



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۱ / شماره ۴ (پیاپی ۴۳) / پاییز ۱۴۰۱
صفحه ۲۵ تا ۴۱

تأثیر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بر تصمیمات آنها در سرمایه‌گذاری در سهام، ارز، اوراق با درآمد ثابت و سپرده بانکی

نرگس یزدانیان

استادیارحسابداری، گروه مدیریت و حسابداری، واحد رودهن، دانشگاه آزاد اسلامی، رودهن، ایران. (نویسنده مسئول)
n.yazdaniyan@riau.ac.ir

محمدرضا سعیدی

کارشناس ارشد مدیریت مالی، گروه مدیریت و حسابداری، واحد رودهن، دانشگاه آزاد اسلامی، رودهن، ایران.
mohammadrezasaidi@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۸/۰۹/۱۶ تاریخ پذیرش: ۹۸/۱۲/۰۵

چکیده

هدف از انجام این پژوهش بررسی تأثیر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بر تصمیمات آنها در سرمایه‌گذاری در سهام، ارز، اوراق با درآمد ثابت و سپرده بانکی بوده است. نوع این پژوهش، از لحاظ ابزار جمع‌آوری اطلاعات، توصیفی-همبستگی است و از نظر هدف، کاربردی است. جامعه آماری پژوهش را کلیه سرمایه‌گذاران در بازار سهام، ارز و اوراق با درآمد ثابت در شهر تهران تشکیل می‌دهند که تعداد آنها نامعین بوده است. با استناد به رابطه نمونه‌گیری کوکران تعداد ۵۱۳ نفر از آنها به شیوه تصادفی ساده انتخاب شده و پرسشنامه‌های پژوهش میان آنان توزیع شد. داده‌های پژوهش با استفاده از مدل‌های معادلات ساختاری مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. یافته‌های پژوهش نشان داد که تورش‌های شناختی و احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر مستقیم و معناداری بر روی تمایل آنها به سرمایه‌گذاری در هر یک از انواع دارایی‌های سهام، ارز و اوراق با درآمد ثابت داشته‌اند. نتایج نشان داد که تمایل به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ریسکی شامل سهام و ارز بیشتر تحت تأثیر تورش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بوده است در حالی که سرمایه‌گذاری در دارایی‌های غیر ریسکی مانند اوراق با درآمد ثابت و سپرده‌های بانکی بیشتر تحت تأثیر تورش‌های شناختی سرمایه‌گذاران است.

واژه‌های کلیدی: تورش‌های رفتاری، تصمیمات سرمایه‌گذاری، سهام، ارز، اوراق با درآمد ثابت.

۱- مقدمه

موضوع مالی رفتاری از جمله مباحث جدیدی است که در طول دو دهه گذشته توسط برخی اندیشمندان مالی مطرح گردید و به سرعت مورد توجه اساتید صاحب‌نظران و دانشجویان این رشته در سراسر دنیا قرار گرفت. در مباحث سرمایه‌گذاری، نوع تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و عوامل موثر بر تصمیم‌گیری آنها بسیار حائز اهمیت است. با توجه به فرصت‌های بی‌شمار سرمایه‌گذاری در ایران و عدم کفایت سرمایه‌گذاری از طرف فرد یا گروهی از افراد، بورس اوراق بهادار می‌تواند نقشی سازنده و مؤثر در این زمینه ایفا کند. بنابراین شناسایی عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری می‌تواند به عنوان نقطه آغازی در جلب مشارکت عمومی به شمار آید. شناسایی این عوامل می‌تواند در حیطه افراد حقیقی، افراد حقوقی و یا سرمایه‌گذاری خارجی صورت گیرد. از طرف دیگر بسیاری از پژوهش‌های صورت گرفته در زمینه نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران نشان می‌دهد که دانش کافی در مورد اینکه چرا افراد سرمایه‌گذاری می‌کنند و چگونه تصمیم‌گیری می‌کنند وجود ندارد. بنابراین سیاست‌گذاران مالی و اقتصادی و تصمیم‌گیرندگان بازار سرمایه برای جذب سرمایه‌های این قشر از افراد جامعه و کمک به آنان برای اتخاذ تصمیمات درست به گونه‌ای که به اهداف سرمایه‌گذاری خود دست یابند، بایستی شناخت کافی از رفتار آنها داشته باشند. در این میان تجزیه و تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی و جذب پس‌اندازهای آنها به دلیل اثرگذاری بر متغیرهای اقتصادی همچون نرخ سرمایه‌گذاری و نرخ تورم از اهمیت زیادی برخوردار است (گرچی زاده و خانمحمدی، ۱۳۹۶).

همانطور که تفاوت روانی افراد، رفتار غیر منطقی‌شان را توجیه می‌کند، حوزه جالب توجه دیگر، تعیین عوامل مؤثر بر میزان سرمایه‌گذاری افراد است. تئوری پردازان معتقدند که کل بازار برپایه خصیصه‌های روانشناسی افراد شکل می‌گیرد و حرکت می‌کند. پس این رفتارهاست که حداقل بخشی از رفتار بازار را کنترل می‌کند و بی‌منطق عمل کردن سرمایه‌گذاران را بهتر توصیف می‌کند (گرچی زاده و خانمحمدی، ۱۳۹۶). البته شایان ذکر است که عوامل کلان مانند سیاست‌های دولت اعم از مالی و غیرمالی یا فرهنگ سرمایه‌گذاری هر کشور نیز در میزان سرمایه‌های بازار مؤثرند.

تئوری‌ها و نظریه‌های مالی در چند دهه اخیر دارای دو رویکرد متفاوت بوده‌اند. رویکرد اول، رویکرد نئوکلاسیک در علوم مالی می‌باشد. فرض اساسی تئوری‌ها و نظریه‌های مالی طبق این رویکرد، کارایی بازار و عقلایی رفتار کردن سرمایه‌گذاران در بازار است. این رویکرد با مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) و نظریه بازارهای کارا (EMH) در دهه ۱۹۶۰ و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای میان مدت و نظریه قیمت‌گذاری آربیتراژی میلر و مودیلیانی (APT) در دهه ۱۹۷۰ آغاز شد. با گذشت زمان و انجام تحقیقات متفاوت، محققان متوجه بسیاری از حرکتها و نابسامانی‌ها در بازارهای مالی شدند که با استفاده از تئوری‌های مربوط به بازار کارا قابل توجیه نبود. همین امر موجب ظهور و بروز انقلاب رفتاری در مباحث مالی با مقاله «کانمن» و «تورسکی» در سال ۱۹۷۹ گردید. نظریه‌ها و تئوری‌های مالی طبق این رویکرد به این نکته پرداخته‌اند که تصمیمات سرمایه‌گذاری تنها تحت تاثیر شاخص‌های اقتصادی و عقلانیت قرار ندارند بلکه عوامل دیگری نیز تاثیر بسزایی در رفتار و نوع تصمیمات آنها دارند (سیف‌الهی و همکاران، ۱۳۹۴).

با افزایش روز افزون حضور شرکتهای مختلف در بازار سهام سرمایه‌گذاران با گزینه‌های متفاوتی برای سرمایه‌گذاری مواجه می‌شوند که کار را برای اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری مناسب مشکل و پیچیده کرده است. به همین دلیل لزوم بررسی این تورش‌های رفتاری در میان سرمایه‌گذاران در بازار سهام احساس می‌گردد (باغدارارم، ۱۳۹۰).

