک متغیره مورد بررسی قرار گرفت که نتایج آن در ردیف پایانی جدول فوق گزارش شده است. در آن سطح معنی داری کوچکتر از ۰,۰۵ و ضریب همبستگی منفی می باشد و آماره آزمون در ناحیه عدم پذیرش H_0 قرار گرفته است. می توان گفت به طور کلی بین تجربه و بیش اطمینانی رابطه معکوس وجود داشته و با افزایش تجربه مدیران، بیش اطمینانی در آنها کاهش می یابد. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵٪ فرض اول تحقیق مبنی بر تأثیر معنی دار تجربه بر بیش اطمینانی مورد تأیید قرار می گیرد.

ب) آزمون فرضیه دوم: بررسی رابطه تجربه و رفتار توده وار

• **فرضیه پژوهشی:** تجربه بر رفتار توده وار مدیران شرکت های سرمایه گذاری تأثیر معنی داری دارد. برای آزمون این فرضیه ابتدا ارتباط هریک از ویژگی های مدیران دارای رفتار توده وار با عامل تجربه و سپس ارتباط آن ها به صورت کلی با تجربه مورد بررسی قرار گرفته است. برای بررسی این روابط از مدل رگرسیون پرابیت ترتیبی یک متغیره استفاده شده و در هر یک از روابط عامل تجربه به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است. نتایج بدست آمده از نرم افزار Eviews به شرح زیر است:

جدول (۳): نتایج آزمون فرضیه دوم

تعداد سؤالات مربوطه در پرسشنامه	متغیر مود سنجش	سطح معنی داری	ضریب همبستگی	آماره آزمون	رتبه
۲	پیروی از روند	۰,۱۵۴۲	۰,۲۶۶۵	۱,۴۲۴۹	۱
۱	تلاش کاری	۰,۳۰۳۱	۰,۱۸۷۴	۱,۰۲۹۹	۲
۱	افق زمانی پیش بینی	۰,۰۰۳۳	۰,۵۷۳۸	۲,۹۳۳۸	۳
۳	منابع اطلاعاتی	۰,۰۰۱۵	۰,۷۱۷۷	۳,۱۸۰۹	۴
۲	استراتژی تصمیم گیری	۰,۰۰۷۳	۰,۵۱۹۲	۲,۶۸۳۰	۵
۳	اثر تورنومنت	۰,۰۰۸۹	۰,۵۰۲۰	۲,۶۱۴۸	۶
۱۲	توده واری	۰,۰۰۱۸	۰,۷۲۲۳	۳,۱۱۳۶	۷

سؤال‌های مربوط به رفتار توده‌وار در بخش دوم پرسشنامه مطرح شده‌اند و شامل پرسش‌های ۹ تا ۲۰ می‌باشند که تمامی آنها در قالب طیف لیکرت بوده و ویژگی‌های بارز مدیران دارای رفتار توده‌وار را مورد بررسی قرار می‌دهند. همان‌گونه که در جدول فوق مشاهده می‌شود:

- سطح معنی‌داری بدست آمده در ردیف‌های اول و دوم جدول بزرگتر از ۰,۰۵ بوده و نمایانگر آن است که بین تجربه و پیروی از روند و نیز تلاش کاری مدیران رابطه معنی‌داری وجود ندارد.
- در ردیف‌های سوم تا ششم جدول، سطوح معنی‌داری محاسبه شده کوچکتر از ۰,۰۵ و ضریب همبستگی آنها بزرگتر از صفر است و آماره آزمون در ناحیه عدم پذیرش H_0 قرار گرفته است. می‌توان بیان داشت بین تجربه و سایر ویژگی‌های توده‌واری (افق زمانی پیش-بینی، منابع اطلاعاتی تصمیم‌گیری، استراتژی تصمیم‌گیری و اثر تورنومنت) رابطه مستقیم وجود دارد.
- در ردیف پایانی جدول، نتایج بررسی رابطه تجربه و رفتار توده‌وار به طور کلی نشان داده شده است که در آن سطح معنی‌داری کوچکتر از ۰,۰۵ و ضریب همبستگی بزرگتر از صفر بوده و آماره آزمون در ناحیه عدم پذیرش H_0 قرار گرفته است. بنابراین می‌توان گفت بااطمینان ۹۵٪ فرض دوم تحقیق مورد تأیید است و تجربه بر رفتار توده‌وار مدیران تأثیر معنی‌داری دارد. بدین نحو که با افزایش تجربه حرفه‌ای مدیران، رفتار توده‌وار بیشتری در آنها بروز می‌کند.

