



فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار

دوره چهارده، شماره پنجاه و چهار، بهار ۱۴۰۲

نوع مقاله: علمی پژوهشی

صفحات: ۱۶۰-۱۸۱

تحلیل تأثیر سوگیری‌های ابتکاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و کارآیی بازار برای

خط‌مشی‌گذاری در آینده

شهریار شیرویه پور^۱

روح اله بیات^۲

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۰/۱۰/۱۵ تاریخ پذیرش مقاله: ۱۴۰۱/۰۳/۰۸

علی معافی^۳

چکیده

حوزه مالی رفتاری بیان می‌کند که انسان‌ها در عمل، رفتاری متفاوت از آنچه که نظریه‌های مدرن مالی از انسان عقلایی ترسیم می‌کنند از خود بروز می‌دهند، لذا فرض عقلانیت کامل سرمایه‌گذاران و بازار کارا مورد انتقاد قرار گرفته است. براین اساس، پژوهش حاضر به بررسی تأثیر سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بر چگونگی تصمیم‌گیری و کارآیی بازار می‌پردازد که تا این هنگام به آن پرداخته نشده است. همچنین اهمیت درک فرآیند و نقش عوامل رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران و کارآیی بازار برای سیاست‌گذاران و قانون‌گذاران بازار سرمایه در آینده مشخص می‌نماید. پژوهش حاضر از لحاظ هدف کاربردی، از منظر روش پژوهشی توصیفی-همبستگی است. جامعه هدف این پژوهش سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران بودند و از روش نمونه‌گیری هدفمند در دسترس استفاده شد. برای تحلیل آزمون مدل مفهومی پژوهش از روش مدل‌سازی معادلات ساختاری استفاده شد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد سوگیری‌های فرااعتمادی، نمایندگی، دسترس‌پذیری و اتکا و تعدیل تأثیر معناداری بر کارآیی بازار دارد. همچنین یافته‌ها نشان داد سوگیری فرااعتمادی، اتکا و تعدیل تأثیر معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد. بنابراین به‌طور کلی می‌توان گفت سوگیری‌های رفتاری بین سرمایه‌گذاران امری غیرقابل اجتناب است که تصمیمات سرمایه‌گذاران و کارآیی بازار را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

کلمات کلیدی

سوگیری‌های ابتکاری، تصمیمات سرمایه‌گذاری، کارآیی بازار، بورس اوراق بهادار تهران.

۱- گروه آینده پژوهی، دانشکده علوم اجتماعی، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، قزوین، ایران. (نویسنده مسئول) shahriarshp75@gmail.com

۲- گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، قزوین، ایران. rohbayatt@yahoo.co.uk

۳- گروه مدیریت کسب و کار، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. alimoafi110@gmail.com

تحلیل تأثیر سوگیری‌های ابتکاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و.../شیره پور، بیات و معافی

مقدمه

تئوری‌ها و نظریه‌های مالی در چند دهه اخیر دارای رویکردهای متفاوتی بوده‌اند. در ادبیات مالی، نظریه‌های مهمی همچون نظریه بازارهای کارآ [۲۰] و نظریه سبد سهام نوین [۳۰] وجود دارد. طبق مفروضات این نظریه‌ها، سرمایه‌گذاران حقیقی منطقی هستند و ریسک کم به ریسک بالا در سطح معینی از بازده را ترجیح می‌دهند. اما در واقعیت، سرمایه‌گذاران رفتار غیرمنطقی از خود نشان می‌دهند [۱۱]. لذا نظریه‌ها و تئوری‌های مالی به این نکته پرداخته‌اند که تصمیمات سرمایه‌گذاری تنها تحت تأثیر شاخص‌های اقتصادی و عقلانیت قرار ندارند، بلکه عوامل فرهنگی، سیاسی و روان‌شناختی تأثیر بسزایی بر رفتار، نوع تصمیمات آن‌ها و همچنین کارآیی بازار دارد [۴]. بنابراین، می‌توان گفت سرمایه‌گذاران اغلب فرآیندهای تصمیم‌گیری خود را با استفاده از ابتکارات رفتاری ساده می‌کنند که گاهی منجر به بروز خطاهای نظام‌مند^۳ در قضاوت‌ها می‌شود. به گفته محققان امور مالی، هر فرد دارای سوگیری‌های روان‌شناختی غیرقابل اجتنابی است که بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و کارآیی بازار تأثیر می‌گذارد [۱۲]. این سوگیری‌ها سبب می‌شود بازار سرمایه بیش از حد و کمتر از حد واکنش دهد؛ در هر دو حالت کارآیی بازار تحت تأثیر قرار می‌گیرد. از مالی رفتاری برای کشف عواملی که می‌تواند تصمیمات مالی و کارآیی بازار را تحت تأثیر قرار دهند استفاده می‌شود. البته شایان ذکر است که عوامل فرهنگی تأثیر مهمی بر درک و تفسیر افراد در بروز انواع رفتار سرمایه‌گذاران دارد. به بیانی بهتر، ممکن است افراد در جوامع و فرهنگ‌های مختلف سوگیری‌های رفتاری متفاوتی داشته باشند [۴].

تحلیل این سوگیری‌ها از آن نظر برای فعالان بازار سهام اهمیت دارد که آنان می‌توانند از تأثیر عوامل احساسی در روند تصمیم‌گیری خود آگاه شوند و از اقدامات اصلاحی جهت عقلانی کردن فرآیند تصمیم‌گیری خود استفاده کنند که این امر بر کارآیی بازار تأثیر می‌گذارد. از طرفی شناسایی سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران می‌تواند به بی‌ثباتی بازار، ناعادلانه شدن قیمت‌ها، شکل‌گیری نوسان‌های شدید در بازار، حباب در بازار سهام و برهم خوردن قواعد ریسک و بازده منجر گردد که این رفتارها زمینه عدم کارآیی بازار سرمایه را فراهم می‌کند. در نتیجه شناسایی این سوگیری‌ها در شکل‌گیری روند کلی بازار کمک می‌کند و بستری را جهت افزایش کارآیی بازار سرمایه و بهبود کیفیت تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فراهم آورد.

