



فصلنامه راهبرد مدیریت مالی

دانشگاه الزهرا

سال دهم، شماره سی و نهم، زمستان ۱۴۰۱

صفحات ۲۱۶-۱۹۷



مقاله پژوهشی

شناسایی و اولویت‌بندی مؤلفه‌های مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران: مدلی مبتنی بر نگرش و رفتار سرمایه‌گذاران^۱

زهرا حسین زاده^۲، زاده‌الله فتاحی^۳، حسین شفیعی^۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۹/۰۷

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۶/۱۲

چکیده

بر مبنای ادبیات مالی رفتاری، نگرش و رفتار سرمایه‌گذاران از طریق تاثیر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری منجر به توزیع عادلانه خدمت به بازیگران بازار سرمایه می‌شود. ایجاد چنین عدالتی نیازمند شناسایی و اولویت‌بندی مؤلفه‌های مؤثر بر رفتارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است. لذا، در این پژوهش تلاش شده است تا مؤلفه‌های تأثیرگذار بر نگرش و رفتار سرمایه‌گذاران در تصمیمات سرمایه‌گذاری شناسایی شده و با تعریف مفهومی و عملیاتی و مشخص نمودن ارتباط بین آنها، مدل جامع تصمیم‌گیری مبتنی بر رفتار و نگرش سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران تدوین گردد. جهت تدوین مدل پژوهش و برازش آن، تعداد ۳۵۰ پرسشنامه به صورت نمونه‌گیری تصادفی در دسترس توزیع گردیده که ۲۲۵ پرسشنامه تکمیل و جمع‌آوری شده است. برای آزمون داده‌های حاصل از پرسشنامه نیز، از فن معادلات ساختاری استفاده گردیده است. مؤلفه‌های اصلی پژوهش شامل، درک از عملکرد خود، توانایی مالی، تورش‌های شناختی، نگرش رفتاری و تصمیم بهینه سرمایه‌گذاران می‌باشند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که نگرش رفتاری با تصمیم بهینه سرمایه‌گذاران رابطه منفی و معنی‌داری دارد؛ اما توانایی مالی دارای رابطه مثبت و معنی‌داری با تصمیم بهینه سرمایه‌گذاران است. نتایج دیگر پژوهش مؤید آن است که درک از عملکرد خود با نگرش رفتاری رابطه منفی و معنی‌دار و در مقابل، با توانایی مالی رابطه مثبت و معنی‌داری دارد.

واژگان کلیدی: تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، نگرش سرمایه‌گذاران، رفتار سرمایه‌گذاران.

طبقه‌بندی موضوعی: L25, G32, E31

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/JFM.2019.28079.2196

۲. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد سیرجان، دانشگاه آزاد اسلامی، سیرجان، ایران. Email: hosseinzade1392@gmail.com

۳. استادیار، گروه مدیریت صنعتی، واحد تهران مرکز، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. نویسنده مسئول. Email: Zad.Fathi@iauctb.ac.ir

۴. استادیار، گروه حسابداری، واحد سیرجان، دانشگاه آزاد اسلامی، سیرجان، ایران. Email: hosseionshafii@gmail.com

مقدمه

طی چند دهه اخیر، حجم زیادی از ادبیات در حوزه مالی ایجاد شده است. ادبیات در حوزه رفتار مالی تأثیر اطلاعات و نسبت‌های مالی بر تصمیماتی که منتهی به سرمایه‌گذاری می‌شود را بررسی کرده است (گلاسر و وبر^۱، ۲۰۰۸)؛ اما ظهور برخی نابهنجاری‌ها و استثنائات در بازارهای مالی، منجر شد که حجم وسیعی از انتقادات به نظریه‌های مالی وارد گردد (بهارمقدم و همکاران، ۱۳۹۸). به عنوان مثال، دوکوس^۲ (۲۰۱۵) از طریق ارائه یک مدل نظری نشان داد حضور سرمایه‌گذاران غیرمنطقی، ممکن است باعث انحراف قیمت بازار از ارزش بنیادی شود و ارزش‌گذاری و پیش‌بینی قیمت‌داری‌ها با مشکل مواجه گردد. این نابهنجاری قیمت که از رفتار معامله‌گران غیرمنطقی و هیجانی نشات می‌گیرد، باعث ایجاد بحث‌های عمیق و احساس بی‌اعتمادی در خصوص عملکرد نظریه‌های مالی سنتی شده است (لانگ و همکاران^۳، ۲۰۱۵؛ چاندر و کومار^۴، ۲۰۱۶؛ عبدالرحیمیان و همکاران، ۱۳۹۷). مبنای پیدایش نظریه مالی رفتاری، در حقیقت نقض برخی از مفروضات نظریه‌های مالی سنتی مانند فرضیه بازار کارا است. به عنوان مثال، فرضیه کارایی بازار بر این فرض استوار است که در بازار سهام اطلاعات کاملی وجود دارد و سرمایه‌گذاران به صورت عقلایی تصمیم می‌گیرند؛ اما نظریه‌های مالی رفتاری بیان می‌کنند که برای برخی از تغییرات قیمت هیچ‌گونه دلیل منطقی وجود ندارد و این عوامل روان‌شناختی هستند که نقش مهمی در قیمت‌گذاری سهام دارند (آنتونیس و همکاران^۵، ۲۰۱۴؛ ژو و نیو^۶، ۲۰۱۶). در حقیقت، مالی رفتاری با حذف مفروضات نظریه‌های مالی سنتی به بررسی روند تصمیم‌گیری و عکس‌العمل سرمایه‌گذاران به موقیتهای مختلف بازار می‌پردازد و تأکید آن اغلب بر تأثیر عوامل رفتاری و روان‌شناختی سرمایه‌گذاران است (بهارمقدم و جوکار، ۱۳۹۷). نگرش و رفتار سرمایه‌گذاران به عنوان یک عامل مربوطه تعریف شده که به طور معنی‌داری بر رفتار بازار مالی تأثیر می‌گذارد.

در مقابل، با تمامی این مباحث یک ایراد بنیادی به نظریه مالی رفتاری این است که مالی رفتاری پایه‌های نظریه‌های کلاسیک مالی را از بین برده و تنها خطاهای رفتاری و ادراکی سرمایه‌گذاران را شناسایی کرده است (هوانگ و همکاران^۷، ۲۰۱۵). باکر و نوفسینگر (۲۰۰۲) بیان کرده‌اند که نظریه‌پردازان مالی رفتاری استدلال می‌کنند که سرمایه‌گذاران همیشه منطقی و عقلایی نیستند؛ اما همیشه انسان هستند. بنابراین، محور اصلی در مالی رفتاری این است که ذات و سرشت انسان شامل عقلانیت و طبیعت حیوانی می‌باشد و عامل دوم نسبت به عامل اول، تأثیر بیشتری بر رفتار سرمایه‌گذار دارد؛ اما در این رابطه که چه معیارهایی بر خطاهای رفتاری سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد و چگونه می‌توان این خطاها را حذف و یا آنها

1. Glaser & Weber
2. Duclos
3. Long, Abdul Aziz, Kowang & Ismail
4. Chandra & Kumar
5. Antonios, Evangelos & Patrick
6. Zhu & Niu
7. Hoang, Lean & Wong

را اصلاح کرد، بحث‌های کمی صورت پذیرفته و اغلب بر نقش جامعه‌شناسی و روان‌شناسی و کاهش نقش اطلاعات مالی تأکید گردیده است (ویجایا و سومو^۱، ۲۰۱۶). بدین ترتیب، رفتار مالی در معرض رفتار غیرمنطقی سرمایه‌گذاران است و جایز الخطا بودن بشر را در بازارهای رقابتی نشان می‌دهد (ستایش و همکاران، ۱۳۹۵).