ج) آزمون فرضیه سوم: بررسی رابطه تجربه و ریسک‌پذیری

• **فرضیه پژوهشی:** تجربه بر ریسک‌پذیری مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر معنی‌داری دارد.

بخش سوم سؤالات پرسشنامه شامل سؤالهای ۲۱ تا ۲۸ و ۳۰ می‌باشد که به ریسک-پذیری مدیران اختصاص دارد و در آن برای بررسی روابط از رگرسیون پراپت تریبی و توبیت یک متغیره استفاده شده و نتایج کلی آن در جدول زیر آورده شده است:

جدول (۴): نتایج آزمون فرضیه سوم

تعداد سؤالات مربوطه در پرسشنامه	متغیر مود سنجش	سطح معنی داری	ضریب همبستگی	آماره آزمون
۹	ریسک پذیری	۰,۰۰۴۵	(۰,۶۰۲۴)	(۲,۸۳۸۷)

همان گونه که در جدول نشان داده شده است، سطح معنی داری محاسبه شده کوچکتر از ۰,۰۵ و ضریب همبستگی آن منفی بوده و آماره آزمون در ناحیه عدم پذیرش H_0 قرار گرفته است. بنابراین بین تجربه و ریسک پذیری مدیران رابطه معکوس وجود داشته و با افزایش تجربه ریسک پذیری آنها کاهش می یابد. هم چنین باتوجه به رابطه معکوس درجه ریسک گریزی و ریسک پذیری، می توان بیان داشت با افزایش تجربه مدیران ریسک پذیری آنها کاهش و درجه ریسک گریزی آنها افزایش می یابد. بدین ترتیب در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه سوم تحقیق مبنی بر تأثیر معنی دار تجربه بر ریسک پذیری تأیید می شود. بیش اطمینانی

خلاصه نتایج بدست آمده از آزمون فرضیات اصلی تحقیق بدین ترتیب می باشد:

جدول (۵): نتایج آزمون فرضیات تحقیق

ردیف	فرضیه	نتیجه آزمون
۱	تجربه بر بیش اطمینانی مدیران شرکت های سرمایه گذاری تأثیر معنی داری دارد.	تأیید
۲	تجربه بر رفتار توده وار مدیران شرکت های سرمایه گذاری تأثیر معنی داری دارد.	تأیید
۳	تجربه بر ریسک پذیری مدیران شرکت های سرمایه گذاری تأثیر معنی داری دارد.	تأیید

هم چنین لازم به ذکر است که در این پژوهش علاوه بر اثر تجربه حرفه ای، اثر دو عامل جمعیت-شناختی جنسیت و تحصیلات مدیران نیز بر هر یک از متغیرهای وابسته مورد بررسی قرار گرفت و در آن از مدل های رگرسیون پراپیت ترتیبی و توییت چند متغیره استفاده شد که در آن عوامل تجربه حرفه ای، جنسیت و تحصیلات مدیران به عنوان متغیرهای مستقل و سایر عوامل (انواع بیش اطمینانی، ویژگی های مدیران دارای رفتار توده وار و ریسک پذیری) به عنوان متغیرهای وابسته در نظر گرفته شدند.