پژوهش حاضر، در اوج هیجانات بازار سرمایه ایران در تابستان ۱۳۹۹ انجام شده است. در این برهه زمانی، دولت با تشویق آحاد مردم به سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه؛ سعی در جبران بخشی از کسری بودجه خود در قالب فروش سهام کرده است. از سویی دیگر، بانک مرکزی با اعمال سیاست پولی انبساطی

و کاهش نرخ سود بانکی به حمایت از سیاست‌های دولت در این زمینه پرداخته و سعی در افزایش میزان جذابیت هر چه بیشتر بازار سرمایه برای سرمایه‌گذاران کرده است. در این میان آشنا نبودن بسیاری از سرمایه‌گذاران با اصول سرمایه‌گذاری سبب شد تا سرمایه‌گذاران از سوگیری‌های رفتاری برای اجتناب از ریسک در شرایط‌های پیچیده و همراه با عدم قطعیت جهت تصمیم‌گیری استفاده کنند.

در سال‌های اخیر پژوهش‌هایی که در حوزه سوگیری‌های رفتاری صورت گرفته است؛ اغلب به شناخت، دسته‌بندی، رتبه‌بندی و عوامل تأثیرگذار بر این سوگیری‌ها پرداخته است. به بیانی دقیق‌تر، بررسی مستقیم این سوگیری‌ها بر تصمیمات سرمایه‌گذاران و کارآیی بازار به طور هم‌زمان و میزان اثرگذاری آن‌ها از موضوعاتی است که تاکنون به آن پرداخته نشده است. بر این اساس با توجه به مباحث مطرح‌شده در رابطه با اهمیت سوگیری‌های رفتاری بر بازار سرمایه؛ پژوهش حاضر برآنست تا به‌طور خاص تأثیر چهار مورد از سوگیری‌های ابتکاری^۴ شامل فرااعتمادی^۵، نمایندگی^۶، اتکا و تعدیل^۷ و دسترسی پذیری^۸ را بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و کارآیی بازار در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کند تا سرمایه‌گذاران به درک و بینش صحیحی برای تصمیمات سرمایه‌گذاری خود به تبع کارآیی بازار داشته باشند و متعاقب آن، راهکاری برای بهبود عملکرد فعالان بازار سرمایه ارائه دهد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

پژوهش‌های صورت گرفته در بازارهای مالی نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران از برخی سوگیری‌های رفتاری رنج می‌برند. البته گاهی این سوگیری‌ها موجب بهبود رفتار تصمیم‌گیران و کارآیی بازار می‌شود. لذا، در ادامه به تعریفی خلاصه از مفهوم تصمیمات سرمایه‌گذاری و کارآیی بازار و سپس به بررسی سوگیری‌های ابتکاری موردنظر پژوهش و روابط آن‌ها با تصمیمات سرمایه‌گذاری و کارآیی بازار پرداخته می‌شود.

سرمایه‌گذاری عبارت است از اقدام یا فرآیند سرمایه‌گذاری پول به امید منافع آینده [۳۲]. تصمیم‌گیری بهینه و منطقی وابسته به دانش مالی است، در واقع هرچه فردی دانش مالی بیشتری داشته باشد، تصمیم منطقی‌تری خواهد گرفت [۳۲]. طبق رفتارشناسی مالی تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌تواند ناشی از اطلاعات ناقص، عقلانیت محدود، ناهنجاری‌ها و سوگیری‌های رفتاری باشد. بسیاری از محققان اقتصاد معتقدند که سوگیری‌های ابتکاری می‌تواند بر تصمیم‌گیری‌های مالی و پیش‌بینی متغیرهای مالی از جمله درآمد یا سود تأثیر بگذارد [۳۵].

مفهوم کارآیی بازار در ابتدا توسط فاما [۲۰] مطرح شد. از نظر وی بازاری کارآ است که قیمت اوراق بهادار منعکس‌کننده تمام اطلاعات موجود در بازار سرمایه بوده و بازار به موقع و به دور از سوگیری‌های

تحلیل تأثیر سوگیری‌های ابتکاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و.../شیرویه پور، بیات و معافی

رفتاری، تأثیر اطلاعات جدید را در قیمت سهام، اعمال کند. در نتیجه سرمایه‌گذاران نسبت به اخبار و اطلاعات جدید، واکنشی مناسب نشان داده و قیمت‌های سهام در هر لحظه از زمان بیانگر ارزش واقعی آن‌ها است [۲۳]. علاوه بر این، شبلر [۳۷] بیان کرده است که همه سرمایه‌گذاران تمام اطلاعات موجود در تصمیم‌گیری را لحاظ می‌کنند، لذا اگر قیمت‌گذاری نادرستی وجود داشته باشد، قیمت‌ها به سمت قیمت ذاتی خود می‌روند. اما در عمل انسان نمی‌تواند نظریه رفتار عقلایی را حفظ کند. زیرا انسان تحت تأثیر احساسات، اعتقادات و خلق‌وخوی خود قرار می‌گیرد و نسبت به اطلاعات دریافتی واکنش بیشتر یا کمتر از حد از خود نشان می‌دهند که منجر به ارزشیابی نادرست سهام می‌گردد [۹]. بنابراین، انسان نمی‌تواند برای مدت طولانی منطقی باقی بماند؛ در نتیجه، نظریه سنتی مالی رد می‌شود [۳۶]. فرضیه بازار کارا در طول زمان مخالفان بسیاری را به خود دیده است. مخالفان بیان می‌کنند سرمایه‌گذاران از اطلاعات یکسان ممکن است نتایج متفاوتی را بگیرند و از روش‌های متفاوتی برای ارزش‌گذاری یک سهم استفاده کنند. بنابراین، نمی‌توان به‌طور دقیق ارزش ذاتی یک سهم را شناسایی کرد. در حقیقت، بازارها هرگز کاملاً کارا و کاملاً غیرکارا نیستند [۳۵]. به بیانی دیگر، کارایی بازار تحت تأثیر سوگیری‌های ابتکاری است که در برخی مواقع اثر مثبت و گاهی اثر منفی بر کارایی بازار می‌گذارد.