در این راستا، پژوهش‌های متعددی در حوزه مالی رفتاری و تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران انجام شده و در هریک از آنها ابعاد متفاوتی از تورش‌های رفتاری مورد مطالعه قرار گرفته است. در حالی که در اغلب این پژوهش‌ها نقش تورش‌های رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار مورد بررسی قرار گرفته حال اینکه تصمیمات سرمایه‌گذاری منحصر به سرمایه‌گذاری در بورس نبوده و مشتقات متفاوتی از بازار پول و سرمایه را شامل می‌شود. لذا در این پژوهش به بررسی نقش این تورش‌های رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازار پول و سرمایه پرداخته می‌شود که طبق بررسی‌های انجام گرفته، تاکنون در ایران، این ابعاد سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار نگرفته است.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

در الگوی اقتصاد مالی سنتی فرض می‌شود که تصمیم‌گیرندگان کاملاً عقلایی عمل کرده و همیشه به دنبال بیشینه کردن مطلوبیت مورد انتظار هستند. به عبارت دیگر، دو پایه اصلی در پارادایم سنتی مالی، عقلانیت کامل عوامل و تصمیم‌گیری‌های مبتنی بر بیشینه‌سازی مطلوبیت مورد انتظار است. در حالی که در مالی رفتاری عنوان می‌شود که برخی پدیده‌های مالی را می‌توان با به کارگیری مدل‌هایی که در آنها برخی عوامل موجود در اقتصاد کاملاً عقلایی نیستند، درک کرد (جاگونگو و موتونج،^۱ ۲۰۱۴). بسیاری از پژوهشگران اعتقاد دارند که همه سرمایه‌گذاران از اطلاعات دریافت شده برداشت یکسان نداشته و نسبت به روندها واکنش یکسانی نشان نمی‌دهند. در نتیجه تصمیمات آنها همیشه مطابق با تئوریهای اقتصادی نمی‌باشد. مطالعات رفتاری به بررسی این مساله به شیوه‌ای واقعی‌تر می‌پردازد. ادعا بر این است که شرایط مبهم‌آبی و اشتباهات شناختی که در روانشناسی انسان ریشه دارد، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران در شکل‌گیری انتظارات، تصمیم‌گیری و قضاوت اشتباهات سیستماتیک داشته و با سوگیری‌های شناختی مواجه شوند (هو و همکاران،^۲ ۲۰۱۳). سوگیری‌های شناختی عبارتند از نوعی آسیب‌پذیری شناختی در پردازش اطلاعات. واژه سوگیری به معنی جانبداری و به عنوان منحنی نقص در ادراک، قضاوت و یا سایر فعالیت‌های شناختی ناشی از ندیدن و غفلت از بعضی جوانب به سود بعضی جوانب دیگر تعریف شده است. برای کسانی که نقش روانشناسی در دانش مالی را به عنوان یک عامل اثرگذار بر بازارهای اوراق بهادار و تصمیمات سرمایه‌گذاران بدیهی می‌دانند، قبول وجود تردید در مورد اعتبار مالی رفتاری دشوار است. در عین حال هنوز بسیاری از دانشگامیان و حرفه‌ای‌های طرفدار مکتب مالی کلاسیک، بررسی جنبه‌های رفتاری انسان و تأثیر آن در تصمیمات مالی را به عنوان یک شاخه مستقل مطالعاتی باور ندارند. در این راستا بکر و چوی بی^۳

^۱ Jagongo, A. and Mutswenje, V. S.

^۲ Hu, L, Sha, Z.J., Liu, X.Y. & Chen, W.J.

^۳ Bakar, S. and Chui Yi, A.

(۲۰۱۶) در پژوهش خودبیین نموده اند که آگاهی از تمایلات روانشناختی در عرصه سرمایه‌گذاری، کاملاً ضروری و نیازمند توسعه جدی دامنه مطالعاتی است (بکر و چویی، ۲۰۱۶).

نتایج پژوهش وی^۱ (۲۰۱۸) نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران عمده در بازار از رفتار عقلایی برخوردارند و بین بازده اوراق قرضه و معاملات آن رابطه معناداری وجود دارد که منجر به افزایش تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران می‌شود. کاریوفیللاس^۲ و همکاران (۲۰۱۷) نشان می‌دهد که در دوره‌های بروز بحران و استرس مالی به بازار سرمایه، میزان اریب رفتاری سرمایه‌گذاران بر اساس تورش‌های شناختی و سیگنال‌های تایید نشده منجر به ایجاد بازده غیرعادی مثبت در پرتفوی سرمایه‌گذاری آنان می‌شود. حیات و انور^۳ (۲۰۱۶) نشان داده‌اند که تورش‌های اثر هاله‌ای، فرااعتمادی و تبعیت از جمع اثر مثبت معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد و سواد مالی نقش تعدیل‌کننده منفی در تورش تبعیت از جمع و نقش تعدیل‌کننده مثبت بر تورش فرااعتمادی در تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد. بکر و چویی^۴ (۲۰۱۶) در مطالعه‌ای نشان می‌دهند که بیش اطمینانی، محافظه‌کاری و تعصب در دسترس بودن اثرات قابل توجهی در تصمیم سرمایه‌گذاران دارد در حالی که رفتار توده وار تاثیر معناداری در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ندارد. جانگو و همکاران (۲۰۱۴)، عوامل شهرت شرکت، وضعیت شرکت در صنعت، درآمد مورد انتظار شرکتهای بزرگ، عملکرد گذشته شرکت، قیمت هر سهم، احساس سرمایه‌گذاران از سودهای مورد انتظار را بر تصمیمات سرمایه‌گذاری فردی موثر دانسته‌اند. یائو و همکاران^۵ (۲۰۱۴) با بررسی رفتار توده وار سرمایه‌گذاران به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران سطوح مختلفی از رفتار توده وار را از خود نشان داده‌اند. رفتار توده وار در سطوح صنعت رایج تر و برای بزرگترین و کوچکترین سهام‌ها و همچنین برای سهام رشدی نسبت به سهام ارزشی قوی تر است. رفتار توده وار در بازارهای کساد مشهود تر است. داکوستا و همکاران^۶ (۲۰۱۳) نیز نشان داده‌اند که سرمایه‌گذاران مجرب تر، کمتر تحت تاثیر رفتار توده وار قرار می‌گیرند. بوسایدی^۷ (۲۰۱۳) دریافت که شهود نمایندگی یک پیش‌دوری روانشناسی است بدین معنا که سرمایه‌گذاران، مستعد باور این مسئله هستند که شرح یک عملکرد قابل توجه از یک شرکت خاص "نمایندگی" یک عملکرد کلی است که شرکت تا آینده آن را ادامه خواهند داد. طبق این بررسی شواهد ضعیفی در رابطه با این رابطه بدست آمده و نتایج نشان دهنده یک رابطه نسبی بین درآمدهای قبلی و سودهای غیر طبیعی آتی است. بشیر^۷ (۲۰۱۳)، اثر تعصبات رفتاری را روی تصمیمات سرمایه‌گذاری بررسی کرده و نشان داده که تعصبات رفتاری، توان پنداری، اطمینان بیش از حد و فقدان مغایرت به عنوان تعصبات رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران تاثیر می‌گذارند.