از این‌رو، در این پژوهش تلاش شده با استفاده از علمی مانند روان‌شناسی، عوامل پیچیده رفتاری و روانی تأثیرگذار بر نگرش و تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران شناسایی و تحلیل شود؛ زیرا مالی رفتاری در حال تبدیل شدن به بخشی تفکیک‌ناپذیر از روند تصمیم‌گیری است و دارای طیف گسترده‌ای از اثرات کلان (مانند نوسان‌های قیمت اوراق بهادار در بازار) و خرد (مانند تصمیمات فردی سرمایه‌گذاران) است که عملکرد سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد (بغداد آباد و همکاران^۲، ۲۰۱۸). سرمایه‌گذاران می‌توانند عملکردشان را با به رسمیت شناختن باورها و اشتباهات در قضاوت که اغلب در معرض آن هستند و نیز، با شناخت و واکنش مناسب نسبت به تورش‌های روان‌شناختی، بهبود بخشند و امکان دستیابی به تصمیمات بهینه‌تر سرمایه‌گذاری را میسر کنند (ایلمانن^۳، ۲۰۱۲). همچنین، درک مالی رفتاری به سرمایه‌گذاران کمک خواهد نمود که ابزار سرمایه‌گذاری بهتری را انتخاب کنند و از تکرار اشتباهات پرهزینه در آینده جلوگیری نمایند (ایشیکاوا و تاکاهاشی^۴، ۲۰۱۰).

بنابراین، شناخت روند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذارها و انتخاب سازوکارهایی برای کاهش انحرافات و هدایت اینگونه رفتارها، مدنظر پژوهشگران، سیاست‌گذاران و مدیران مرتبط قرار گرفته است. در این راستا، مسئله مربوط به پژوهش تحلیلی حاضر شناسایی مکانیسم‌ها و رابطه‌های بین مؤلفه‌های تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و تدوین مدلی جامع برای تبیین جهت‌گیری‌های رفتاری و تصمیمات سرمایه‌گذاری است؛ لذا در این پژوهش تلاش شده است مدلی برای رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران طراحی شود و به پرسش‌های ذیل پاسخ داده شود. چارچوب مفهومی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران چگونه است؟ ابعاد چارچوب مفهومی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس تهران کدامند؟ مؤلفه‌ها و اجزای چارچوب تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فعال در بورس کدامند؟

مبانی نظری پژوهش

تصمیم‌گیری فعالیتی بسیار مهم در روند انتخاب یک گزینه از بین گزینه‌های موجود است. مطالعه در زمینه روند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌تواند کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری را ارتقا و باعث تخصیص بهینه منابع اقتصادی شود و در نتیجه، سرمایه‌گذاران می‌توانند بهترین ترکیب را برای سبد سرمایه‌گذاری‌شان کسب کنند (ویجایا و سومو، ۲۰۱۶).

1. Vijaya & Somu
2. Baghdadabad, Habibi & Halid
3. Imanen
4. Ishikawa & Takahashi

هدف سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری تحصیل سود می‌باشد؛ اما گاهی اوقات سرمایه‌گذاری به نسبت هدفی که برای آن برنامه‌ریزی شده، نتایج منفی نشان می‌دهد، یا سرمایه‌گذاران نتایج قانع‌کننده‌ای از آن کسب نمی‌کنند؛ زیرا رفتار سرمایه‌گذاری آنها مناسب و منطقی نبوده است (کوسیو و همکاران^۱، ۲۰۱۰). در بیشتر مواقع مشاهده شده است که وقتی افراد با عدم قطعیت مواجه می‌شوند، مایل نیستند یا نمی‌توانند مسائل را به طور سیستماتیک توصیف، داده‌های مورد نیاز را ثبت یا اطلاعات را برای ایجاد قوانین و مقرراتی برای تصمیم‌گیری‌ها ترکیب کنند. در عمل، مشاهده شده اشخاص غالباً در جست‌جو برای تعیین روش انجام فعالیت منطبق با اهداف، از روش‌های اغلب ذهنی و کمتر عینی استفاده می‌نمایند (ستایش و همکاران، ۱۳۹۵). همان‌طور که گلاسیرو و وبر (۲۰۰۸) بیان کردند سودآوری، هدف مطلوب سرمایه‌گذاران است و سرمایه‌گذارها مادامی که متوجه می‌شوند انتخاب‌های دیگر، نتایج خوبی در پی داشته است، احساس تاسف می‌کنند دوکولوس (۲۰۱۵) بیان می‌کند برخی از پیشفرض‌های اصلی در تحلیل تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مورد شک و تردید قرار گرفته، به وجهی که سرمایه‌گذاران را نمی‌توان اشخاصی کاملاً منطقی و عقلایی در نظر گرفت که بدون توجه به تورش‌ها و جهت‌گیری‌های روان‌شناختی اقدام به تصمیم‌گیری می‌کنند. بر مبنای استدلال پامپین^۲ (۲۰۰۶) جهت‌گیری‌های رفتاری در دو گروه شناختی و احساسی قرار می‌گیرند. شناخت و احساسی که باعث ایجاد هر نوع قضاوت و رفتار غیرمنطقی می‌شود.

در این زمینه، پژوهش در حوزه مالی رفتاری کمک می‌کند تا سرمایه‌گذاران چگونگی رابطه بین احساسات و تصمیمات سرمایه‌گذاری را دریابند. در واقع، مالی رفتاری با تحلیل نقش عوامل روان‌شناختی در رفتار فعالان اقتصادی و محیط‌های مالی، به این نتیجه رسیده است که اشخاص در دنیای واقعی متأثر از خطاهای شناختی و احساسات هستند و در اغلب موارد سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌ها از تأثیر تورش‌های رفتاری امان نمی‌باشند (بغداد آباد و همکاران، ۲۰۱۸؛ ستایش و همکاران، ۱۳۹۵). در حقیقت مبحث مالی رفتاری توضیح می‌دهد که چگونه و چرا احساسات و سوگیری‌های شناختی در مورد بازار سهام شرایط متناقضی را برای سهامداران به وجود می‌آورد و بر رخدادهای نظام‌مند خطای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران متمرکز است (بیلینسکی و استرانگ^۳، ۲۰۱۱). از مصادیق مهم و بارز مالی رفتاری که از آن با عنوان نابهنجاری‌های بازار نام برده می‌شود، رفتار غیرعقلایی سرمایه‌گذاران در بازار است که ایجاد واگرایی قیمت سهام از ارزش ذاتی آن را به دنبال دارد (دوبچیز^۴، ۱۹۹۲؛ گلنور و همکاران^۵، ۲۰۰۵).

اگرچه در مباحث مالی مدرن و کلاسیک از مفهوم عقلانیت و سرمایه‌گذار منطقی استفاده می‌شود و بسیاری از نظریه‌های مالی مانند نظریه قیمت‌گذاری آربیتراژ بر اساس فرضیه بازار کارا و با فرض عقلانیت شکل گرفته است؛ ولی واقعیت این است که افراد غیرمنطقی رفتار می‌کنند. رفتار عقلایی، رفتاری است مبتنی بر استفاده از عقلانیت نامحدود که به انتخاب تصمیمات منطقی منتهی می‌شود (کیم و نوفسینگر^۶، ۲۰۰۸)؛ اما برخی مواقع، عواملی باعث بروز رفتار غیرعقلایی می‌شود و شیوه تصمیم‌گیری را متأثر می‌سازد (دهاوی و خرائیف^۷، ۲۰۱۴). در همین راستا، مالی رفتاری، اقدامات و رفتارهای سرمایه‌گذاران را توضیح می‌دهد؛ اما مالی مدرن مربوط به تشریح رفتارهای اقتصادی سرمایه‌گذاران

1. Curseu, Vermeulen & Bakker
2. Pompian
3. Bilinski & Strong
4. Daubechies
5. Gulnur, Aslihan & Muhammet
6. Kim & Nofsinger
7. Dhaoui & Khraief

است و مالی کلاسیک مربوط به تصمیماتی است که اطلاعات کاملی برای تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری در دسترس است (پینگ و شونگ^۱، ۲۰۰۵). به طور کلی، دانش مالی رفتاری را می‌توان به دو حوزه فرعی خرد و کلان تقسیم کرد:

۱. مالی رفتاری خرد؛ تورش‌ها یا رفتارهای سرمایه‌گذاران منفرد را بررسی می‌کند که آنها را از عمل‌کنندگانی عقلایی که در نظریه کلاسیک اقتصادی تصویر می‌گردند، تمیز می‌دهد. ۲. مالی رفتاری کلان؛ ناهنجاری‌ها در فرضیه بازار کارا را شناسایی و توصیف می‌کند که ممکن است مدل‌های رفتاری توضیح دهند (گلاسیر و ویر، ۲۰۰۸).