سوگیری فرااعتمادی و نقش آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و کارایی بازار سرمایه

فرااعتمادی به‌عنوان تمایل افراد به برآورد بیش از حد مهارت‌ها، توانایی‌های شناختی و صحت اطلاعات خود جهت دستیابی به اهداف با ناچیز پنداشتن عدم قطعیت‌های آینده تعریف می‌شود. به‌طوری که افراد با اعتماد به نفس بالا معتقدند، قضاوت آنان از دیگران قابل اعتمادتر و عملکرد آنان به‌طور متوسط از میانگین بهتر است [۲۵]. سه ویژگی افرادی که دارای سوگیری فرااعتمادی هستند شامل برآورد بیش از حد، خودممتاز بینی^{۱۰} و دقت بیش از حد^{۱۱} است [۲۲]. فرااعتمادی، دو اثر متضاد بر احتمال موفقیت‌آمیز یک نتیجه دارد. این سوگیری نه تنها باعث می‌شود تا یک سرمایه‌گذار ریسک سرمایه‌گذاری را افزایش دهد، بلکه از طرفی احتمال خروج موفق از سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد [۱۹]. سرمایه‌گذاران فرااعتماد نسبت به سیگنال‌های معاملاتی خود بیش از حد واکنش نشان می‌دهند و نسبت به اطلاعات عمومی کمتر واکنش نشان می‌دهند. این باعث می‌شود که دقت پیش‌بینی‌های خود را بیش از حد برآورد کنند. متعاقباً، این منجر به دست کم گرفتن ریسک و حجم معاملات بالاتر می‌شود. با توجه به اینکه افراد با این نوع سوگیری، اعتماد زیادی به عملکرد خود دارند، در سبد سرمایه‌گذاری خود تنوع ایجاد نکرده و بر سهام یک یا دو شرکت متمرکز می‌شوند [۳]. در نتیجه این امر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مؤثر است. همچنین سوگیری فرااعتمادی باعث می‌شود افراد وقت بیشتری به جمع‌آوری

اطلاعات و منابع اختصاص دهند و گاهی این افراد اطلاعات خود را در قبال دیگران ناچیز می‌پندارند و سعی می‌کنند اطلاعات بیشتری کسب کنند [۳۱]. به علاوه، این افراد نسبت به اطلاعات خصوصی‌شان، واکنش بیش از اندازه نشان داده و این امر باعث می‌شود که قیمت سهام از ارزش‌های واقعی متفاوت شده و منجر به ارزشیابی نادرست گردد که این رفتار بر کارایی بازار اثر می‌گذارد.

سوگیری نمایندگی و نقش آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و کارایی بازار سرمایه

در این سوگیری افراد اطلاعات جدید را بر اساس تجربیات و دسته‌بندی‌های قبلی خود مرتب می‌کنند و بر اساس کلیشه‌های ذهنی^{۱۲} تصمیم می‌گیرند [۱۴]. این سوگیری هنگامی رخ می‌دهد که افراد سعی دارند از برخوردهای خود معنایی بگیرند تا ایده‌ها و اهداف را در مقوله‌های شخصی طبقه‌بندی کنند. این سوگیری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد؛ زیرا مردم معمولاً ارزش آتی یک سهم را بر اساس سوگیری نمایندگی پیش‌بینی می‌کنند و تمایل به ارزش رویدادهای اخیر دارند. لذا این سوگیری قضاوت آنان را تحت تاثیر عدم قطعیت قرار می‌دهد [۲۵]. آن‌ها همچنین عملکرد گذشته را بهترین شاخص برای پیش‌بینی عملکرد آینده می‌دانند [۲۲].

در این سوگیری سرمایه‌گذاران بر این باورند که عایدی گذشته حاکی از عایدی در آینده است؛ بنابراین اطلاعات صحیح (اطلاعات نادرست) منجر به نگرش مثبت (منفی) می‌شود که این امر بر اطلاعات قیمت‌داری تاثیر گذار است. این یک شکل خاص از سوگیری نمایندگی است که تمایل به پافشاری بیش از حد معمول به تجربه‌های اخیر را نشان می‌دهد. پس سوگیری نمایندگی بر کارایی بازار تأثیر می‌گذارد. زیرا سرمایه‌گذاران به دلیل برنده شدن در گذشته بیش از حد خوش‌بینانه و به دلیل شکست در گذشته بیش از حد بدبینانه هستند که سبب می‌شود قیمت اوراق بهادار از ارزش ذاتی‌اش منحرف شود [۱۶]. در این صورت اطلاعات به محض وقوع و به همان میزانی که باید در قیمت سهم اثر نمی‌کند و کارایی اطلاعاتی و بازار تحت تأثیر قرار می‌گیرد. سوگیری نمایندگی به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم بر رفتارهای معاملاتی در بازار سهام مانند واکنش بیش از حد و واکنش کمتر از حد سهام تأثیر دارد. این پدیده را در مواقعی می‌توان ملاحظه کرد که سرمایه‌گذاران در پی خرید سهام پر بازده هستند و می‌خواهند از سهامی که اخیراً عملکرد ضعیفی داشته پرهیز کنند. چنین موقعیتی چون سرمایه‌گذاران با دنباله‌ای از اخبار بد (خوب) در مورد شرکت مواجه بوده و این اخبار با خبرهایی که قبلاً نیز دریافت کرده‌اند، مشابه بوده است واکنش کمتر از حد (بیش از حد) نشان می‌دهند [۹]. بنابراین می‌توان گفت که سوگیری نمایندگی تأثیر بسزایی در کارایی بازار دارد.

تحلیل تأثیر سوگیری‌های ابتکاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و.../شیره پور، بیات و معافی

سوگیری دسترسی پذیری و نقش آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و کارآیی بازار سرمایه

دسترسی پذیری به‌عنوان یک میانبر ذهنی نیز شناخته می‌شود که در آن تصمیم‌گیرنده به‌جای بررسی سایر گزینه‌ها و رویه‌های دیگر، بیش از حد به اطلاعات قابل دسترس در قضاوت یا پیش‌بینی خود اعتماد می‌کند [۲۵]. تصمیم‌گیرندگان در بازار سهام تحت تأثیر اطلاعاتی هستند که هنگام انتخاب و شناسایی سهام به دست می‌آورند. الویت سرمایه‌گذار با توجه به اطلاعات موجود تغییر می‌کند؛ حتی گاهی اطلاعات بی‌ربط و غیرضروری نیز بر تصمیم سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد [۲۵]. به‌طور کلی می‌توان گفت تصمیم‌گیری کاملاً متکی به دسترس‌پذیری است.