در حوزه پژوهش‌ها انجام شده در داخل کشور نیز، گرجی زاده و خانمحمدی (۱۳۹۶) نشان داده‌اند که به ترتیب میزان بازده جاری کسب شده سرمایه‌گذار در بورس، پس انداز، سال‌های حضور در بورس، درآمد و افق

¹ Wei

² Kariofyllas

³ Hayat, A. Anwar M.

⁴ Yao et al.

⁵ Da Costa Jr. et al.

⁶ Boussaidi

⁷ Bashir et. Al.

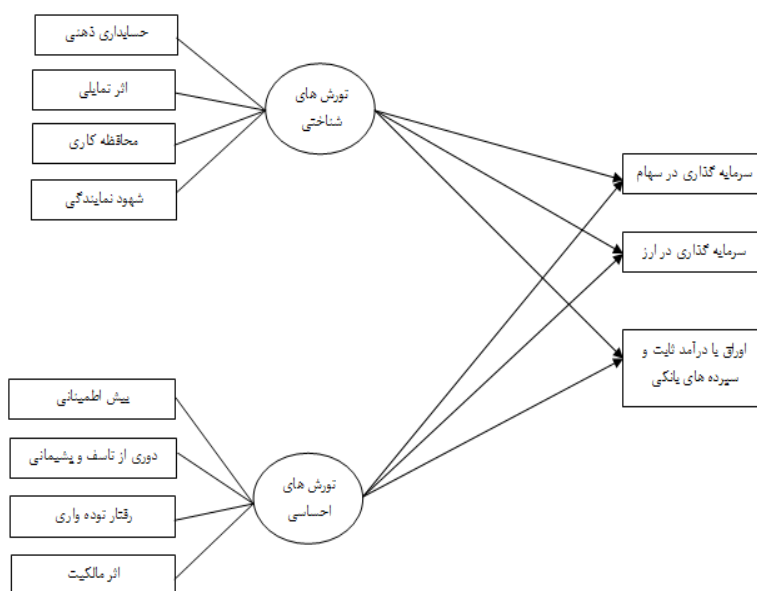
سرمایه‌گذاری بیشترین تأثیر را روی حجم سرمایه‌گذاری افراد در بورس اوراق بهادار دارا می‌باشند. قالمق و همکاران (۱۳۹۵) نشان داده‌اند که بین میزان سواد مالی سرمایه‌گذاران و تورش‌های رفتاری آن‌ها رابطه معناداری در جهت مثبت وجود دارد. نارنجی آذر (۱۳۹۴) به این نتیجه دست یافته که تورش‌های رفتاری بین دو گروه سرمایه‌گذاران با تجربه و کم تجربه با یکدیگر تفاوت معناداری دارد، اما هر دو سرمایه‌گذار به طور کامل از خطر تورش‌های رفتاری در امان نیستند و عامل تجربه نتوانسته است، سرمایه‌گذاران باتجربه را نسبت به سایر سرمایه‌گذاران، در برابر تورش‌های رفتاری در امان نگه دارد. نتایج نشان داده که متغیرهای اطمینان بیش از حد، پشیمان‌گریزی، سفسطه بازی قماربازان و تورش وضع موجود بر روی سرمایه‌گذاران با تجربه و کم تجربه به یک اندازه تأثیر گذاشته است به معنای دیگر هر دو گروه سرمایه‌گذاران با تجربه و کم تجربه به یک میزان تحت تأثیر تورش‌های رفتاری اطمینان بیش از حد، پشیمان‌گریزی، سفسطه بازی قماربازان و تورش وضع موجود قرار می‌گیرند و عامل تجربه نمی‌تواند سرمایه‌گذاران را از این تورش‌ها حفظ کند. اما رفتار غریزه گله‌ای، تکیه کردن و حسابداری ذهنی در گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاری به یک اندازه نبوده و تأثیرات متفاوتی بر روی تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران قرار داده است و عامل تجربه نتوانسته این دسته از تورش‌های رفتاری را تحت تأثیر قرار دهد. سیف الهی و همکاران (۱۳۹۴) تأثیر عوامل رفتاری دوری از تاسف و پشیمانی، اثر تمایلی، حسابداری ذهنی، بیش اطمینانی، شهود نمایندگی، رفتار توده وار و محافظه کاری و اثر مالکیت را بر روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی بررسی کرده‌اند. نتایج حاصل نشان داده که تمام عوامل به غیر از عامل "بیش اطمینانی" روی سرمایه‌گذاری تأثیر گذار هستند و میزان این تأثیر برای هر یک متفاوت می‌باشد و رتبه بندی این عوامل از نظر میزان تأثیر گذاری عبارتند از: ۱- سود و زیان نسبی، ۲- اثر تمایلی، ۳- محافظه کاری، ۴- رفتار توده وار ۵- شهود نمایندگی ۶- اثر مالکیت، ۷- پشیمان‌گریزی. حسینی چنگی و همکاران (۱۳۹۳) رابطه تورش‌های رفتاری کوتاه‌نگری، بهینه بینی، خوداسنادی، توان پنداری، دیرپذیری، ابهام‌گریزی با تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران را ارزیابی کرده‌اند. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد، خطاهای ادراکی مطرح شده در پژوهش رابطه معناداری با تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران دارد و بین تورش‌های کوتاه‌نگری، بهینه بینی، خوداسنادی، توان پنداری و دیرپذیری با تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران در بورس تهران رابطه معناداری وجود دارد و تورش رفتاری ابهام‌گریزی به صورت مثبت و معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران تأثیر ندارد. باغمدارام (۱۳۹۰) تأثیر عوامل مالی رفتاری اطمینان بیش از حد، تشدید تعهد، رفتار توده وار را بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ارزیابی کرده و یافته‌های این پژوهش حاکی از آن است که رفتار توده وار در تصمیمات سرمایه‌گذاران موثر است.

۳- فرضیه‌های پژوهش

- ۱) تورش‌های شناختی سرمایه‌گذاران بر تصمیم آنها به سرمایه‌گذاری در سهام تأثیرگذار است.
- ۲) تورش‌های شناختی سرمایه‌گذاران بر تصمیم آنها به سرمایه‌گذاری در ارز تأثیرگذار است.

- ۳) تورش‌های شناختی سرمایه‌گذاران بر تصمیم آنها به سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت و سپرده‌های بانکی تأثیرگذار است.
- ۴) تورش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر تصمیم آنها به سرمایه‌گذاری در سهام تأثیرگذار است.
- ۵) تورش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر تصمیم آنها به سرمایه‌گذاری در ارز تأثیرگذار است.
- ۶) تورش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر تصمیم آنها به سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت و سپرده‌های بانکی تأثیرگذار است.