نتایج حاصل از تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران اغلب با واژه‌های موفق یا ناموفق همراه است. علی‌رغم پژوهش‌های گسترده در زمینه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذارها، در زمینه موفقیت سرمایه‌گذاری تحقیق‌های کمی صورت گرفته است. لذا، برای سنجش و ارزیابی موفقیت در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، شاخص‌هایی که مورد قبول عموم باشد، تعریف نشده است (چمبرز و همکاران^۲، ۲۰۰۴). در ادبیات پژوهش، در مورد تعریف ارزیابی موفقیت و عملکرد تصمیمات سرمایه‌گذاران و اینکه آیا اساساً تصمیمات موفق یا ناموفق هستند، بین پژوهشگران اتفاق نظر وجود ندارد و شاخص‌های خاصی برای ارزیابی موفقیت در دسترس نیست (چن و همکاران^۳، ۲۰۰۷). در همین زمینه، سوبرامانیام^۴ (۲۰۰۸) بیان می‌کند که ارزیابی تصمیمات سرمایه‌گذاران با استفاده از شاخص‌های مورد استفاده برای ارزیابی عملکرد منجر به نتایج اشتباه می‌شود. با توجه به اینکه تصمیمات اغلب در موقعیت‌های پرخطر گرفته می‌شوند (هنس و باخمن^۵، ۲۰۱۲)، روش‌های ارزیابی کوتاه‌مدت که تصمیمات سرمایه‌گذاران را با معیارهای مالی آزمون می‌کنند، نمی‌توانند بسیار مفید باشند. علاوه بر این، مسئله دیگر این است که در بین دو یا چند سرمایه‌گذار ممکن است یک سرمایه‌گذار، سرمایه‌گذاری خود را ناموفق؛ اما سرمایه‌گذار دیگر سرمایه‌گذاری را موفق بداند (نگی و اوبنبرگر^۶، ۱۹۹۴). به بیانی دیگر، با وجود عملکرد ضعیف مالی، یک تصمیم می‌تواند از دیدگاه یک شخص موفق باشد و اهداف مورد نظر را تامین کند و بالعکس. بنابراین، برای انتخاب شاخص‌های مناسب برای ارزیابی میزان موفقیت تصمیمات سرمایه‌گذاری، بهتر است اهداف یا انگیزه افراد برای سرمایه‌گذاری در بورس بررسی شود؛ زیرا سرمایه‌گذاران معمولاً با توجه به چشم‌اندازی که برای خود تعریف می‌کنند از ورود به بورس اهداف متفاوتی را دنبال می‌کنند و انگیزه یکسانی برای پیوستن به آن ندارند (ایلمانن، ۲۰۱۲).

بنابراین، واضح است که نظریه‌های تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران انگیزه‌ها و اهداف جداگانه‌ای را دنبال نمایند. با توجه به ادبیات پژوهش، از مهمترین انگیزه‌ها و اهداف برای تصمیم‌گیری به سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی می‌توان به تحصیل سود، نگرش رفتاری، کاهش ریسک‌های مالی، درک از عملکرد خود، کارایی هزینه، بهبود وضعیت فعلی، توانایی مالی و تصمیم‌گیری‌های بهینه اشاره کرد. در این پژوهش از میان شاخص‌های ذکر شده، چهار شاخص توانایی مالی، تصمیم‌گیری‌های بهینه سرمایه‌گذاران، درک از عملکرد خود و نگرش رفتاری برای ارزیابی موفقیت در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری انتخاب شده است.

1. Peng & Xiong
2. Chambers, Freeman & Koch
3. Chen, Kim, Nofsinger & Rui
4. Subrahmanyam
5. Hens & Bachmann
6. Nagy & Obenberger

پیشینه پژوهش

گلاسیرو و وبر (۲۰۰۸) ۳۰۰۰ سرمایه‌گذار را در یک دوره ۵۱ ماهه مورد مطالعه قرار دادند تا ارتباط بین بازده‌های گذشته و حجم معاملات را با استفاده از چندین الگوی رگرسیون پانل آزمایش کنند. نتایج این بررسی حاکی از آن است که بازده‌های گذشته سهام بر حجم معامله سهام در آینده تأثیر می‌گذارد. آنها دریافتند که هم بازده‌های گذشته بازار و هم بازده‌های گذشته مجموعه اوراق بهادار، بر فعالیت تجاری افراد سرمایه‌گذار اثر می‌گذارد. سرمایه‌گذارها پس از بازده‌های زیاد مجموعه اوراق بهادار، سهام پزیزان می‌خرند و تعداد سهام را در مجموعه اوراق بهادار خود کاهش می‌دهند. آنها استدلال کردند تنها چیزی که یافته‌ها را توضیح می‌دهد، نظریه‌های اعتماد بیش از حد برای سطوح بالای فعالیت تجاری است.

کاپلنسکی و لوی^۱ (۲۰۱۰) در پژوهشی اثر بلایای حمل و نقل هوایی را بر قیمت سهام طی یک دوره ۵۸ ساله (سال‌های ۱۹۵۰ تا ۲۰۰۷) بررسی نمودند. هدف اصلی پژوهش بررسی نحوه تأثیر احساسات منفی ناشی از خلق و خوی بد و اضطراب، بر تصمیمات سرمایه‌گذاری بود. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد سانه هوایی اثرات منفی قابل توجهی در از دست دادن بازار فروش دارد. نوسانات ضمنی پس از سوانح هوایی بدون افزایش فاکتور واقعی افزایش می‌یابد. همچنین، نتایج بررسی مطالعات اقتصادی رفتاری این پژوهشگران حاکی از آن است که احساسات منفی ناشی از خلق و خوی بد و اضطراب، بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد و ممکن است بر قیمت‌های دارایی نیز موثر باشد.

آنتونیس و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهشی رابطه بین احساسات روزانه و رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران در بیست بازار بین‌المللی را بررسی و دریافتند که احساسات، تأثیر با اهمیتی بر نرخ بازده سهام دارد، به نحوی که احساسات روز یکشنبه بازار تأثیرش در نرخ بازده روز دوشنبه انعکاس می‌یابد. علاوه بر این، هیجانان سرمایه‌گذاران، معمولاً تأثیر خود را در هفته‌های بعد بر نرخ بازده سهام نشان می‌دهد. احساسات و هیجانان منفی باعث افزایش در حجم معاملات و تغییرات مثبت قیمت بازار سهام می‌شود.

دهاوی و خرائیف (۲۰۱۴) حساسیت شدت تجارت به عقاید خوش‌بینانه و بدبینانه را در بورس اوراق بهادار فرانسه بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که اعتماد سرمایه‌گذاران نقش مهمی در تبیین حجم معاملات و تغییرات بازار دارد. بر مبنای تکنیک فازی، نتایج تجربی نشان می‌دهد که احساسات بدبینانه تأثیر ویژه‌ای بر روند بورس اوراق بهادار فرانسه دارد. همچنین، یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که تأثیر احساسات بدبینانه بر نرخ بازده دارایی‌ها بیش از خوش‌بینی به‌عنوان شاخص مستقیم باور سرمایه‌گذاران است. شاخص‌های غیرمستقیم احساسات، تأثیرات ملایم‌تری را در این دو جزء بازار به وجود می‌آورد.

هوانگ و همکاران (۲۰۱۵) تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر میزان سرمایه‌گذاری در چین را مورد پژوهش قرار دادند. برای رسیدن به اهداف پژوهش نمونه‌ای از بازارهای سهام شانگهای و شئنن با استفاده از روش داده‌های پانل بررسی شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که احساسات سرمایه‌گذاران با افزایش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها همبستگی مثبت و با کاهش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها همبستگی منفی دارد.

ویجایا و سومو (۲۰۱۶) به تحلیل نظریه‌های مالی سنتی پرداختند و دریافتند سرمایه‌گذاران اغلب در تصمیم‌گیری منطقی عمل نمی‌کند. به دلیل عوامل روان‌شناختی، سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های مالی

غیرمنطقی هستند و این موضوع در افراد مختلف متفاوت است. این عوامل شامل شخصیت‌ها، ادراک‌ها، مهارت‌ها و توانایی‌ها، نگرش‌ها و ارزش‌هاست. در پژوهش آنها به مؤلفه‌های سازگاری، روان‌رنجوری، باز بودن به تجربه، برون‌گرایی، وظیفه‌شناسی و شناخت سرمایه‌گذاری پرداخته شده است. نتایج تجزیه و تحلیل رگرسیون چندمتغیره نشان داد بین مؤلفه‌های فوق و دانش سرمایه‌گذاران رابطه قوی وجود دارد.