سوگیری دسترسی‌پذیری، افراد را به سمت سوگیری‌های نظام‌مند^{۱۳} هدایت می‌کند [۳۹] و به سبب این سوگیری‌ها، افراد احتمال تکرار وقایع را بیش از حد ارزیابی می‌کنند [۲۴]. به بیانی دیگر افراد از سوگیری دسترسی‌پذیری در موقعیت‌های احتمالی برای جلوگیری از ریسک استفاده می‌کنند که این امر بر فرآیند تصمیم‌گیری تأثیر می‌گذارد. افراد اطلاعات بد (خوب) را می‌شنوند و بر اساس همین اخبار که به سهولت به دست آورده‌اند تمایل دارند که بیش از آنچه به باید به آن اطلاعات برای تصمیم‌گیری اتکا کنند. این پدیده سوگیری دسترسی را نشان می‌دهد که باعث ناکارآمدی بازار می‌شود؛ چراکه توجه بیش از حد بر روی اطلاعاتی محدود که به راحتی نیز قابل دسترس است باعث می‌شود تا سرمایه‌گذار هنگام تصمیم‌گیری تمامی جوانب را در نظر نگیرد و در نتیجه تصمیماتی بگیرند که باعث شود قیمت سهام موردنظر به بیشتر از ارزش ذاتی و یا کمتر از ارزش ذاتی خود برسد که هر دو باعث می‌شود بازار کارآیی خود را از دست بدهد.

سوگیری اتکا و تعدیل و نقش آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و کارآیی بازار سرمایه

اتکا و تعدیل بدین معنی است که سرمایه‌گذاران بر اساس گذشته، مبنای برآورد خود را یک رقم (همان قیمت مرجع) قرار می‌دهند؛ سپس تعدیلات قیمتی خود را بر اساس آن رقم انجام می‌دهند [۲]. به عبارت دیگر، افراد به گذشته مراجعه می‌کنند و خرید و فروش سهام را بر اساس آن انجام می‌دهند [۱۳]. سوگیری اتکا و تعدیل اندکی با سوگیری نمایندگی ارتباط دارد، زیرا نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران اغلب بر روی تجربه اخیر خود تأکید می‌کنند و تمایل دارند هنگام رشد بازار خوش‌بینانه‌تر باشند و هنگام سقوط بازار، بدبینانه‌تر باشند [۴۰]. در نتیجه می‌توان عنوان کرد سوگیری اتکا و تعدیل بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد.

در مورد تأثیرش بر کارآیی بازار می‌توان گفت از آنجا که سوگیری اتکا و تعدیل، فعالان بازار را هنگام

پیش‌بینی احتمال نتایج تحت تأثیر قرار می‌دهد. بنابراین بر کیفیت تجزیه و تحلیل و داشتن خطا در پیش‌بینی نتایج نیز تأثیر می‌گذارد، در نتیجه این امر بر کارآیی بازار تأثیر می‌گذارد [۱۵]. سرمایه‌گذاران حرفه‌ای پیش‌بینی خود از داده‌های کلان اقتصادی را بر روی مقادیر قبلی لنگر می‌اندازند که همین امر منجر به خطاهای بزرگ و سیستماتیک در پیش‌بینی می‌شود و در نتیجه قیمت سهام به درستی تعدیل نمی‌شود؛ چراکه پیش‌بینی‌های نادرست و جانب‌دارانه باعث می‌شود کارآیی اطلاعاتی و تخصیصی در بازار به درستی صورت نگیرد، در نتیجه بر کارآیی بازار تأثیر می‌گذارد. در بازار سرمایه نیز پس از افزایش هر بار قیمت و یا بازده، ذهن افراد روی آخرین قیمت و بازده قبلی لنگر می‌اندازد و اطلاعات قبل‌تر را نامربوط تلقی می‌کند. بنابراین واکنش کمتر از حد در مقابل اطلاعات جدید روی می‌دهد [۹].

پیشینه تجربی پژوهش

به‌طور کلی، روانشناسان و اقتصاددانان، پژوهش در زمینه مالی رفتاری را از اوایل دهه‌ی ۱۹۷۰ آغاز کرده‌اند. اولین پژوهش در خصوص سوگیری‌های روان‌شناختی و تصمیم‌گیری‌های مالی توسط کانمن و تورسکی [۳۹] انجام شد. همین امر سبب ظهور و بروز انقلاب رفتاری در مباحث مالی تاکنون شده است. مطالعات بسیاری در مورد تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران و کارآیی بازار از دیدگاه‌های مختلف در فرهنگ‌ها یا محیط‌های مختلف به‌صورت جداگانه صورت گرفته است. نتایج حاکی از آن است که سوگیری‌های رفتاری با توجه به محیط جغرافیایی و فرهنگ هر کشور، تأثیر متفاوتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و کارآیی بازار دارد. در ادامه به برخی از پژوهش‌های انجام گرفته در این حوزه که از مدل مفهومی پژوهش حاضر پشتیبانی می‌کنند پرداخته می‌شود:

کفایات^{۱۴} [۲۶] و کنگاتاران و کنگاتاران^{۱۵} [۲۸] دریافتند سوگیری فرائعتمادی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر منفی می‌گذارد. ریحان و عامر^{۱۶} [۳۴] به بررسی تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار پاکستان پرداختند. آنان دریافتند که سوگیری رفتاری اتکا، ریسک‌گریزی، فرائعتمادی، نمایندگی و حسرت‌گریزی تأثیر مثبت قابل‌توجهی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران دارد و دو سوگیری حسابداری ذهنی و دسترسی‌پذیری تأثیر معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری ندارند. راستا سیراجی^{۱۷} [۳۸] دریافت که سوگیری اتکا، دسترسی‌پذیری و نمایندگی تأثیر مثبت معنادار و سوگیری فرائعتمادی تأثیر منفی معناداری بر عملکرد سرمایه‌گذاران دارد. اما کلارک^{۱۸} [۱۷] به بررسی چگونگی تأثیر سوگیری دسترسی‌پذیری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری پرداخت و اظهار داشت که سوگیری دسترسی‌پذیری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری افراد تأثیر منفی می‌گذارد. در همین راستا، احمد و همکاران [۱۰] به بررسی روابط بین سوگیری‌های ابتکاری تصمیم‌گیری راهبردی کارآفرینانه

تحلیل تأثیر سوگیری‌های ابتکاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و.../شیرویه پور، بیات و معافی

پرداختند و بیان کردند که سوگیری‌های ابتکاری (انکا و تعدیل، نمایندگی، دسترسی‌پذیری و فرااعتمادی) تأثیر منفی بر تصمیمات راهبردی کارآفرینان در بازارهای نوظهور دارد. این بدان معناست که سوگیری ابتکاری می‌تواند کیفیت فرآیند تصمیم‌گیری را مختل کند. کارتینی و نادا [۲۷] در تحقیقی به بررسی تأثیر تورش‌های رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری پرداختند. یافته‌های تحقیق آن‌ها نشان داد که تورش‌های لنگراندازی، نمایندگی، زیان‌گریزی، فرااعتمادی، خوش‌بینی و رفتار گله‌ای تأثیر بسزایی در تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد.