جدول نتایج این بررسی در ذیل ارائه شده است. در این جدول، ستون ها نشانگر متغیرهای مستقل و ردیف ها نشانگر متغیرهای وابسته می باشند که در آن در هر ردیف، متغیر مستقلی که دارای رابطه معنی داری با متغیر وابسته تحت بررسی می باشد با رنگ متفاوتی متمایز شده است. همان طور که

مشاهده می‌شود، از میان سه عامل جنسیت، تحصیلات و تجربه، عامل تجربه حرفه‌ای مدیران بیشترین تأثیر را بر متغیرهای وابسته تحت بررسی دارد.

جدول (۶): نتایج حاصل از رگرسیون‌های چندمتغیره پراپیت ترتیبی و توییت

ردیف	متغیر وابسته	متغیر مستقل	تجربه			جنسیت			تحصیلات		
			سطح معنی داری	ضریب همبستگی	آماره آزمون	سطح معنی داری	ضریب همبستگی	آماره آزمون	سطح معنی داری	ضریب همبستگی	آماره آزمون
۱	فراطمینانی نوع اول (اثر بالاتر از میانگین)		۰.۰۲۶۰	۰.۶۷۵۱	۲.۰۹۷۲	۰.۹۸۱۸	(۰.۰۱۲۶)	(۰.۰۲۲۸)	۰.۴۴۴۱	۰.۱۶۸۹	۰.۷۶۵۲
۲	فراطمینانی نوع دوم (درجه بندی غلط)		۰.۰۳۵۵	(۴۶۰.۸۲۰۹)	(۲.۱۰۲۶)	۰.۵۸۴۱	(۱۹۱.۷۴۴۴)	(۰.۵۴۷۲)	۰.۰۲۶۵	(۳۸۴.۲۱۱۶)	(۲.۲۱۸۴)
۳	فراطمینانی نوع سوم (توهم کنترل)		۰.۴۸۱۶	۰.۲۲۵۰	۰.۷۰۳۷	۰.۲۵۰۳	(۰.۶۸۱۸)	(۱.۱۴۹۷)	۰.۰۳۵۸	۰.۴۲۹۲	۲.۰۹۹۶
۴	توده‌واری (پیروی از روند)		۰.۰۸۰۵	۰.۳۲۷۴	۱.۷۴۷۸	۰.۱۷۷۵	(۰.۷۲۶۱)	(۱.۲۴۸۵)	۰.۷۳۰۵	(۰.۰۷۲۷)	(۰.۳۴۴۵)
۵	توده‌واری (تلاش کاری)		۰.۱۹۹۶	۰.۲۴۱۶	۱.۲۸۲۷	۰.۰۲۶۵	(۱.۲۴۳۱)	(۲.۲۱۸۹)	۰.۶۲۲۲	(۰.۰۱۰۵۸)	(۰.۴۹۱۴)
۶	توده‌واری (افق زمانی بیش‌بینی)		۰.۰۰۲۲	۰.۶۲۶۸	۲.۰۶۸۰	۰.۶۱۱۷	۰.۲۷۹۷	۰.۵۰۷۷	۰.۹۳۰۹	(۰.۰۱۹۲)	(۰.۰۸۶۷)
۷	توده‌واری (منابع اطلاعاتی تصمیم‌گیری)		۰.۰۰۱۴	۰.۸۰۲۸	۲.۲۰۰۲	۰.۶۶۶۶	(۰.۲۴۸۷)	(۰.۴۲۰۸)	۰.۰۲۶۴	۰.۵۵۵۵	۲.۲۲۰۰
۸	توده‌واری (استراتژی تصمیم‌گیری)		۰.۰۰۴۲	۰.۵۶۹۳	۲.۸۶۱۸	۰.۱۴۹۳	(۰.۷۶۳۱)	(۱.۲۴۲۱)	۰.۷۰۱۲	(۰.۰۸۲۴)	(۰.۳۸۲۷)
۹	توده‌واری (اثر تورنومنت)		۰.۰۰۳۷	۰.۵۸۰۵	۲.۹۰۴۶	۰.۰۲۶۰	(۱.۲۴۳۵)	(۲.۲۴۶۱)	۰.۸۳۸۹	(۰.۰۴۳۲)	(۰.۲۰۲۲)
۱۰	ریسک‌پذیری		۰.۰۱۰۲	(۰.۸۹۶۷)	(۲.۵۶۴۸)	۰.۹۰۰۰	(۰.۰۷۹۲)	(۰.۱۲۵۷)	۰.۱۷۸۸	(۰.۳۱۱۸)	(۱.۲۴۴۴)