چاندرا و رویندر (۲۰۱۶) عوامل موثر بر رفتار سرمایه‌گذاران در هند را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش اطلاعات اولیه با بررسی ادبیات مربوط به نظریه‌های مالی رفتاری و اطلاعات ثانویه با استفاده از مصاحبه‌های فردی با سرمایه‌گذاران، مشاوران مالی و کارگزاران گردآوری شده است. پرسشنامه پژوهش بر مبنای عوامل مستخرج از مصاحبه‌ها مانند جهت‌گیری‌های روان‌شناختی، جهت‌گیری‌های شناختی، نیازهای مالی شخصی، توصیه‌های دوستان و اطلاعات شرکت طراحی و سپس بین ۳۷۵ نفر توزیع شد که تعداد پرسشنامه‌های تکمیل شده برگشتی ۳۵۰ پرسشنامه‌ها بود. در راستای تجزیه و تحلیل داده‌ها در این پژوهش از آزمون بارتلت، KMO، تحلیل تک متغیره و چند متغیره استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان داد جهت‌گیری‌های شناختی، جهت‌گیری‌های روان‌شناختی و اطلاعات شرکتی بر رفتار سرمایه‌گذاری تأثیر دارند، اما رفتارهایی که از اعتماد کمتر از حد و محافظه‌کاری ناشی می‌شوند تأثیری بر رفتار سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران ندارد.

بغداد آباد و همکاران (۲۰۱۸) رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی و خرد در انتخاب سهام در بورس کوآلامپور را مورد بررسی قرار دادند. ابزار جمع‌آوری داده‌ها در این پژوهش، مصاحبه‌های عمیق نیمه ساختاریافته بوده است. نتایج تجزیه و تحلیل مصاحبه‌ها با استفاده از فن نظریه داده بنیان نشان داد عواملی مانند سیاست‌های دولت، اطلاعات عمومی شرکت‌ها، صورت‌های مالی، منابع دست دوم اطلاعات، روند قیمتی و متغیرهای اقتصادی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارند.

تهرانی و فهیمی دوآب (۱۳۸۶) در یک مقایسه تطبیقی رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران و مشهد و را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش حاکی از تأثیرپذیری مستقیم تصمیمات سرمایه‌گذاران تهرانی از متغیرهای سودآوری شرکت و قدرت نقدشوندگی سهام است؛ اما تصمیمات سرمایه‌گذاران مشهدی علاوه بر سودآوری و قدرت نقدشوندگی سهام شرکت، تحت تأثیر عوامل فرهنگی خاص نیز قرار دارد.

خادمی‌گراشی و قاضی زاده (۱۳۸۶) در پژوهشی اقدام به شناسایی عوامل مختلف موثر بر مالی رفتاری سرمایه‌گذاران و نحوه تصمیم‌گیری در بورس اوراق بهادار نمودند. اطلاعات این پژوهش از طریق توزیع پرسشنامه جمع‌آوری و با استفاده از تحلیل عاملی، عوامل مربوط شناسایی گردیده است. عوامل شناسایی شده در حوزه مالی شرکتی، روانی بازار، سیاسی و اقتصادی با استفاده از نرم افزار لیزرل و فن معادلات ساختاری مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج پژوهش نشان داد که عوامل سیاسی، روانی بازار، اقتصادی و مالی شرکتی، به ترتیب دارای بیشترین و کمترین تأثیر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران هستند.

ابراهیمی و گرکز (۱۳۹۲) طی پژوهشی بین دوره نهم و دهم ریاست جمهوری تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر بازده اضافی را با استفاده از مدل گارچ^۱ و داده‌های سری زمانی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۲ و تقسیم آن به دو دوره، در بازار بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. در مطالعه حاضر از حجم معاملات به عنوان شاخصی برای تمایلات سرمایه‌گذار استفاده شده است. زمانی که از حجم معاملات به عنوان

شاخص برای تمایلات سرمایه‌گذار استفاده می‌شود، این مفهوم که افزایش حجم معاملات نشانه‌ای از خوش-بینی سرمایه‌گذاران و کاهش آن نیز نشانه‌ای از بدبینی سرمایه‌گذاران نسبت به بازار بورس می‌باشد، را نشان می‌دهد. نتایج نشان می‌دهد که تفاوت چشمگیری بین این دوره یافت نشده است و به این معنی که میزان تأثیر تمایلات و احساسات سرمایه‌گذار بر بازده مازاد بازار در دو دوره، دارای تفاوت چشمگیر نبوده است.

سیفاللهی و همکاران (۱۳۹۴) در یک بررسی مقایسه‌ای تأثیر عوامل رفتاری بیش‌اطمینانی، محافظه‌کاری، رفتار توده‌وار، اثر مالکیت، دوری از تاسف و پشیمانی، حسابداری ذهنی، شهود نمایندگی و اثر تمایلی بر سرمایه‌گذاری‌های مالی را مورد مطالعه قرار دادند. در همین راستا، با استفاده از روش نمونه‌گیری تصادفی ۵۹۳ نفر از سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه آماری انتخاب شده است. ابزار گردآوری داده‌ها در این پژوهش پرسشنامه است. نتایج پژوهش نشان داد از نظر میزان تأثیرگذاری عامل سود و زیان نسبی، اثر تمایلی، محافظه‌کاری، رفتار توده‌وار، شهود نمایندگی، اثر مالکیت و پشیمان‌گریزی به ترتیب دارای بیشترین تأثیر بر سرمایه‌گذاری‌های مالی می‌باشد؛ اما عامل بیش‌اطمینانی، بر سرمایه‌گذاری‌های مالی تأثیر ندارد.

داغبندان و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذار در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری با استفاده از الگوی رگرسیونی در ۱۵۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ پرداخته‌اند. نتایج پژوهش نشان داد تمایلات سرمایه‌گذاران تأثیرات جانبی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران دارد و خوش‌بینی بیش از حد سرمایه‌گذاران منجر به بیش سرمایه‌گذاری می‌شود.

سروش‌یار و علی‌احمدی (۱۳۹۵) با استفاده از بازده روزانه سهام در سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۲ به بررسی نقش حرکت، تمایلات سرمایه‌گذار و اندازه شرکت بر رفتار جمعی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و به این نتیجه رسیدند تمایلات سرمایه‌گذاران بر رفتار جمعی تأثیر می‌گذارد. با این حال، شواهدی مبنی بر تأثیر متغیرهای اندازه شرکت و ممنوتوم بر رفتار جمعی سرمایه‌گذاران یافت نشد. ستایش و همکاران (۱۳۹۵) رابطه بین تمایل احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام را با استفاده از داده‌های ۱۱۱ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲ مورد بررسی قرار دادند و دریافتند بین متغیرهای صرف ارزش سهام از دیدگاه نسبت سود به قیمت هر سهم و اثر ممنوتوم با قیمت سهام رابطه‌ای مثبت معنادار وجود دارد؛ اما اثر زیان‌گریزی تأثیری منفی و معنادار بر قیمت بازار سهام دارد.

شعری آناقیز و همکاران (۱۳۹۵) رابطه تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذار و کارایی سرمایه‌گذاری را مورد مطالعه قرار دادند. در این پژوهش داده‌های ۱۳۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۹۴ با استفاده از رگرسیون چندمتغیره مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج نشان داد که تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر منفی معنی‌داری بر سرمایه‌گذاری دارد.

چاوشی و فلاطون نژاد (۱۳۹۶) در پژوهشی با استفاده از از نظرات ۱۴۰ سرمایه‌گذار در بورس اوراق بهادار تهران، الگوی رفتار مصرف‌کننده را به رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری تسری داده است و شاخص‌های تأثیرگذار بر فرآیند تصمیم‌گیری فعالان بازار سرمایه را در چهار قالب رفتار جستجوگری، رفتار اعتبارسنجی، رفتار تحلیل‌گری و تورش‌های رفتاری برآزش کردند. در این پژوهش آنها از پرسشنامه‌ای مشتمل بر ۳۳ شاخص مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاری، استفاده کردند. نتایج پژوهش آنها با استفاده از تحلیل عاملی تأییدی و بهره‌گیری از نرم‌افزار آموس (AMOS)، نرم‌افزار SPSS

و آزمون رتبه‌ای فریدمن، تفاوت معنی‌داری بین میزان اهمیت اقسام رفتارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در مدل پژوهش را نشان داد که مبتنی بر میزان اهمیت به ترتیب ذیل اولویت‌بندی شده‌اند: ۱. رفتار اعتبارسنجی (رتبه فریدمن ۳/۴۳)، ۲. رفتار تحلیل‌گری (۲/۵۶)، ۳. رفتار جستجوگری (۲/۵۲) و ۴. تورش‌های رفتاری (۱/۴۹).