مدل مفهومی پژوهش در راستای تصویرسازی ارتباطات مورد آزمون در فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین گردیده است:



شکل ۱: مدل مفهومی پژوهش

۴- روش شناسی پژوهش

در تقسیم‌بندی روش پژوهش از نظر هدف، روش، نحوه گردآوری داده‌ها و زمان جمع‌آوری داده‌ها، کاربردی، همبستگی، توصیفی و مقطعی است. به منظور گردآوری داده‌های مورد نیاز، از پرسشنامه استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش حاضر شامل کلیه سرمایه‌گذاران در بازار سهام، ارز و اوراق با درآمد ثابت و سپرده‌های بانکی می‌باشد که تعداد آنها نامعین است و تعداد اعضای نمونه با استفاده از رابطه نمونه‌گیری کوکران برای جامعه با حجم نامعین و برآورد واریانس جامعه از طریق رابطه ۶-سیگما، برابر با ۱۷۱ نمونه تعیین شد. با توجه به تفکیک افراد، به سرمایه‌گذاران دارای تمایل به سرمایه‌گذاری در سه نوع دارایی اوراق سهام، ارز، و اوراق با درآمد ثابت، از

هر گروه تعداد ۱۷۱ نفر انتخاب شدند که در مجموع تعداد ۵۱۳ پرسشنامه مبنای تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. جهت توزیع پرسشنامه از نمونه‌گیری در دسترس استفاده شده است. به منظور آزمون روابط میان متغیرها از مدل معادلات ساختاری در نرم افزار AMOS و به منظور تعیین ارتباطات خطی بین متغیرها از برآورد ضرایب همبستگی خطی (و همچنین آزمون نرمال بودن توزیع متغیرها به منظور تعیین نوع ضریب تعیین مورد استفاده) در نرم افزار SPSS استفاده شده است.

پرسشنامه شامل دو متغیر اصلی تورش‌های شناختی و احساسی سرمایه‌گذاران می‌شود. تورش‌های شناختی شامل مولفه‌های حسابداری ذهنی (۵ سوال)، اثر تمایلی (۵ سوال)، محافظه کاری (۴ سوال) و شهود نمایندگی (۳ سوال) است که مجموعاً توسط ۱۷ سوال مورد سنجش قرار گرفته است. همچنین تورش‌های احساسی نیز شامل ابعاد بیش اطمینانی (۵ سوال)، تأسف و پشیمانی (۴ سوال)، رفتار توده وار (۷ سوال) و مالکیت (۴ سوال) است که در مجموع توسط ۲۰ سوال برگرفته از پژوهش سیف‌اللهی و همکاران (۱۳۹۴) مورد سنجش قرار گرفته است. به منظور سنجش تمایلات سرمایه‌گذاری گذاران در هریک از دارایی‌های اوراق سهام، ارز و اوراق با درآمد ثابت و سپرده‌های بانکی از یک سوال صریح استفاده شد که وضعیت تمایل سرمایه‌گذاران به یکی از این سه نوع دارایی را مورد ارزیابی قرار می‌دهد.

به منظور تأیید روایی پرسشنامه، از روایی ظاهری سوالات استفاده شده و سوالات پرسشنامه به تأیید خبرگان رسیده و مورد قضاوت آنان قرار گرفته است. جهت سنجش پایایی ابزار پژوهش نیز از برآورد ضرایب آلفای کرونباخ استفاده شد که نتایج آن به شرح جدول (۱) بوده است.

جدول ۱: برآورد آلفای کرونباخ پرسشنامه

متغیر	ابعاد	تعداد سوالات	آلفای کرونباخ
تورش‌های شناختی	حسابداری ذهنی	۵	۰/۸۴۲
	اثر تمایلی	۵	۰/۸۴۵
	محافظه کاری	۴	۰/۸۲۴
	شهود نمایندگی	۳	۰/۸۴۵
تورش‌های احساسی	بیش اطمینانی	۵	۰/۸۶۸
	تأسف و پشیمانی	۴	۰/۸۵۶
	رفتار توده وار	۷	۰/۹۳۴
	مالکیت	۴	۰/۸۶۳

مطابق با ضرایب آلفای کرونباخ برای متغیرهای پرسشنامه که بزرگتر از مقدار تجربی ۰/۷ بدست آمده اند، پایایی ابزار پژوهش و سوالات پرسشنامه به تأیید رسیده است.

۴-۱- بررسی مدل ساختاری پژوهش

به منظور ارزیابی صحت نتایج مدل ساختاری پژوهش از شاخص‌های برازش هنجار شده بنتلر-بونت^۱، شاخص برازش توکر-لوئیس^۲، شاخص برازش تطبیقی^۳، شاخص نیکویی برازش^۴، شاخص نیکویی برازش تعدیل شده^۵ و ریشه میانگین مربعات خطای برآورد^۶ استفاده شده است.

۵- تجزیه و تحلیل داده‌ها

نتایج حاصل از ارزیابی ۱۷۱ پرسشنامه پژوهش به شرح زیر بوده است.

جدول ۲: توصیف متغیرهای جمعیت شناختی

ویژگی جمعیت شناختی	طبقه بندی	سهام		ارز		اوراق با درآمد ثابت و سپرده بانکی		کل	
		درصد فراوانی	فراوانی	درصد فراوانی	فراوانی	درصد فراوانی	فراوانی	درصد فراوانی	فراوانی
جنسیت	مرد	۶۸/۴٪	۱۱۷	۸۰/۱٪	۱۳۷	۵۷/۳٪	۹۸	۶۸/۶٪	۳۵۲
	زن	۳۱/۶٪	۵۴	۱۹/۹٪	۳۴	۴۲/۷٪	۷۳	۳۱/۴٪	۱۶۱
سطح تحصیلات	فوق دیپلم و کمتر	۱۶/۹٪	۲۹	۴۵٪	۷۷	۲۷/۵٪	۴۷	۲۹/۸٪	۱۵۳
	کارشناسی	۴۷/۹٪	۸۲	۳۶/۳٪	۶۲	۳۹/۸٪	۶۸	۴۱/۳٪	۲۱۲
	کارشناسی ارشد	۳۱/۶٪	۵۴	۱۸/۷٪	۳۲	۳۰/۹٪	۵۳	۲۷/۱٪	۱۳۹
	دکتری	۳/۶٪	۶	۰٪	۰	۱/۸٪	۳	۱/۸٪	۹
رده سنی	۲۵-۳۰ سال	۱۹/۹٪	۳۴	۱۶/۴٪	۲۸	۸/۲٪	۱۴	۱۴/۸٪	۷۶
	۳۱-۳۵ سال	۳۶/۸٪	۶۳	۲۵/۷٪	۴۴	۱۸/۷٪	۳۲	۲۷/۱٪	۱۳۹
	۳۶-۴۰ سال	۲۸/۱٪	۴۸	۳۱٪	۵۳	۲۶/۹٪	۴۶	۲۸/۶٪	۱۴۷
	بیشتر از ۴۰ سال	۱۵/۲٪	۲۶	۲۶/۹٪	۴۶	۴۶/۲٪	۷۹	۲۹/۵٪	۱۵۳
وضعیت اشتغال	اداری و مالی	۵۳/۲٪	۹۱	۲۴/۶٪	۴۲	۷۵/۴٪	۱۲۹	۵۱/۱٪	۲۶۲
	خود اشتغالی	۳۳/۳٪	۵۷	۵۷/۳٪	۹۸	۱۵/۲٪	۲۶	۳۵/۳٪	۱۸۱
	سایر	۱۳/۵٪	۲۳	۱۸/۱٪	۳۱	۹/۴٪	۱۶	۱۳/۶٪	۷۰
میزان درآمد	۵ تا ۱۰ میلیون	۴۷/۴٪	۸۱	۴۰/۴٪	۶۹	۵۴/۴٪	۹۳	۴۷/۴٪	۲۴۳
	۱۰ تا ۱۵ میلیون	۳۸/۶٪	۶۶	۳۳/۹٪	۵۸	۳۲/۲٪	۵۵	۳۴/۹٪	۱۷۹
	بالای ۱۵ میلیون	۱۴٪	۲۴	۲۵/۷٪	۴۴	۱۳/۴٪	۲۳	۱۷/۷٪	۹۱

¹ NFI
² TLI
³ CFI
⁴ GFI
⁵ AGFI
⁶ RMSEA

۵-۱- آزمون نرمال بودن متغیرها

به منظور انجام آزمون همبستگی خطی و در راستای تعیین نوع آزمون (پارامتری/ناپارامتری) فرض نرمال بودن توزیع تجربی متغیرها فرضی اساسی است. بدین منظور از آزمون کلموگروف-اسمیرنوف استفاده شده است که نتایج آن به شرح جدول (۳) بوده است.