۷. نتیجه‌گیری:

نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد بین تجربه و ریسک‌پذیری، بیش‌اطمینانی و رفتار توده‌وار مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌دار قابل توجهی وجود دارد. بدین ترتیب که بین تجربه با ریسک‌پذیری و بیش‌اطمینانی مدیران رابطه معکوس و بین تجربه و رفتار توده‌وار آنها رابطه مستقیم وجود دارد.

نتایج بررسی رابطه تجربه با بیش‌اطمینانی و ریسک‌پذیری با نتایج برخی مطالعات انجام شده به ویژه مطالعه منخوف و همکاران (Menkhoff, et al., 2004) سازگار بوده ولی نتایج بررسی رابطه تجربه و رفتار توده‌وار با آن متفاوت بوده است.

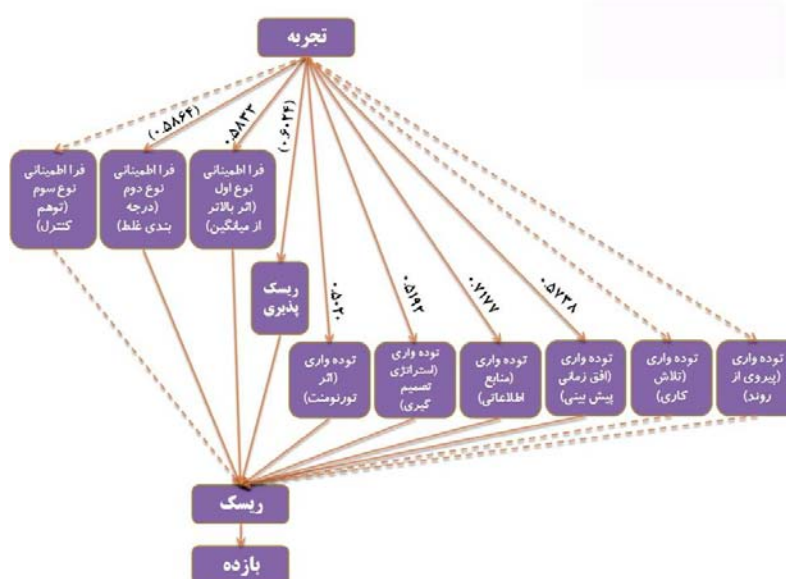
با افزایش تجربه مدیران، شاهد بروز رفتار توده‌وار بیشتری در آنها هستیم. باتوجه به رابطه معکوس ریسک‌پذیری و رفتار توده‌وار می‌توان گفت یکی از دلایل کسب بازده بالاتر در مدیران کم‌تجربه‌تر تمایل به توده‌واری کمتر، درجه ریسک‌گریزی کمتر و پذیرش ریسک بیشتر است. به دلیل وجود رابطه معکوس بین تجربه و ریسک‌پذیری و نیز تجربه و بیش‌اطمینانی، مدیران کم‌تجربه‌تر در مقایسه با مدیران باتجربه‌تر دارای بیش‌اطمینانی و ریسک‌پذیری بیشتری می‌باشند.

از طرف دیگر، وجود رابطه معکوس بین تجربه و ریسک‌پذیری و رابطه مستقیم بین تجربه و رفتار توده‌وار سبب می‌شود مدیران کم‌تجربه‌تر در مقایسه با هم‌تایان باتجربه‌تر خود از رفتار توده‌وار کمتر و ریسک‌پذیری بیشتری برخوردار باشند.