ابراهیمی سرو علیا و همکاران (۱۳۹۶) با ارائه رهیافتی برای شفاف‌سازی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، تاثیر عوامل موثر بر رفتار سرمایه‌گذاران خرد در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد عوامل اقتصادی، سیاسی و روانی بیشترین تاثیر را بر روی رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار دارند. عبدالرحیمیان و همکاران (۱۳۹۷) طی تحقیقی یک مدل رفتاری از تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی ارائه کردند. اطلاعات به دست آمده از ۲۷۵ پرسشنامه تکمیل شده با استفاده از فن تحلیل عاملی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت و عوامل اصلی شامل عامل عاطفی، فرهنگی، شناختی و شخصیتی شناسایی شدند. در این پژوهش از فن معادلات ساختاری برای تجزیه و تحلیل اطلاعات استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان داد که اساسی‌ترین عامل در رفتار سرمایه‌گذاران عامل فرهنگی است.

فرضیه‌های پژوهش

- بر مبنای پرسشها و مبانی نظری، فرضیه‌های پژوهش به شرح ذیل تدوین شده است.
- فرضیه اول: درک از عملکرد خود بر نگرش رفتاری تأثیر می‌گذارد.
- فرضیه دوم: درک از عملکرد خود بر توانایی مالی تأثیر می‌گذارد.
- فرضیه سوم: نگرش رفتاری بر تصمیم‌بهنه سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد.
- فرضیه چهارم: توانایی مالی بر تصمیم‌بهنه سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر روش جمع‌آوری اطلاعات، توصیفی-پیمایشی و از نظر هدف، توسعه‌ای-کاربردی با رویکرد همبستگی است. در مرحله نخست با بهره‌گیری از ادبیات و پیشینه پژوهش، طیف گسترده‌ای از مضامین و محورهای مورد توجه در این بخش شناسایی می‌شود. در ادامه، به منظور جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات از پرسشنامه استفاده شده است. این پرسشنامه در مجموع شامل ۳۵ سؤال می‌باشد. سئوالات پرسشنامه بر اساس محورهای شناسایی شده مبتنی بر ادبیات موضوع، پیشینه پژوهش و یک مصاحبه نیمه‌ساختاریافته طراحی و تهیه شده است. دوره زمانی پژوهش یک سال و منتهی به شهریور ۱۳۹۷ است. برای این پژوهش دو جامعه آماری در نظر گرفته شده است که در ادامه هر یک به تفصیل شرح شده است. الف) جامعه آماری اول: اعضای جامعه آماری اول شامل اساتید دانشگاهی رشته حسابداری و برخی از خبرگان ارشد بورس و سرمایه‌گذاری است که دارای تجربه و تخصص در زمینه موضوع پژوهش می‌باشند. جامعه آماری اول تلفیقی از علم و تجربه (خبرگان دانشگاهی و مدیران سازمان بورس) است. تعداد اعضای این جامعه اندک بوده و شامل افراد در دسترس است.

به منظور بررسی روایی پرسشنامه تدوین شده، ابتدا پرسشنامه مذکور بین ۱۸ نفر از دانشجویان دکتری حسابداری، برخی از پژوهشگران و مدیران سازمان بورس توزیع شد تا پرسشنامه را مطالعه و نظرات آنها مورد توجه قرار گیرد. بنابراین، پرسشنامه از روایی لازم برخوردار است. همچنین، به منظور سنجش پایایی پرسشنامه‌ها از آزمون آلفای کرونباخ گردیده است. آزمون آلفای کرونباخ برای سنجش سازگاری درونی ابزارهای اندازه‌گیری همانند پرسشنامه یا آزمون‌هایی که ویژگی‌های متفاوت را محاسبه می‌کند، استفاده می‌شود؛ از این رو ۳۰ پرسشنامه به عنوان نمونه آماری اولیه توزیع و پایایی پرسشنامه‌های جمع‌آوری شده با استفاده از نرم‌افزار اسپس اس^۱ و آزمون آلفای کرونباخ محاسبه شده است. نتایج آزمون آلفای کرونباخ در جدول ۱ گزارش شده است. مقدار مناسب برای آلفای کرونباخ مقادیر بزرگتر از ۰/۶۰ است و مطابق با نتایج جدول ۱ ضریب آلفای کرونباخ در مورد متغیرهای مکنون مقدار مناسبی را اتخاذ کرده است؛ لذا مناسب بودن وضعیت پایایی پرسشنامه تأیید می‌شود.

جدول ۱. نتایج آزمون آلفای کرونباخ

عوامل	مولفه‌ها	ضریب آلفای کرونباخ
درک از عملکرد خود	نقش بورس در معیشت	۰/۸۶۶
	انگیزه کسب تجربه	۰/۸۹۶
	درک اطلاعات	۰/۷۲۸
	درک مخاطرات اقتصادی	۰/۷۴۸
	درک مخاطرات سیاسی	۰/۸۹۲
تکثیر رفتار	سواد مالی	۰/۶۷۱
	انگیزه	۰/۷۹۹
	ظرفیت	۰/۸۱۶
	شایستگی	۰/۷۹۸
	توانمندی	۰/۸۲۵
توانایی مالی	دانش	۰/۷۱۹
	کارایی مالی	۰/۸۱۲
	اثر بخشی مالی	۰/۷۲۱
تصمیم بهینه سرمایه‌گذاران	صلاحیت مالی	۰/۷۷۷
	سیاست شرکت	۰/۸۳۰
	پاسخگویی	۰/۷۵۲
	کارایی اطلاعاتی	۰/۸۲۴
	رشد سودآوری	۰/۷۶۸
	تکنیکی بودن	۰/۶۷۶
	حجم فروش	۰/۸۸۳

منبع: یافته‌های پژوهش

ب) جامعه آماری دوم: جامعه آماری دوم شامل سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران است که پرسشنامه در میان آنها توزیع شده است. با توجه به نامشخص بودن جامعه آماری، برای تعیین حداقل حجم نمونه از فرمول کوکران استفاده شده است. حداقل حجم نمونه آماری بر اساس روش کوکران ۲۱۹ نفر می‌باشد؛ لذا ۳۵۰ پرسشنامه بین اعضاء جامعه آماری دوم جهت توزیع در نظر گرفته شده است که از طریق ایمیل و گروه‌های واتس‌آپی و همچنین، سهامداران مراجعه کننده به دفاتر شرکت‌های کارگزاری توزیع شد تا در نهایت، ۲۲۵ پرسشنامه معتبر مورد تایید قرار گرفت.

یافته‌های پژوهش

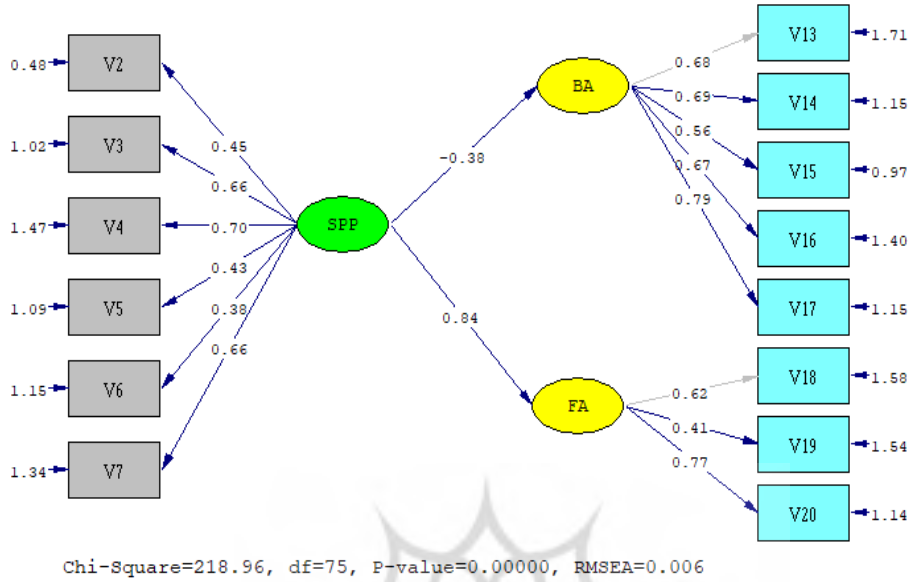
نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش با در نظر گرفتن نتایج پایایی و تحلیل عاملی تاییدی در این بخش گزارش شده است. شکل ۱ و ۳ ضرایب تخمین استاندارد مولفه‌های پژوهش و شکل ۲ و ۴ مقدار آماره t مربوط به ضرایب استاندارد مولفه‌ها را نشان می‌دهد. جدول ۲ خلاصه‌ای از یافته‌های مربوط به آزمون فرضیه‌های پژوهش را نشان می‌دهد.