جدول ۳: نتایج آزمون کلموگروف-اسمیرنوف

متغیر	سرمایه گذاری در سهام		سرمایه گذاری در ارز		سرمایه گذاری در اوراق با درآمد ثابت و سپرده های بانکی	
	آماره آزمون	معناداری	آماره آزمون	معناداری	آماره آزمون	معناداری
حسابداری ذهنی	۱/۲۵	۰/۰۸۸	۱/۵۶۴	۰/۰۱۵	۰/۹۰۶	۰/۳۸۴
اثر تمایلی	۱/۳۵۸	۰/۰۵۰	۱/۲۹۷	۰/۰۶۹	۱/۴۱۹	۰/۰۳۶
محافظه کاری	۱/۴۴۳	۰/۰۳۱	۱/۱۸۴	۰/۱۲۱	۱/۱۸۵	۰/۱۲۱
شهود نمایندگی	۱/۱۳۱	۰/۱۵۵	۱/۳۷۷	۰/۰۴۵	۱/۱۷۸	۰/۱۲۵
بیش اطمینانی	۱/۲۶۶	۰/۰۸۱	۱/۰۶۶	۰/۲۰۵	۰/۹۲۹	۰/۳۵۴
تأسف و پشیمانی	۱/۱۹۴	۰/۱۱۵	۰/۹۸۳	۰/۲۸۹	۱/۴۴۸	۰/۰۳۰
رفتار توده وار	۰/۸۱۷	۰/۵۱۶	۰/۷۴۱	۰/۶۴۳	۱/۰۰۵	۰/۲۶۵
اثر مالکیت	۱/۱۲۵	۰/۱۵۹	۱/۲۱۵	۰/۱۰۵	۰/۷۳۹	۰/۶۴۵

باتوجه به سطوح معناداری بدست آمده در آزمون، فرض نرمال بودن توزیع تجربی تمامی متغیرها در سطح خطای ۰/۰۵ مورد تایید نبوده است. در گروه سرمایه گذاری در سهام معیار محافظه کاری ($p\text{-value} = ۰/۰۳۱$)، در گروه سرمایه گذاری در ارز متغیرهای حسابداری ذهنی ($p\text{-value} = ۰/۰۱۵$) و شهود نمایندگی ($p\text{-value} = ۰/۰۴۵$) و در گروه سرمایه گذاری در اوراق با درآمد ثابت و سپرده های بانکی نیز متغیرهای اثر تمایلی ($p\text{-value} = ۰/۰۳۶$) و تأسف و پشیمانی ($p\text{-value} = ۰/۰۳۰$) دارای توزیع نرمال نبوده اند.

۵-۲- آزمون همبستگی خطی متغیرها

به منظور برآورد ضرایب همبستگی خطی متغیرها باتوجه به تایید یا عدم تایید نرمال بودن توزیع تجربی متغیرها، از آزمون پارامتری پیرسون یا ناپارامتری اسپیرمن استفاده شده که نتایج آن به شرح جدول (۴) بوده است. باتوجه به معناداری ضرایب همبستگی بدست آمده مشاهده می شود که هریک از مولفه های تورش های شناختی شامل: حسابداری ذهنی، اثر تمایلی، محافظه کاری و شهود نمایندگی دارای رابطه مستقیم و معناداری با سرمایه گذاری در سهام، ارز و اوراق با درآمد ثابت و سپرده های بانکی بوده اند. همچنین روابط بین ابعاد تورش های احساسی شامل: بیش اطمینانی، تأسف و پشیمانی، رفتار توده وار و اثر مالکیت نیز با سرمایه گذاری در هریک از انواع دارایی های سهام، ارز و اوراق با درآمد ثابت و سپرده های بانکی مستقیم و معنادار بوده است. ارزیابی

ضرایب همبستگی متغیرها نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری در سهام، ارتباط بزرگتری با مولفه‌های تورش‌های احساسی داشته است در حالی که سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت و سپرده‌های بانکی، اندازه ارتباط بیشتری با مولفه‌های تورش‌های شناختی نشان داده است. همچنین سرمایه‌گذاری در ارز نیز رفتاری نزدیک به سرمایه‌گذاری در سهام داشته و نوع ارتباط آن با مولفه‌های تورش‌های شناختی و احساسی را می‌توان شبیه به ارتباط بین سرمایه‌گذاری در سهام با این تورش‌ها دانست.

جدول ۴: برآورد ضرایب همبستگی خطی

متغیر	سرمایه‌گذاری در سهام	سرمایه‌گذاری در ارز	سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت و سپرده‌های بانکی
حسابداری ذهنی	۰/۱۷۴**	۰/۲۸۷**	۰/۳۵۴**
اثر تمایلی	۰/۲۱۷**	۰/۳۹۸**	۰/۵۲۴**
محافظه کاری	۰/۱۸۱**	۰/۳۳۱**	۰/۴۸۱**
شهود نمایندگی	۰/۲۴۱**	۰/۳۴۹**	۰/۴۳۲**
بیش اطمینانی	۰/۳۵۸**	۰/۴۱۳**	۰/۲۶۹**
تأسف و پشیمانی	۰/۴۴۲**	۰/۲۲۱**	۰/۲۰۶**
رفتار توده وار	۰/۴۴۰**	۰/۳۵۰**	۰/۲۸۷**
اثر مالکیت	۰/۳۹۰**	۰/۳۲۴**	۰/۱۶۶**

۳-۵- نیکویی برازش مدل ساختاری

به منظور بررسی نیکویی برازش مدل ساختاری مذکور، به نتایج آزمون کای-مربع و برآورد شاخص‌های GFI، AGFI و همچنین RMSEA استناد شده است. در میان این شاخص‌ها، بزرگ بودن شاخص‌های GFI و AGFI و همچنین کوچک بودن آماره کای-مربع و RMSEA به اندازه کافی، نشان‌دهنده برازش خوب مدل ساختاری است. نتایج برآورد این شاخص‌ها در جدول (۵) ارائه شده است.