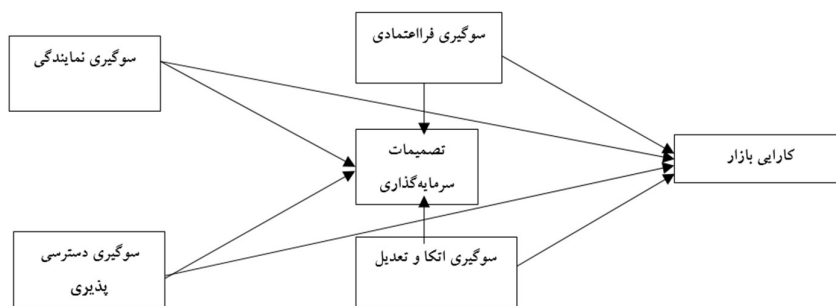
در رابطه با سوگیری‌های رفتاری فرااعتمادی و کارآیی بازار مطالعات بسیاری انجام شده است. برخی از آن مطالعات رابطه‌ی مثبت بین این سوگیری و کارآیی بازار و برخی دیگر رابطه منفی بین آن‌ها را نشان می‌دهد. کو و هوانگ^{۱۹} [۲۹] و شاه^{۲۰} و همکاران [۳۶] دریافته‌اند که سوگیری فرااعتمادی، کارآیی بازار را بهبود می‌بخشد و مطرح می‌کنند که رفتارهای غیرمنطقی همیشه باعث کاهش کارآیی بازار نمی‌شود؛ چراکه سرمایه‌گذاران با اعتماد به نفس بالا معتقدند که با عملکرد بهتر در بازار می‌توانند بازدهی غیرعادی زیادی کسب کنند.

طبق مطالعات دوک هین و همکاران [۱۸] و سن و همکاران [۱۵] سوگیری لنگر، تأثیر قابل توجهی در بازده بازار مالی دارد. هادی [۳۰] به بررسی تأثیر سوگیری‌های توهم کنترل، نمایندگی و دسترسی‌پذیری بر کارآیی بازار پرداختند. نتایج پژوهش وی حاکی از آن است که سوگیری توهم کنترل و دسترسی‌پذیری تأثیر منفی معناداری بر کارآیی بازار دارد ولی سوگیری نمایندگی تأثیر منفی ناچیزی بر کارآیی بازار دارد. در همین راستا راول^{۲۱} و همکاران [۳۳] به بررسی عواملی می‌پردازد که زیربنای رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران حقیقی هستند و بررسی می‌کند آیا بازار مالی هند کارآمد است یا نه. آنان عنوان کردند سرمایه‌گذاران به‌طور قابل توجهی تحت تأثیر رفتار توده‌ای، آبشارهای اطلاعاتی، اتکا و تعدیل، نمایندگی و فرااعتمادی قرار دارند. یافته‌های این پژوهش همچنین خواهد مهمی از غیرمنطقی بودن تصمیم سرمایه‌گذاران و همچنین ناکارآمدی بازار مالی ارائه داده است.

در ادامه، به پژوهش‌های داخلی که به موضوع پژوهش مرتبط است اشاره می‌شود؛ البته در این زمینه تحقیقات کاملاً مشابهی وجود ندارد، اما پیشینه‌های مطرح شده از نظر موضوعی و محتوایی، زاویه دید مناسبی را برای اجرای بهتر پژوهش فراهم کرده است: زینی وند و همکاران (۱۴۰۰) در تحقیقی به بررسی تأثیر ۱۵ سوگیری‌های رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج آنان نشان داد که تورش‌های شایعه‌گرایی، تمایزگرایی، رفتار گله‌ای، کوته‌نگری، نماگرایی، اتکا و تعدیل، داشته بیش‌نگری، تکرارگرایی، خوش‌بینی مفرط، سوگیری تقویمی، تازه‌گرایی،

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۴ / شماره ۵۴ / بهار ۱۴۰۲

اثر سوء جاگیری و پیش واکنش منفی تاثیر معناداری بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاران حقیقی داشته‌اند. ابراهیمی لیفشگر و همکاران (۱۳۹۸) به بررسی تأثیر ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری با نقش میانجی سوگیری‌های ابتکاری پرداختند. آنان دریافتند سوگیری‌های ابتکاری نمایندگی، دسترسی اطلاعات، اتکا و فراعتمادی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران تاثیر مثبت و معناداری گذار است. وجه تشابه پژوهش مذکور با این پژوهش در بررسی رابطه بین سوگیری فراعتمادی، نمایندگی و دسترسی اطلاعات بر تصمیمات سرمایه‌گذاری است. مشتاقی و یزدانی (۱۳۹۵) به بررسی تاثیر خطاهای ادراکی و میزان آن‌ها بر فرآیند تصمیمات سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که خطاهای ادراکی همچون اثر نمایندگی، روحیات و خوش‌بینی و فراعتمادی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران تاثیر معناداری دارد. علاوه بر این نتایج پژوهش آنان نشان داد که خطای فراعتمادی، بیشترین تاثیر را در میان خطاهای ذکر شده بر تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد. وجه تشابه پژوهش مذکور با پژوهش حاضر در بررسی رابطه بین خطای فراعتمادی و اثر نمایندگی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری است. سیف الهی و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی تاثیر عوامل رفتاری همچون دوری از تأسف و پشیمانی، اثر تمایلی، حسابداری ذهنی، اطمینان بیش از حد، نمایندگی، رفتار توده وار و محافظه‌کاری و اثر مالکیت بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران حقیقی پرداختند. نتایج پژوهش مذکور نشان می‌دهد که تمام عوامل به غیر از عامل فراعتمادی بر تصمیم‌گیری تاثیر گذار هستند. وجه تشابه پژوهش مذکور با پژوهش حاضر در بررسی رابطه بین خطای فراعتمادی و اثر نمایندگی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری است. بنابراین با توجه به مبانی نظری و پیشینه تجربی ذکر شده می‌توان گفت سرمایه‌گذاران دارای سوگیری‌های ابتکاری غیرقابل اجتنابی هستند که بر فرآیند تصمیمات سرمایه‌گذاری و کارایی بازار اثر می‌گذارد. در نتیجه با توجه به مباحث مطرح شده و پیشینه‌های تجربی بررسی شده، مدل مفهومی محقق ساخته در شکل زیر ارائه شده است:



شکل ۱- مدل مفهومی (منبع: یافته‌های تحقیق)

تحلیل تأثیر سوگیری‌های ابتکاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و.../شیرویه پور، بیات و معافی

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی، از منظر روش پژوهشی توصیفی-همبستگی و از حیث زمانی از نوع مقطعی است. با استفاده از روش مدل‌سازی معادلات ساختاری به بررسی چگونگی و اندازه اثرگذاری سازه‌ها بر یکدیگر پرداخته شد. واحد تحلیل و جامعه هدف در این پژوهش سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران هستند که با روش نمونه‌گیری هدفمند در دسترس به نمونه‌گیری از آن‌ها پرداخته شد. در پژوهش حاضر برای تعیین حداقل حجم نمونه از رویکرد بارکلای^{۲۲} و همکاران (۱۹۹۵) استفاده شد که یکی از قواعد شناخته شده برای تعیین حداقل حجم نمونه در روش حداقل مربعات جزئی است. پاسخ‌دهندگان به پرسش‌نامه این پژوهش شامل ۱۱۰ نفر از سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند. جهت جمع‌آوری داده‌ها و سنجش متغیرهای پژوهش از پرسش‌نامه (بر اساس مطالعات پیشین و پرسش‌نامه‌های استاندارد) ۳۵ سوالی و طیف پنج‌درجه‌ای لیکرت بهره‌گیری شد. برای تعیین روایی محتوایی پرسش‌نامه، بعد از بررسی‌ها و مطالعات انجام شده در مورد پرسش‌نامه و مقایسه با کارهای قبلی در این حوزه، پرسش‌نامه به تأیید صاحب‌نظران و خبرگان رفتاری، مالی و برخی از اساتید مدیریت و اقتصاد رسید و اصلاحات لازم انجام شد و در نهایت روایی آن تأیید گردید. برای سنجش پایایی پرسش‌نامه از معیار آلفای کرونباخ استفاده شد؛ که در نهایت نتایج بدست آمده از نرم‌افزار اسمارت پی ال اس برای آلفای کرونباخ متغیرهای پرسش‌نامه در جدول ۲ ارائه شده است که نشان‌دهنده میزان پایایی مطلوب پرسش‌نامه است. در پژوهش حاضر از بین رویکردهای مختلف معادلات ساختاری برای برآزش مدل با فرضیه‌های پژوهش از روش مدل‌سازی مسیر ساختاری با رویکرد حداقل مربعات جزئی استفاده شد. این روش واریانس محور بوده و به دنبال توصیف رابطه میان متغیرهای وابسته و مستقل است و به دلیل عدم حساسیت به حجم نمونه کم، عدم حساسیت به غیر نرمال بودن داده‌ها، استفاده از مدل‌های اندازه‌گیری ترکیبی، توانایی پشتیبانی از متغیرهای تعدیل‌گر می‌تواند به‌عنوان یکی از روش‌های توانمند تحلیل مورد استفاده قرار گیرد [۵].

یافته‌های پژوهش

تحلیل داده‌ها در دو بخش توصیفی و استنباطی قابل ارائه است. تحلیل توصیفی داده‌ها به شرح جدول ۱ است. نتایج بیانگر آن است که افراد نمونه از لحاظ مدرک تحصیلی و سابقه سرمایه‌گذاری از اعتبار بالایی برخوردار هستند و می‌توان به پاسخ این افراد اطمینان نمود.

جدول ۱- نتایج جمعیت شناختی

مدرک تحصیلی افراد نمونه				
دیپلم و کمتر	فوق دیپلم (کاردانی)	کارشناسی	کارشناسی ارشد	دکتری
۲ درصد	۳ درصد	۴۱ درصد	۴۷ درصد	۷ درصد
سابقه سرمایه گذاری در بازار سرمایه				
کمتر از ۲ سال	بین ۲ تا ۵ سال		بیشتر از ۵ سال	
۱۹ درصد	۳۷ درصد		۴۴ درصد	

منبع: یافته‌های تحقیق

به منظور بررسی مدل و آزمون فرضیه‌های پژوهش از رویکرد سه مرحله‌ای برازش مدل اندازه‌گیری، برازش مدل ساختاری و برازش مدل کلی استفاده شد. برازش مدل اندازه‌گیری به بررسی پایایی و روایی ابزارهای اندازه‌گیری و سازه‌های پژوهش می‌پردازد و الگو ساختاری فرضیه‌ها و روابط متغیرهای مکنون را مورد آزمون قرار می‌دهد [۵]. در برازش مدل‌های اندازه‌گیری از شاخص‌های پایایی و روایی مدل‌های اندازه‌گیری استفاده می‌شود. فورنل و لارکر^{۲۳} [۲۱] جهت بررسی پایایی سازه‌ها، سه معیار را پیشنهاد می‌کنند: (۱) پایایی هر یک از گویه‌ها (بارهای عاملی)، (۲) پایایی ترکیبی هر یک از سازه‌ها و (۳) آلفای کرونباخ. بارهای عاملی به محاسبه مقدار همبستگی شاخص‌های یک سازه با آن سازه می‌پردازد و بیانگر قدرت رابطه بین متغیر پنهان و متغیر قابل مشاهده است. اگر این مقدار برابر یا بیشتر از ۰/۴ باشد پایایی مورد تأیید است. پایایی ترکیبی در واقع نسبت مجموع بارهای عاملی متغیرهای مکنون به مجموع بارهای عاملی بعلاوه واریانس خطا است. این معیار جدیدتری نسبت به آلفای کرونباخ است که پایایی سازه‌ها را نه به صورت مطلق، بلکه با توجه به همبستگی سازه‌هایشان با یکدیگر محاسبه می‌کند. مقادیر قابل قبول برای پایایی ترکیبی و آلفای کرونباخ بالاتر از ۰/۷ بوده و مقادیر پایین‌تر از آن به معنی عدم پایایی لازم است.