فرضیه اول پژوهش، تأثیر درک از عملکرد خود بر نگرش رفتاری را مورد بررسی قرار می‌دهد. نتایج شکل ۱ نشان می‌دهد بین درک از عملکرد خود و نگرش رفتاری رابطه منفی و معنی‌داری است. منفی و معنی‌دار بودن مقدار ضریب مسیر بین درک از عملکرد خود و نگرش رفتاری $-۰/۳۸$ بدان معناست که با افزایش درک از عملکرد خود، نگرش رفتاری سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد؛ لذا فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود.

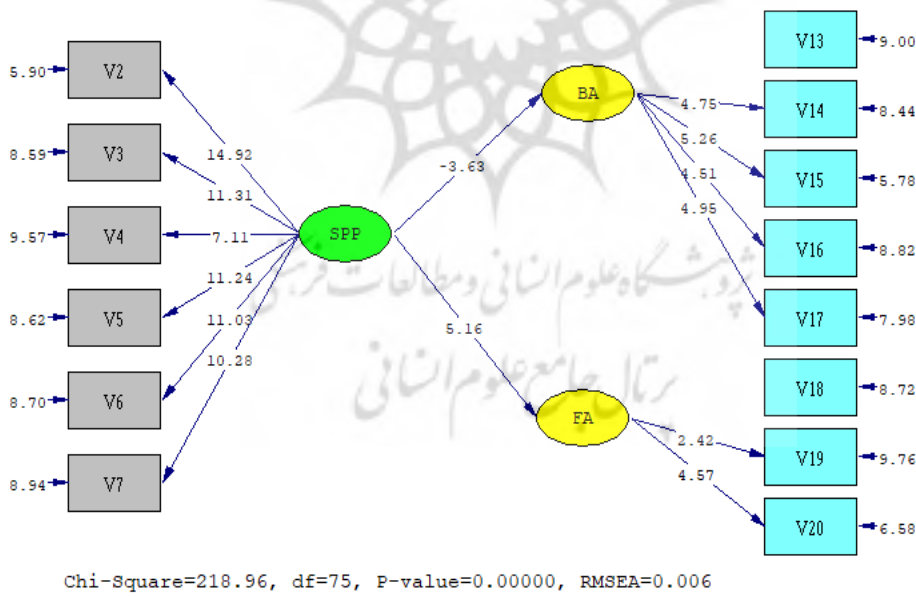
هدف از آزمون فرضیه دوم پژوهش، بررسی تأثیر درک از عملکرد خود بر توانایی مالی است. ضریب استاندارد شده مسیر بین درک از عملکرد خود و توانایی مالی از نظری آماری مثبت و معنادار است. مثبت و معنادار بودن مقدار ضریب مسیر بین درک از عملکرد خود و توانایی مالی $۰/۸۴$ نشان می‌دهد درک سرمایه‌گذار از عملکرد خود تأثیری مستقیم بر توانایی مالی سرمایه‌گذار دارد؛ لذا فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود.

نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش، بررسی تأثیر نگرش رفتاری و تصمیم بهینه سرمایه‌گذاران در جدول ۲ نشان می‌دهد ضریب استاندارد شده مسیر بین نگرش رفتاری و تصمیم بهینه سرمایه‌گذاران برابر با $-۰/۲۹$ و مقدار آماره t بزرگ‌تر از $۱/۹۶$ است. منفی و معنی‌دار بودن ضریب مسیر بیانگر این است که نگرش رفتاری تأثیری معکوس بر تصمیم بهینه سرمایه‌گذاران دارد؛ لذا فرضیه سوم پژوهش تأیید می‌شود.

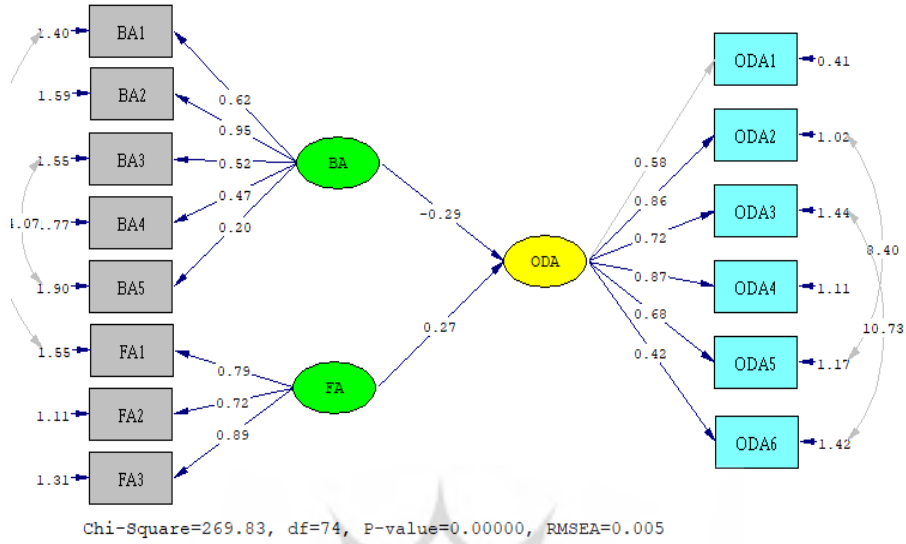
هدف از آزمون فرضیه چهارم بررسی تأثیر توانایی مالی بر تصمیم بهینه سرمایه‌گذاران است. ضریب استاندارد شده مسیر بین توانایی مالی و تصمیم بهینه سرمایه‌گذاران $۰/۲۷$ و معنی‌دار است. مثبت و معنی‌دار بودن مقدار ضریب استاندارد شده مسیر بیانگر این است که رابطه بین توانایی مالی و تصمیم بهینه سرمایه‌گذاران مستقیم است؛ لذا فرضیه چهارم پژوهش تأیید می‌شود.



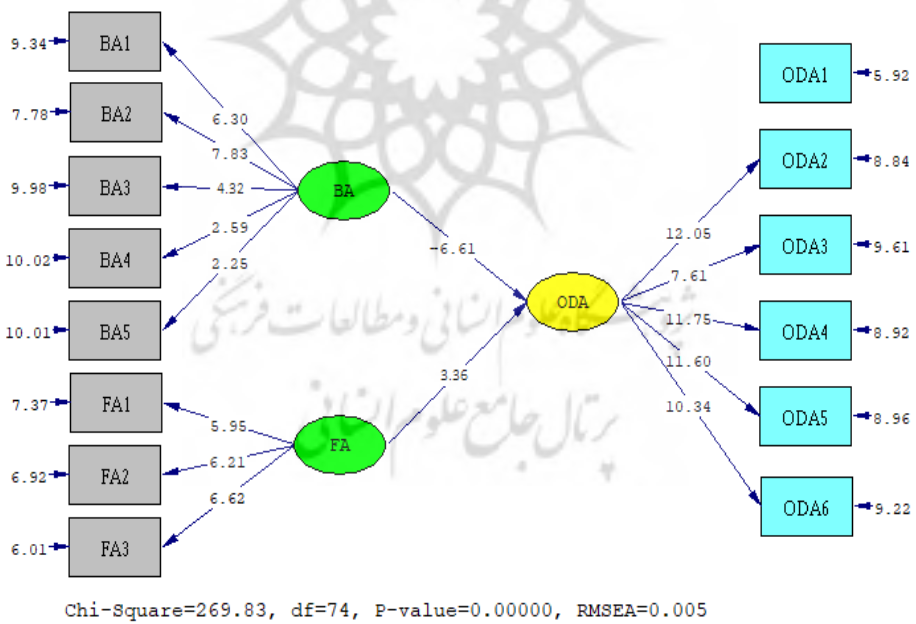
شکل ۱. مدل تخمین استاندارد مولفه‌های پژوهش - مدل فرضیه اول و دوم