جدول ۵: شاخص‌های نیکویی برازش مدل ساختاری

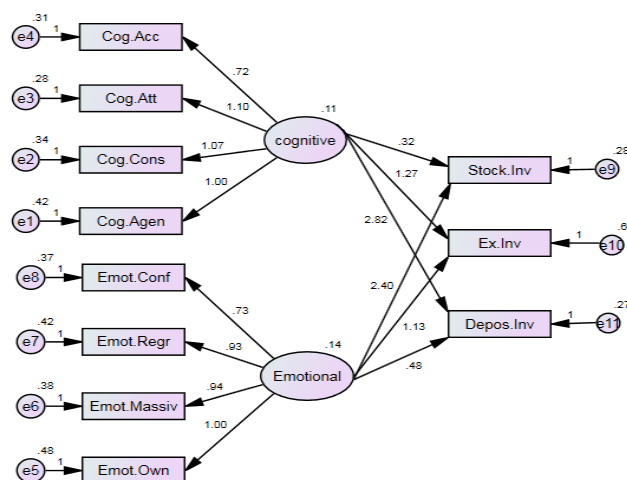
شاخص	یافته	شاخص	یافته
آماره Chi Square	۴۶/۵۳۹	RMSEA	۰/۰۵۴
درجه آزادی	۴۱	RMR	۰/۰۱۸
P-Value	۰/۰۶۸	NFI	۰/۸۳۷
Chi Square/df	۱/۱۳۵	TLI	۰/۸۳۶
GFI	۰/۹۴۴	CFI	۰/۸۵۴
AGFI	۰/۹۰۶	ضریب مردیا	۱/۰۴۷

نتایج جدول (۵) نشان می‌دهد که مدل برازش داده شده از نیکویی برازش مناسب برخوردار است. سطح معناداری آزمون کای-مربع که اشیاع بودن مدل ساختاری را مورد آزمون قرار می‌دهد بزرگتر از خطای نوع اول $0/05$ بدست آمده ($P\text{-Value} = 0/068$) و در نتیجه می‌توان در این سطح خطا پذیرفت که مدل برازش داده شده، اشیاع بوده و رابط دیگر بین متغیرهای مدل نبوده که مورد برآورد قرار نگرفته باشد. نسبت آماره کای-مربع به درجه آزادی آن که نتیجه گیری منصفانه تری نسبت به برازش مناسب مدل ارائه می‌دهد برابر با $1/135$ بدست آمده که کمتر از مقدار تجربی ۳ بوده است. لذا تعداد پارامترهای برآورد شده مدل منجر به برازش مناسب مدل گردیده اند. همچنین مشاهده می‌شود که شاخص‌های نیکویی برازش GFI و AGFI و همچنین شاخص انطباق پذیری TLI نیز در این مدل بزرگتر از میزان $0/8$ و یا نزدیک به آن برآورد شده اند که نشان دهنده مناسب بودن مدل و توان بالای آن در تبیین روابط علی- معلولی متغیرها می‌باشد. مقدار خطای RMSEA نیز برابر با $0/054$ و نزدیک به مقدار تجربی $0/05$ برآورد شده که نشان می‌دهد، خطای برازش مدل نیز کوچک و قابل اغماض است. همچنین قدرمطلق ضریب مردیا در بررسی نرمالیتی چندمتغیره مشاهدات که کوچکتر از مقدار بحرانی $1/708$ بدست آمده نشان از نرمال بودن چندمتغیره داده‌ها دارد. همچنین شاخص RMR که نشان دهنده اختلاف بین مقادیر خطای ماتریس کواریانس متغیرها و ماتریس کواریانس تحت برآورد است برابر با $0/018$ بدست آمده و مطالعات تجربی نشان داده اند که مقادیر کمتر از $0/05$ برای این شاخص نشان از نیکویی برازش مدل دارند. شاخص برازش هنجار شده NFI نیز در این مدل برابر با $0/837$ بدست آمده است که بزرگتر از مقدار تجربی $0/8$ است و از این رو می‌توان پذیرفت که نسبت آماره کای-مربع برآورد شده در مدل، نسبت به مدل پایه^۱ به اندازه کافی بزرگ و مناسب بوده است. همچنین شاخص CFI که معیار تعدیل شده NFI نسبت به حجم نمونه است برابر با $0/854$ بدست آمده که بزرگتر از مقدار تجربی $0/8$ است و از این نظر نیز مدل ساختاری پژوهش از نیکویی برازش برخوردار بوده است. لذا نتایج مدل قابل استناد و معتبر بوده است.

۵-۴- برآورد ضرایب مدل ساختاری و آزمون فرضیه‌ها

ضرایب تاثیر متغیرها بر یکدیگر و برآورد اثرات آنها در مدل ساختاری پژوهش به شرح شکل (۲) بوده است.

¹ Null Model



شکل ۲: ضرایب مدل ساختاری

در بررسی قابلیت تبیین متغیرهای مکنون (پنهان) مدل توسط ابعاد آنها، بارهای عاملی برآورد شده همگی بزرگتر از ۰/۳ هستند و این امر را نشان می‌دهند که متغیرهای مشاهده شده، سنج‌های مناسبی برای اندازه‌گیری و تبیین مفاهیم متغیرهای پنهان هستند. به منظور آزمون فرضیه‌ها، از آزمون معناداری ضرایب تاثیر در مدل پژوهش استفاده شده که نتایج آن به شرح جدول (۶) بوده است.

جدول ۶: برآورد ضرایب مدل ساختاری

تورش‌های رفتاری	تمایل به سرمایه‌گذاری	ضریب تاثیر	خطای برآورد	آماره آزمون	معناداری
تورش‌های شناختی	سهام	۰/۳۱۹	۰/۱۴۹	۲/۱۴۰	۰/۰۳۲
تورش‌های شناختی	ارز	۱/۲۶۶	۰/۲۰۰	۶/۳۱۸	۰/۰۰۰۱
تورش‌های شناختی	اوراق با درآمد ثابت و سپرده‌های بانکی	۲/۸۲۴	۰/۳۴۹	۸/۰۹۲	۰/۰۰۰۱
تورش‌های احساسی	سهام	۲/۴۰۱	۰/۳۰۷	۷/۸۱۹	۰/۰۰۰۱
تورش‌های احساسی	ارز	۱/۱۲۵	۰/۱۸۱	۶/۲۳۲	۰/۰۰۰۱
تورش‌های احساسی	اوراق با درآمد ثابت و سپرده‌های بانکی	۰/۴۸۴	۰/۱۴۲	۳/۴۱۵	۰/۰۰۰۱

۶- نتایج بدست آمده

طبق نتایج گزارش شده در جدول (۶)، فرضیه اول، در راستای تاثیر تورش‌های شناختی بر تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در سهام مورد تایید است و نتایج نشان می‌دهد که افزایش در تورش‌های شناختی سرمایه‌گذاران می‌تواند منجر به افزایش در میزان تمایل آنها به سرمایه‌گذاری در سهام شود.

فرضیه دوم، در راستای تورش‌های شناختی بر تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در ارز مورد تایید است و نتایج نشان می‌دهد که افزایش در تورش‌های شناختی سرمایه‌گذاران می‌تواند منجر به افزایش در میزان تمایل آنها به سرمایه‌گذاری در ارز شود. همچنین فرضیه سوم نیز در راستای تأثیر تورش‌های شناختی بر تمایل به سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت و سپرده‌های بانکی با ضریب تأثیر مثبت و معنادار، در سطح خطای ۰/۰۵ مورد تایید قرار گرفته است. نتیجه آزمون فرضیه‌های چهارم تا ششم پژوهش نیز نشان از تأثیرگذاری معنادار و مستقیم تورش‌های احساسی بر تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در هریک از دارایی‌های سهام، ارز و اوراق با درآمد ثابت و سپرده‌های بانکی دارد. بنابراین فرضیه‌های پژوهش در سطح خطای ۰/۰۵ مورد تایید قرار گرفته اند. یافته‌های این پژوهش در آزمون فرضیه‌ها را می‌توان با نتایج حاصل از پژوهش‌های نارنجی آذر (۱۳۹۴)، سیف‌الهی و همکاران (۱۳۹۳)، بکر و چوی بی (۲۰۱۶) و بوسایدی (۲۰۱۳) همسو دانست. ایشان نیز در پژوهش‌های خود، رابطه معنادار بین تورش‌های رفتاری و تمایلات سرمایه‌گذاری و همچنین رفتار سرمایه‌گذاری را در بازارهای سرمایه تایید نموده‌اند. اگرچه نتایج این پژوهش با تأکید بر سه نوع دارایی سهام، ارز (دارایی‌های ریسکی) و اوراق با درآمد ثابت و سپرده‌های بانکی (دارایی‌های غیر ریسکی) جزئیات بیشتری از رفتار سرمایه‌گذاران تحت تأثیر تورش‌های رفتاری را مورد بررسی قرار داده است و طبق نتایج، تمایل به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ریسکی شامل سهام و ارز بیشتر تحت تأثیر تورش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بوده است در حالی که سرمایه‌گذاری در دارایی‌های غیر ریسکی مانند اوراق با درآمد ثابت و سپرده‌های بانکی بیشتر تحت تأثیر تورش‌های شناختی سرمایه‌گذاران است. از این رو می‌توان نتیجه گرفت که تورش‌های شناختی و احساسی، اثرات متفاوتی بر میزان تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ریسکی و غیر ریسکی داشته‌اند. بنابراین نوع تورش‌های رفتاری را می‌توان تعیین‌کننده درجه ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه نیز دانست.