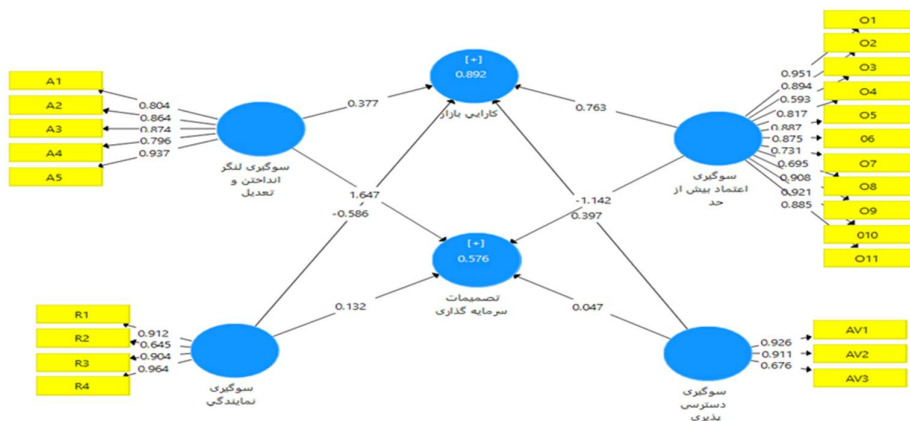
جدول ۲- نتایج پایایی پژوهش

متغیر	پایایی ترکیبی	آلفای کرونباخ
فرا اعتمادی	۰/۸۹۰	۰/۸۵۷
نماینده‌گی	۰/۸۹۵	۰/۸۸۶
اتکا و تعدیل	۰/۹۰۵	۰/۸۹۰
دسترسی	۰/۸۸۱	۰/۸۱۲
تصمیمات سرمایه‌گذاری	۰/۸۷۳	۰/۸۴۳
کارآیی بازار	۰/۸۶۵	۰/۸۱۵

منبع: یافته‌های تحقیق

تحلیل تأثیر سوگیری‌های ابتکاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و.../شیرویه‌پور، بیات و معافی

جدول ۲ نشان می‌دهد مقدار آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی هر سازه بالاتر از ۰/۷ می‌باشند. این بیانگر پایایی مناسب برای مدل اندازه‌گیری دارد. معیار بعدی که برای سنجش پایایی ذکر شد ضرایب بارهای عاملی است. با توجه به شکل زیر بارهای عاملی بیشتر از ۰/۴ است؛ لذا برازش مدل با این شاخص وجود دارد.



شکل ۲- مدل ساختاری در حالت استاندارد (منبع: یافته‌های تحقیق)

از سوی دیگر در سنجش روایی سازه‌ها از روایی همگرا و واگرا استفاده شد. برای سنجش میزان تبیین متغیر پنهان توسط متغیرهای مشاهده‌پذیر از شاخص روایی همگرا استفاده می‌شود. برای شاخص متوسط واریانس استخراج‌شده حداقل مقدار ۰/۵، مقدار قابل قبولی است [۲۱].

جدول ۳- میانگین واریانس استخراج‌شده

متغیر	متوسط واریانس استخراج‌شده
فرا اعتمادی	۰/۷۰۴
تصمیمات سرمایه‌گذاری	۰/۹۵
نماینده‌گی	۰/۷۴۹
انکا و تعدیل	۰/۷۳۴
دسترس‌ی پذیری	۰/۷۱۵
کارآیی بازار	۰/۹۳

منبع: یافته‌های تحقیق

جدول ۳ نشان می‌دهد، تمامی مقادیر متوسط واریانس استخراج‌شده هر شش متغیر پژوهش بالاتر از ۰/۵ است، لذا می‌توان گفت که پرسش‌نامه پژوهش از روایی همگرا مطلوبی برخوردار است. جهت

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۴ / شماره ۵۴ / بهار ۱۴۰۲

بررسی روایی واگرا سازه‌ها از معیار فورنل و لارکر استفاده شد. این ملاک به بررسی میزان رابطه یک سازه با شاخص‌هایش در مقایسه با رابطه آن سازه با سایر سازه‌ها می‌پردازد. این روایی در صورتی قابل قبول است که مقدار رابطه هر سازه با خودش بیشتر از مقدار رابطه آن سازه با سازه دیگر است و روایی واگرا در حد مناسب مشاهده می‌شود. نتایج جدول ۴ حاکی از آن است که سازه‌های پژوهش از روایی مناسبی برخوردار است.

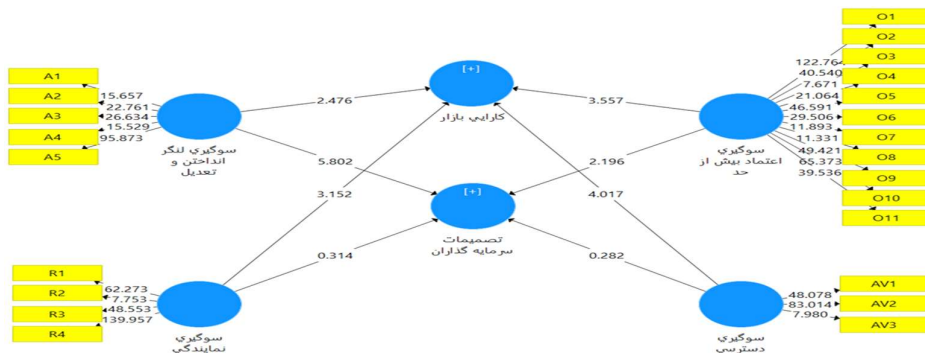
جدول ۴- ماتریس همبستگی سازه‌ها و بررسی روایی واگرا

مؤلفه‌ها	تصمیمات سرمایه‌گذاری	فرااعتمادی	دسترسی پذیری	اتکا و تعدیل	نمایندگی	کارآیی بازار
تصمیمات سرمایه‌گذاری	۰/۹۷۴					
فرااعتمادی	۰/۶۲۱	۰/۸۳۹				
دسترسی پذیری	۰/۶۱۴	۰/۸۲۷	۰/۸۴۶			
اتکا و تعدیل	۰/۷۱۳	۰/۷۶۵	۰/۸۱۳	۰/۸۵۷		
نمایندگی	۰/۶۲۰	۰/۷۸۱	۰/۸۱۹	۰/۸۵۰	۰/۸۶۵	
کارآیی بازار	۰/۶۷۵	۰/۷۲۱	۰/۸۱۱	۰/۸۲۰	۰/۸۰۷	۰/۹۶۴

منبع: یافته‌های تحقیق

ارزیابی برازش مدل ساختاری

در برازش مدل ساختاری از معیارهای معناداری مقادیر T ، Q^2 و R^2 استفاده می‌شود. مقدار t معیاری برای سنجش رابطه بین سازه‌ها است در صورتی که مقداری t از $1/96$ بیشتر شود نشان از صحت رابطه بین سازه‌ها و تأیید فرضیه پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. شکل ۳ بیانگر الگوی ساختاری فرضیه اصلی پژوهش در حالت معناداری است.