شکل ۲. مدل ضرایب معنی‌داری مولفه‌های پژوهش - مدل فرضیه اول و دوم



شکل ۳. مدل تخمین استاندارد مولفه‌های پژوهش - مدل فرضیه سوم و چهارم



شکل ۴. مدل ضرایب معنی‌داری مولفه‌های تحقیق - مدل فرضیه سوم و چهارم

جدول ۲. نتایج آزمون فرضیه‌ها

نتیجه فرضیه	آماره t	ضریب مسیر	مسیر
تائید	-۳/۶۳	-۰/۳۸	درک از عملکرد خود ← نگرش رفتاری
تائید	۵/۱۶	۰/۸۴	درک از عملکرد خود ← توانایی مالی
تائید	-۶۲/۶۱	-۰/۲۹	نگرش رفتاری ← تصمیم بهینه سرمایه‌گذاران
تائید	۳/۳۶	۰/۲۷	توانایی مالی ← تصمیم بهینه سرمایه‌گذاران

منبع: یافته‌های پژوهش

در مدل معادلات ساختاری، لازم است پس از اندازه‌گیری روایی و پایایی مدل اندازه‌گیری، اعتبار و کارایی مدل برازش شده ارزیابی شود. در نرم افزار لیزرل این ارزیابی با استفاده از چندین معیار متفاوت انجام می‌گیرد. نتایج شاخص‌های برازش و برآوردهای مدل اصلی به همراه دامنه قابل قبول شاخص‌ها در جدول ۳ ارائه شده است. نتایج جدول ۳ نشان می‌دهد مقادیر شاخص‌های کای دو^۱، ریشه میانگین مربعات خطای تخمین^۲، نیکویی برازش^۳ و برازندگی تطبیقی^۴ در این پژوهش در سطح مقادیر قابل قبول است. این نتایج نشان دهنده برازش مناسب مدل طراحی شده است.

جدول ۳. شاخص‌های برازش مدل

شاخص	مقدار آماره	دامنه قابل قبول شاخص
کای دو	۲/۸۹	۱-۵
ریشه میانگین مربعات خطای تخمین	۰/۰۱۳	< ۰/۰۵
نیکویی برازش	۰/۹۸	> ۰/۹
برازندگی تطبیقی	۰/۹۴	> ۰/۹

منبع: یافته‌های پژوهش

1. Chi-square (χ^2)
2. Root Mean Square Residual (RMSEA)
3. Goodness of fit index (GFI)
4. Comparative Fit Index (CFI)

بحث و نتیجه‌گیری

امروزه استفاده از الگوهای روان‌شناختی در کلیه علوم رفتاری به شدت کاربرد یافته است. مالی رفتاری یکی از موضوعات جدید در حوزه علوم رفتاری است که استدلال می‌کند تصمیمات سرمایه‌گذاران تنها مبتنی بر تحلیل‌های کمی و منطقی نیست؛ بلکه عوامل روان‌شناختی سرمایه‌گذاران نیز تأثیر زیادی بر عکس‌العمل سهامداران به تعاملات بازار دارد. از این‌رو، در این پژوهش تلاش شده با ارائه الگوی رفتاری تصمیم‌گیری به شناسایی عوامل تأثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شود؛ لذا هدف اصلی این پژوهش طراحی مدل نگرش و رفتار منجر به تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاران است. در راستای دستیابی به اهداف پژوهش مبنی بر شناسایی مؤلفه‌های تأثیرگذار بر رفتارهای سرمایه‌گذاران و ارائه الگوی معتبر از روش معادلات ساختاری استفاده شد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول حاکی از آن است که رابطه بین درک از عملکرد خود و نگرش رفتاری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران با توجه به سطح معنی‌داری (۹۵) درصد، بیشتر از (۱/۹۶) است؛ در نتیجه، رابطه منفی و معنی‌دار معکوسی وجود دارد و این فرضیه تأیید می‌گردد؛ بنابراین، سرمایه‌گذارانی که درک بالاتری از عملکرد خود دارند، نگرش‌های رفتاری کمتری دارند.

یافته‌های پژوهش در ارتباط با بررسی فرضیه دوم مبنی بر تأثیر درک از عملکرد خود بر توانایی مالی حاکی از آن است که بین متغیر درک از عملکرد خود و توانایی مالی رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. این یافته بیان می‌دارد سرمایه‌گذارانی که درک بالاتری از عملکرد خود دارند، توانایی مالی بالاتری نیز دارند.

یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه سوم نشان می‌دهد بین نگرش رفتاری و تصمیم بهینه سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران رابطه معکوس و معنی‌دار وجود دارد. به بیان دیگر، سرمایه‌گذارانی که دارای نگرش‌های رفتاری بیشتری می‌باشند، تصمیم‌های بهینه کمتری می‌گیرند؛ لذا فرضیه پنجم پژوهش تأیید می‌شود.

در نهایت، نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم، نشان می‌دهد بین مسیر توانایی مالی و تصمیم بهینه سرمایه‌گذاران رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. به بیانی دیگر، این نتیجه حاکی از آن است سرمایه‌گذارانی که توانایی مالی بالاتری دارند، تصمیم‌های بهینه‌تری می‌گیرند.

به طور کلی، تجزیه و تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران، جدای از تجربه و مهارت سرمایه‌گذاری، برای مقایسه موقعیت‌های سرمایه‌گذاری و انتخاب بهترین گزینه، بیشترین تمرکز را بر نگرش، توانایی مالی و درک عملکرد از خود دارند. علاوه بر این، نتایج نشان می‌دهد در توضیح رفتار

سرمایه‌گذاران، بارهای عاملی مربوط به مولفه توصیفی نگرش‌های رفتاری دارای بیشترین مقادیر است. بر اساس این نتیجه می‌توان بیان کرد کسب اطلاعات در بازار کار دشواری نیست؛ اما آنچه مهم است نگرش سرمایه‌گذاران نسبت به خود و توانایی‌های فردی است. بنابراین، رفتار فردی بیشترین اهمیت را در شکل‌گیری الگوی رفتاری سرمایه‌گذاران دارد و همانطور که می‌توان حدس زد، اغلب سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند با بررسی‌های عملکرد خود چه در قالب شناخت نقش بورس در معیشت و چه در قالب سواد مالی، انگیزه کسب تجربه، درک ریسک‌های سیاسی و اقتصادی، درک اطلاعات، موقعیت‌های سرمایه‌گذاری موجود را الویت‌بندی نمایند تا اینکه براساس شرایط بازار و فشار اطرافیان (عوامل محیطی) تصمیم‌گیری کنند؛ لذا رفتار فردی در اولویت اول است و رفتارهای منبعث از محیط کمترین میزان اهمیت را در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارد.

نتایج این پژوهش جنبه‌های روان‌شناختی رفتار سرمایه‌گذاران را تا حدودی تشریح و به درک بهتر و پیش‌بینی دقیق‌تر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران منجر می‌شود؛ لذا با توجه به نتایج پژوهش به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود تا زمانی که اخبار احساسی و هیجانی در بازار وجود دارد، واکنش‌های خود را در جهت خرید یا فروش سهام با دقت بیشتری انجام دهند. سرمایه‌گذاران می‌توانند با بهبود درک از عملکرد خود، نگرش‌های رفتاری خود را کمتر کنند. همچنین، به سرمایه‌گذاران توصیه می‌گردد که با کنترل تورش‌های شناختی خود، درک از عملکرد خود را بهبود و نگرش‌های رفتاری خود را نیز کاهش دهند. به مدیران شرکت‌ها توصیه می‌شود، با ارائه اطلاعات مالی باکیفیت و دارای ریسک کمتر می‌توانند اعتماد سرمایه‌گذاران در بازار سهام را افزایش دهند و باعث شوند رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران در بازار کاهش و رفتار عقلایی تقویت یابد. به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی سایر ابعاد رفتاری مؤثر بر تصمیمات بازیگران بازار سرمایه را بررسی کنند. توصیه می‌شود پژوهشگران با مطالعه بورس‌های ساختار یافته جهان، تأثیر تغییر روش‌های ارائه خدمات در بورس را بر رفتار سرمایه‌گذاران بررسی کنند و با نتایج بورس ایران تطبیق نمایند.