۷- بحث و نتیجه‌گیری

در پژوهش حاضر تأثیر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بر تصمیمات آنها در سرمایه‌گذاری در سهام، ارز، اوراق با درآمد ثابت و سپرده بانکی مورد ارزیابی قرار گرفت. در این راستا تأثیر دو تورش رفتاری شناختی و احساسی بر روی تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در هریک از دارایی‌های مذکور مورد آزمون قرار گرفت و نتایج حاکی از تأیید تمامی فرضیه‌های پژوهش بوده است.

باتوجه به یافته‌های فرضیه اول، نتیجه حاصل از تخمین مدل نشان داد که تورش‌های شناختی تأثیر مستقیم و معناداری بر روی تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در سهام داشته است. از آنجا که تورش‌های شناختی به قضاوت و استدلال نادرست و قابل تحریف سرمایه‌گذاران اشاره دارد، به نظر می‌رسد که، سرمایه‌گذاران با تورش‌های شناختی، تمایل کمتری به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ریسکی مانند سهام داشته‌اند. چرا که آگاهی سرمایه‌گذاران از کیفیت استدلالشان می‌تواند نشان‌دهنده میزان ریسک سرمایه‌گذاری آنها در دارایی‌های

ریسکی باشد و سرمایه‌داران محافظه‌کار، تمایل کمتری به پذیرش ریسک بالا در سرمایه‌گذاری نشان می‌دهند و این یافته با نتایج تحقیقات انجام شده در این زمینه همسو است.

در فرضیه دوم به منظور تعیین تاثیر تورش‌های شناختی بر تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در ارز، سطح معناداری تورش‌های شناختی در مدل ساختاری تحقیق ارزیابی گردید. نتایج حاصل از تخمین مدل نشان داد که تورش‌های شناختی تاثیر مستقیم و معناداری بر روی تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در ارز داشته است. با توجه به ماهیت ریسکی بودن سرمایه‌گذاری در ارز، می‌توان این نوع سرمایه‌گذاری را هم ارز با سرمایه‌گذاری در سهام از نظر معیار پذیرش ریسک دانست. اگرچه سرمایه‌گذاری در بازار ارز، عدم تقارن اطلاعاتی بالاتری نسبت به بازار سهام داشته و از این رو ریسک سرمایه‌گذاری در این بازار، با توجه به تلاطمات اقتصادی بالاتر است. از این رو انتظار بر این است که افزایش تورش‌های شناختی سرمایه‌گذاران مبتنی بر محافظه‌کاری، اثرات تمایلی، حسابداری ذهنی و شهود نمایندگی از طریق ایجاد استلالات نادرست از میزان تمایل آنها به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ریسکی بکاهد اما نتایج این فرضیه نقیض این مطلب را نشان می‌دهد.

در توصیف نتایج فرضیه سوم، به منظور تعیین تاثیر تورش‌های شناختی بر تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت و سپرده‌های بانکی، سطح معناداری تورش‌های شناختی در مدل ساختاری تحقیق ارزیابی گردید. نتایج حاصل از تخمین مدل نشان داد که تورش‌های شناختی تاثیر مستقیم و معناداری بر روی تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت و سپرده‌های بانکی داشته است. مقایسه سطح اثر تورش‌های شناختی بر روی تمایلات سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذار در انواع دارایی‌های ریسکی و غیر ریسکی نشان می‌دهد که تورش‌های شناختی بیشتر از دارایی‌های ریسکی، بر روی سرمایه‌گذاری در دارایی‌های غیر ریسکی تاثیرگذار بوده‌اند. از آنجا که این تورش‌ها مبتنی بر محافظه‌کاری سرمایه‌گذاران، حسابداری ذهنی و ریسک‌پذیری کمتر آنها و تمایل آنها به کسب سودهای تضمین شده بالاتر شکل می‌گیرد، تاثیرگذاری قوی‌تر آن بر روی تمایل به سرمایه‌گذاری در دارایی غیر ریسکی مانند اوراق با درآمد ثابت و سپرده‌های بانکی دور از انتظار نبوده است.

با توجه به یافته‌های فرضیه چهارم به منظور تعیین تاثیر تورش‌های احساسی بر تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در سهام، سطح معناداری تورش‌های احساسی در مدل ساختاری تحقیق ارزیابی گردید. نتایج حاصل از تخمین مدل نشان داد که تورش‌های احساسی تاثیر مستقیم و معناداری بر روی تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در سهام داشته است. یافته‌های این فرضیه نشان می‌دهد که افزایش میزان اهمیت سرمایه‌گذاران به رفتارهای توده‌وار و واکنش عمومی بازار نسبت به تحولات اقتصادی به طور قوی بر روی میزان تمایل آنها به سرمایه‌گذاری در دارایی ریسکی مانند سهام تاثیرگذار است. مقایسه اثرات تورش‌های احساسی بر روی انواع تمایلات سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد که با افزایش تورش‌های احساسی و تابعیت جمعی سرمایه‌گذاران، تمایل آنها به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ریسکی بالاتر می‌رود و این نتیجه حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران در بازار سهام، عمدتاً، توجه ویژه‌ای به واکنش سایر سهامداران به قیمت سهام شرکت‌ها خواهند

داشت و این را می‌توان زمینه‌ساز رفتار توده‌ای قابل توجه در بازار سهام دانست. لذا یافته‌های این فرضیه دور از انتظار محقق نبوده است.

در فرضیه پنجم به منظور تعیین تأثیر تورش‌های احساسی بر تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در ارزش، سطح معناداری تورش‌های احساسی در مدل ساختاری تحقیق ارزیابی گردید. نتایج این فرضیه نیز مشابه با فرضیه چهارم تحقیق نشان از تمایل بیشتر سرمایه‌گذاران با تورش‌های احساسی به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ریسکی دارد. چرا که با افزایش سطح تورش‌های احساسی، بیش اطمینانی سرمایه‌گذاران نسبت به عملکرد خود، بیش ارزش‌گذاری دارایی‌های تحت تملک و رفتار توده‌وار بیش از هر عامل دیگری خودنمایی می‌کند. مجموعه این سه عامل را می‌توان در افزایش تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ریسکی موثر دانست. لذا یافته‌های این فرضیه دور از انتظار نبوده است.