با توجه به رابطه مستقیم بین ریسک و بازده، پذیرش ریسک بیشتر توسط مدیران کم‌تجربه‌تر و درجه ریسک‌گریزی کمتر در آنها، کسب بازده‌های بالاتر را برای آنان به ارمغان می‌آورد. درکل می‌توان چنین نتیجه گرفت که بین تجربه و بازدهی مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری رابطه معکوس وجود دارد و مدیران کم‌تجربه‌تر درمقایسه با مدیران باتجربه‌تر بازده‌های بالاتری کسب می‌کنند.

نتایج به طور خلاصه در قالب مدلی مفهومی در شکل (۱) ارائه شده‌اند. در این مدل، پیکان‌ها نمایانگر وجود رابطه معنی‌دار بین متغیرها و خط‌های نقطه‌چین نشانگر عدم وجود رابطه معنی‌دار بین آنها می‌باشند. هم‌چنین اعداد روی هر پیکان، ضرایب همبستگی بین متغیرها را نشان می‌دهد و با ضرایب همبستگی جدول‌های ۲، ۳ و ۴ برابر می‌باشند که در آن ضرایب همبستگی منفی داخل پرانتز قرار گرفته‌اند و به معنی وجود رابطه معکوس بین متغیرها می‌باشند.

شکل (۱): نتایج تحقیق



منابع و مأخذ:

۱. اسلامی بیدگلی، غ.، شهریار، س. (۱۳۸۶)؛ "بررسی و آزمون رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران با استفاده از انحرافات بازده سهام از بازده کل بازار در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۹، تهران، ص ۴۴-۲۵.
۲. پمپین، م. (۱۳۸۸)؛ دانش مالی رفتاری و مدیریت دارایی، ترجمه احمد بدری، تهران، انتشارات کیهان، چاپ اول.
۳. راعی، ر.، تلنگی، ا. (۱۳۸۳)؛ مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته، تهران، انتشارات سمت، چاپ اول.
4. Brown, K. C., Harlow, W. V. and Starks, L. T. (1996), "Of Tournaments and Temptations: An Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Fund Industry", *Journal of Finance*, No.51, Pp: 85-110.
5. Gehring, T., Menkhoff, L. (2004), "The use of flow analysis on foreign exchange: Explanatory Evidence" *International Money and Finance*, No.23, Pp: 573-594.
6. Glaser, M., Langer, T. and Weber, M. (2004), "Overconfidence of Professionals and Lay Men: Individual Differences Within and Between Tasks", Working Paper, University of Mannheim.
7. Grinblatt, M. Titman, S. and Wermers, R. (1995), "Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and herding: A Study of Mutual Fund Behavior", *American Economic Review*, No.85, Pp: 1088-1105.
8. Lamont, O., (2002), "Macroeconomic Forecasts and Microeconomic Forecasters", *Economic Behavior and Organization*, No.48, Pp: 265-280.
9. Langer, E. J.(1975). "The Illusion of Control", *Personality and Social Psychology*, No.32, Pp: 311-328.
10. Lichtenstein, S., Fischhoff, B., and Phillips, L. D. (1982), "Calibration of Probabilities: The state of the art to 1980. In: Kahneman, D., Slovic, P., Tversky, A. (Eds), *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*", Cambridge University Press, Pp: 306-334.
11. Lutje, T. (2009), "To Be Good or To Be Better: Asset Managers' Attitudes Towards Herding", *Applied Financial Economics*, No.19, Pp: 825-839.
12. Menkhoff, L. Schmidt, U. and Brozynski, T. (2006), "The Impact of Experience on Risk Taking, Overconfidence and Herding of Fund Managers: Complementary Survey Evidence", *European Economic Review*, No.50, Pp: 1753-1766.
13. Nofsinger, J. R. (2001). *Investment Madness: How Psychology affects your investing and what to do about it*, Pearson Education, 1st Edition
14. Prendergast, C. and Stole. (1996), "Impetuous youngsters and jaded old-timers: acquiring a reputation for learning", *Political Economy*, No.50, Pp: 1105-1134.