در این پژوهش، محدودیت ذاتی پرسشنامه مانند تفسیر و تحلیل پاسخ‌دهندگان از موضوع، دخالت داشتن تعصبات حرفه‌ای و عدم صداقت در پاسخ‌ها و میزان ادراک پاسخ‌دهندگان از مهمترین محدودیت‌های این پژوهش به شمار می‌رود. همچنین، پژوهش حاضر به لحاظ بعد زمانی از نوع مقطعی است؛ از اینرو برای تبیین روابط علی، از استحکام پژوهش‌های تداومی برخوردار نیست.

ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.

تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده‌است.



References

- Abdorrahimian, M. H., Torabi, T., Sadeghisharif, J., & Darabi, R. (2018). "Behavioral decision-making pattern for individual investors in Tehran stock exchange". *Investment knowledge*, 7(26), 113-130. (In Persian).
- Antonios, S., Evangelos, V., & Patrick, V. (2014). "Facebooks daily sentiment and international stock markets". *Journal of Economic Behavior and Organization*, 107(B), 730-743.
- Baghdadabad, M., Habibi, F., & Halid, N. (2018). "A study on small investors' behavior in choosing stock, case study: Kuala-Lumpur stock market". *African Journal of Business Management*, 5(27), 11082- 11092.
- Baharmoghaddam, M., & Jokar, H. (2018). "Investigating the effect of quality accounting information and information uncertainty on the investor sentiment". *Accounting and Auditing Review*, 25(1), 21-50. (In Persian).
- Baharmoghaddam, M., Pourhidari, O., & Jokar, H. (2019). "Investigating the effect of investor sentiment on the expected earnings growth rate". *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 12(42), 17-33. (In Persian).
- Bilinski, P., Strong, N. (2011). "Managers' private information, investor underreaction and long-run SEO performance". *European Financial Journal*, 19(5), 956-990.
- Chandra, A., & Kumar, R. (2016). "Determinants of individual investor behaviour: An orthogonal linear transformation approach". *Working Paper*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1790713>
- Chavoshi, S. K., & Falatoon Nejjhad, F. (2017). "An analytical modeling of investments decision-making behavior in Tehran stock exchange". *Investment knowledge*. 6(23), 105-128. (In Persian).
- Curseu, P. L., Vermeulen, P. A. M., & Bakker, R. M. (2010). *The Psychology of Entrepreneurial Strategic Decisions*. Edward Elgar publishing, 41-68.
- Dagbandan, A., Najafi, A. A., & Taskiri, A. (2015). "Investigating the Impact of Investor Emotion on Investment Decision Making in Companies Listed in Tehran Stock Exchange". *Third International Accounting and Management Conference*, Tehran, Iran. (In Persian).
- Daubechies, I. (1992). *Ten Lectures on Wavelets*. SIAM, Philadelphia
- Chambers, D. J., Freeman, R. N., & Koch, A. S. (2004). "The effect of risk on price responses to unexpected earnings". *Workin Paper*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=156569>
- Dhaoui, A., & Khraief, N. (2014). "Sensitivity of trading intensity to optimistic and pessimistic beliefs: Evidence from the French stock market". *Arab Economic and Business Journal*, 9(2), 115-132.
- Duclos, R. (2015). "The psychology of investment behavior: biasing financial decision-making one graph at a time". *Journal of Consumer Psychology*, 25 (2), 317-325.
- Ebrahimi Sarve Olia, M., Babajani, J., Hanafizadeh, P., Ebadpour, B. (2017). "Assessment of the behavioral determinants of individual investors in Tehran stock

exchange based on structural equation modeling". *Investment Knowledge*, 6(22), 131-146. (In Persian).

Ebrahimi, H., Grekes, M. (2013). "Investigating the effect of investor sentiment on surplus returns between the ninth and tenth presidencies using GARCH model in Tehran Stock Exchange". *Second National Conference on Accounting, Financial Management and Investment*. Gorgan, Golestan Scientific and Professional Association of Managers and Accountants, 24-49. (In Persian).

Glaser, M., & Weber, M. (2008). "Which past returns affect trading volume?" *Journal of Financial Markets*, 12(1), 1-31.

Chen, G., Kim, K. A., Nofsinger, J. R., & Rui, O. M. (2007). "Trading performance, disposition effect, overconfidence, representativeness bias, and experience of emerging market investors". *Journal of Behavioral Decision Making*, 20(4), 425-451.

Gulnur, M., Aslihan, S., & Muhammet, M. (2005). "A behavioral approach to efficient portfolio formation, cubs faculty of finance". *Working Paper*.

Hoang, T., Lean, H., & Wong, C. (2015). "Is gold good for portfolio diversification? A stochastic dominance analysis of the Paris stock exchange". *International Review of Financial Analysis*, 42, 98-108.

Hens, T., & Bachmann, K. (2012). *Behavioural Biases, Behavioural Finance for Private Banking*. Published Wiley.

Imanen, A. (2012). *Expected Returns: An Investor's Guide to Harvesting Market Rewards*. John Wiley & Sons Ltd, Chichester, United Kingdom.

Ishikawa, A., & Takahashi, H. (2010). "Overconfident managers and external financing choice". *Review of Behavioral Finance Journal*, 2(1), 37-58.

Kaplanski, G., & Levy, H. (2010). "Sentiment and stock prices: The case of aviation disasters". *Journal of Financial Economics*, 95(2), 174-201.

Khadadroshi, M., & Ghazizadeh, M. (2007). "Investigating factors affecting shareholder decision making in Tehran stock exchange based on structural equation modeling". *Daneshvar Behavior*, 1(1), 1-12. (In Persian).

Kim, K. A., & Nofsinger, J. R. (2008). "Behavioral finance in Asia". *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(1-2), 1-7.

Long, C.S., Abdul Aziz, M.H., Kowang, T.O., & Ismail, W.K.W. (2015). "Impact of TQM practices on innovation performance among manufacturing companies in Malaysia". *South African Journal of Industrial Engineering*, 26(1), 75-85.

Nagy, R.A., & Obenberger, R.W. (1994). "Factors influencing individual investor behavior". *Financial Analysts Journal*. Charlottesville. 50(4), 63-68.

Peng, L., & Xiong, W. (2005). "Investor Attention, overconfidence and category learning". *Journal of Financial Economics*. 80(3), 563-602.

Pompian, M. (2006). *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases*. John Wiley and Sons, Inc.

Seifollahi, R., Kordlouie, H., & Dashti, N. (2015). "A comparative survey on behavioral factors on financial assets investment". *Investment knowledge*, 4(15), 33-52. (In Persian)

Setayesh, M. H., & Shamsedini, K. (2016). "An Investigation of the relationship between investor sentiment and price stocks in Tehran stock exchange (TSE)". *Journal of Accounting Advances*, 8(1), 103-125. (In Persian).

Sher Anaghiz, S., Hasas Yeganeh, Y., & Sadidi, M., Narrei, B. (2017). "Sentimental decision-making of investors, corporate governance and Investment efficiency". *Financial Accounting Journal*, 8(32), 1-37. (In Persian).

Soroushyar, A., & Ali Ahmadi, S. (2016). "The investigation of the role of momentum and investors' sentiments on the herding behavior in Tehran stock exchange". *Investment Knowledge*, 5(18), 147-159. (In Persian).

Subrahmanyam, A. (2008). "Behavioural finance: A review and synthesis". *European Financial Management*, 14(1), 12-29.

Tehrani, R, Fahimi Doab, R. (2005). "Investigating the importance of factors affecting the behavior of common stock investors in Mashhad stock exchange and comparative comparison with investor behavior in tehran stock exchange". *MSc Thesis*, Al-Zahra University. (In Persian).

Vijaya, A., & Somu, A. (2016). "The relationship between big five personality factors, self perceived investment knowledge and investor attitudinal characteristics of equity investors" *Asian Journal of Research in Social Sciences and Humanities*, 6(10), 1427-1440.

Zhu, B., & Niu, F. (2016). "Investor sentiment, accounting information and stock price: Evidence from China". *Pacific-Basin Finance Journal*, 38 (3), 125-134.

COPYRIGHTS



This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.