مطابق با یافته‌های فرضیه ششم پژوهش، به منظور تعیین تأثیر تورش‌های احساسی بر تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت و سپرده‌های بانکی، سطح معناداری تورش‌های احساسی در مدل ساختاری تحقیق ارزیابی گردید. نتایج حاصل از تخمین مدل نشان داد که تورش‌های احساسی تأثیر مستقیم و معناداری بر روی تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت و سپرده‌های بانکی داشته است. مطابق با یافته‌های این فرضیه سرمایه‌گذاران با تورش‌های احساسی تمایل کمتری به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های غیر ریسکی مانند اوراق با درآمد ثابت و سپرده‌های بانکی داشته‌اند. اگرچه انتظار بر مشاهده تأثیرگذاری معکوس بوده، چرا که تورش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، با میزان ریسک‌پذیری آنان می‌تواند رابطه‌ای مستقیم داشته باشد در حالی که ریسک سرمایه‌گذاری در دارایی‌های غیر ریسکی را می‌توان برابر با صفر لحاظ نمود. از این رو یافته‌های این فرضیه مورد انتظار نبوده است. اما مقایسه نتایج این فرضیه با نتایج دو فرضیه چهارم و پنجم تحقیق و رتبه‌بندی اثرات تورش‌های احساسی بر روی انواع تمایلات سرمایه‌گذاری را می‌توان مطابق انتظارات محقق دانست.

مطابق با این نتایج، تقویت توانایی‌های تحلیل وضعیت و پیش‌بینی قیمت سهام از طریق برگزاری کارگاه‌های آموزشی در بورس و همچنین تهیه سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ریسکی و ایجاد محرک‌های مالی کمتر در دارایی‌های غیرریسکی (سودهای سپرده بالاتر نسبت به بازار سرمایه) می‌تواند موجب بهبود رفتار مالی سرمایه‌گذاران و آگاه‌سازی آنان نسبت به تورش‌های رفتاری منجر به زیان، گردد. در این پژوهش، عدم وجود سنج‌های دقیق برای تعیین تجربی تمایلات سرمایه‌گذاران بر اساس معیارهای دقیق و اتکا به ابزار پرسشنامه برای سنجش این عامل را می‌توان از مهمترین محدودیت‌ها برشمرد.

فهرست منابع

* باغدارارم، فهیمه. (۱۳۹۰). بررسی عوامل مالی رفتاری موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران مرکز.

- * حسینی چنگی، الهام؛ حقیگو، بهناز؛ رحمانی نژاد، لیلا. (۱۳۹۳). بررسی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل معادلات ساختاری. *راهبرد مدیریت مالی*، سال دوم، شماره ۷، صص ۱۱۳-۱۳۳.
- * سیف الهی، راضیه؛ کردلوئی، حمیدرضا؛ دشتی، نادر. (۱۳۹۴). بررسی مقایسه‌ای عوامل رفتاری در سرمایه‌گذاری‌های مالی. *فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری*، سال چهارم، شماره پانزدهم.
- * قالمق، کریم؛ یعقوب نژاد، احمد؛ فلاح شمس، میرفیض. (۱۳۹۵). تاثیر سواد مالی بر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران. *چشم‌انداز مدیریت مالی*، دوره ۶، شماره ۴ (۱۶)، صص ۷۵-۹۴.
- * گرجی زاده، داود؛ خانمحمدی، محمدحامد. (۱۳۹۶). بررسی اثرات عوامل مالی رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران انفرادی. *فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری*، سال ششم، شماره بیست و چهارم.
- * نارنجی آذر، اکبر (۱۳۹۴). بررسی تورش‌های رفتاری در تصمیمات سرمایه‌گذاران با تاکید بر نقش تجربه سرمایه‌گذاری: مطالعه موردی تالار منطقه‌ای تبریز، *دومین کنفرانس بین‌المللی مدیریت و مهندسی صنایع*.
- * Bakar, S. and Chui Yi, A. (2016). The Impact of Psychological Factors on Investors' Decision Making in Malaysian Stock Market: A Case of Klang Valley and Pahang, *Procedia Economics and Finance*, 35: 319-328.
- * Bashir et. al.(2013). Impact of Behavioral Biases On Investor Decision Making: Male Vs Female. *IOSR Journal of Business and Management*, 10 (3), 60-68.
- * Boussaidi R., (2013). Representativeness Heuristic, Investor Sentiment and Overreaction to Accounting Earnings: The Case of the Tunisian Stock Market, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Volume 81, Pages 9-21.
- * Da Costa Jr., N., Goulart, M., Cupertino, C., Macedo Jr., J., Da Silva, S., (2013). The disposition effect and investor experience, *Journal of Banking & Finance*, Volume 37, Issue 5, Pages 1669-1675.,
- * Hayat, A. Anwar M. (2016). Impact of Behavioral Biases on Investment Decision; Moderating Role of Financial Literacy. Working Paper, Department of Business Administration, International Islamic University Islamabad Pakistan
- * Hu, L, Sha, Z.J., Liu, X.Y. & Chen, W.J. (2013). An Empirical Study on the Overreaction of Shanghai Stock Market. *Chinese Studies*, No 1, Vol 2, 32-3.
- * Jagongo, A. and Mutswenje, V. S. (2014). A survey of the factors influencing investment decisions: the case of individual investors at NSE, *International Journal of Humanities and Social Scienc*, 4 (4):187-194.
- * Kariofyllas D., Philippas C., Siriopoulos A., (2017). Cognitive biases in investors' behaviour under stress: Evidence from the London Stock Exchange, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 54: 54-62.
- * Wei J., (2018). Behavioral biases in the corporate bond market, *Journal of Empirical Finance*, Volume 46, 34-55.
- * Yao J., Ma C., Peng He W., (2014). Investor herding behavior of Chinese stock market, *international Review of Economics & Finance*, Volume 29, Pages 12-29.

Effect of Behavioral Biases of Investors on their Decisions in Investing at Stocks, Exchange and Fixed Income Securities

Narges Yazdanian

Assistant Professor of Accounting , Department of Management and Accounting, Roudehen Branch, Islamic Azad University, Roudehen, Iran
n.yazdanian@riau.ac.ir

Mohammadreza Saeidi

Master of Financial Management , Department of Management and Accounting, Roudehen Branch, Islamic Azad University, Roudehen, Iran
mohammadrezasaeidi@gmail.com

Abstract

The aim of this study was to evaluate the effect of behavioral biases of investors on their decision in investing at stocks, exchange and fixed income securities. This study was a descriptive-correlation based on gathering information and an applied research based on its purpose. The statistical population of research consists of all investors in stock market, exchange market and fixed premium sheets and bank deposits investors in an undefined number. Referring to Cochran sampling formula a number of 513 individuals were selected in a random way and validated questionnaires of study distributed among them. Data of research was analyzed by structural equation models. Findings showed that cognitive and emotional biases have direct and significant effect on the investor's attitude to investment in each of stocks, exchange and fixed premium sheets and bank deposits assets. The results showed that investor's attitude to investment in risky assets such as stocks and exchange, is more affected by their emotional biases, while investment in non risky assets such as fixed income securities is more affected by investor's cognitive biases.

Keywords: Behavioral Biases, Investment decisions, Stocks, Exchange, Fixed Income Securities.