شکل ۳- مدل ساختاری در حالت معناداری (منبع: یافته‌های تحقیق)

تحلیل تأثیر سوگیری‌های ابتکاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و.../شیرویه‌پور، بیات و معافی

حال با توجه به ضرایب استاندارد و آماره t به دست آمده از تجزیه و تحلیل نرم‌افزار PLS، بررسی فرضیه‌ها را می‌توان تشکیل داد.

جدول ۵- ضرایب تأثیر، مقدار آماره آزمون و نتایج فرضیه‌های پژوهش

ردیف	فرضیه	ضریب مسیر	آماره t	نتیجه آزمون
۱	سوگیری فرااعتمادی تأثیر معناداری بر کارایی درک شده بازار دارد.	۰/۷۶۳	۳/۵۵۷	عدم رد فرضیه
۲	سوگیری فرااعتمادی تأثیر معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران حقیقی دارد.	-۱/۱۴۲	۲/۱۹۶	عدم رد فرضیه
۳	سوگیری نمایندگی تأثیر معناداری بر کارایی درک شده بازار دارد.	-۰/۵۸۶	۳/۱۵۲	عدم رد فرضیه
۴	سوگیری نمایندگی تأثیر معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران حقیقی دارد.	۰/۱۳۲	۰/۳۱۴	رد
۵	سوگیری دسترسی پذیری تأثیر معناداری بر کارایی درک شده بازار دارد.	۰/۳۹۷	۴/۰۱۷	عدم رد فرضیه
۶	سوگیری دسترسی پذیری تأثیر معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران حقیقی دارد.	۰/۰۴۷	۰/۲۸۲	رد
۷	سوگیری اتکا و تعدیل تأثیر معناداری بر کارایی درک شده بازار دارد.	۰/۳۷۷	۲/۴۷۶	عدم رد فرضیه
۸	سوگیری اتکا و تعدیل تأثیر معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران حقیقی دارد.	۱/۶۴۷	۵/۸۰۲	عدم رد فرضیه

منبع: یافته‌های تحقیق

معیار Q^2 قدرت پیش‌بینی مدل را مشخص می‌کند. این معیار برای تمامی سازه‌های وابسته محاسبه می‌شود. در حالی که مقدار این معیار در مورد یک سازه وابسته به ترتیب ۰/۰۲، ۰/۱۵ و یا ۰/۳۵ باشد به ترتیب بیانگر ضعیف، متوسط و قوی بودن قدرت پیش‌بینی سازه است. بر اساس نتایج این آزمون، مقادیر مثبت بوده و نشان از کیفیت مطلوب مدل اندازه‌گیری پژوهش دارد.

جدول ۶- مقادیر محاسبه شده معیار قدرت پیش‌بینی مدل Q^2

متغیر	1-SSE/SSO
تصمیمات سرمایه‌گذاری	۰/۵۱۰
کارایی بازار	۰/۸۵۳

منبع: یافته‌های تحقیق

معیار بعدی برای بررسی برازش مدل، ضرایب R^2 مربوط به سازه‌های وابسته یا متغیرهای پنهان درون‌زای مدل است. این معیار نشان‌دهنده ضریب تعیین مسیر می‌باشد که نشان از میزان تأثیر یک یا چند سازه برون‌زا بر یک سازه درون‌زا دارد و حدود تعریف شده آن عبارت‌اند از: ۰/۱۹، ۰/۳۳ و ۰/۶۷ که

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۴ / شماره ۵۴ / بهار ۱۴۰۲

به ترتیب نشانگر مقادیر ضعیف، متوسط و قوی است. با توجه به جدول ۷ این معیار برای تصمیمات سرمایه‌گذاری برابر ۰/۵۷۶ و برای کارآیی بازار برابر ۰/۸۹۲ است.

جدول ۷- مقدار ضریب تعیین

متغیر	ضریب تعیین
کارآیی بازار	۰/۸۹۲
تصمیمات سرمایه‌گذاری	۰/۵۷۶

منبع: یافته‌های تحقیق

برازش کلی مدل (معیار GOF) و آزمون فرضیه

برازش کلی مدل شامل مدل اندازه‌گیری و مدل ساختاری می‌شود. با تأیید برازش آن، بررسی برازش مدل کامل می‌گردد. نتایج این معیار با سه مقدار ۰/۰۱، ۰/۲۵ و ۰/۳۶ مقایسه می‌شود که به ترتیب بیانگر مقادیر ضعیف، متوسط و قوی برازش کلی مدل است. این معیار از فرمول زیر بدست می‌آید:

$$GOF = \sqrt{(communality) \times (R\ square)}$$

جدول ۸- نتیجه برازش کلی مدل

GOF	R2	Communality
۰/۴۵	۰/۷۳	۰/۶۳

منبع: یافته‌های تحقیق

با توجه به مقدار به دست آمده برای GOF به میزان ۰/۴۵ بوده که بالاتر از مقدار ۰/۳۶ است که نشان از برازش بسیار مناسب مدل دارد.

نتیجه‌گیری و بحث

با افزایش عدم قطعیت‌های آینده، سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه با شرایط ناپایدار مالی روبرو می‌شوند. این بی‌ثباتی، فرآیند تصمیم‌گیری را پیچیده‌تر از هر زمان دیگری کرده است. در چنین شرایطی، برای سرمایه‌گذاران منطقی، استفاده از فرصت‌های موجود و منابع بهتر جهت اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری با استفاده از اطلاعات در دسترس، یک چالش است؛ بنابراین، سوگیری‌های ابتکاری نقش مهمی در فرآیند تصمیم‌گیری، عملکرد سرمایه‌گذاران و کارآیی بازار ایفا می‌کند. در پژوهش حاضر، بر اساس اهمیت موضوع و اهداف آن، سوگیری‌های رفتاری همچون سوگیری نمایندگی، دسترسی پذیری، اتکا و تعدیل و فرااعتمادی و تأثیر آن‌ها بر کارآیی بازار و تصمیمات سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. ایده این پژوهش بر مبنای ادبیات موجود در این زمینه بسط داده شد و جهت برازش

تحلیل تأثیر سوگیری‌های ابتکاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و.../شیره پور، بیات و معافی

مدل و آزمون فرضیه‌های از روش مدل‌سازی معادلات ساختاری مورد آزمایش قرار گرفت. قابل ذکر است تفاوت‌های فرهنگی، به‌ویژه آموزش و تجارب زندگی، می‌تواند بر رفتارها تأثیر بگذارد. بنابراین اعتقاد بر این است که گرایش به سوگیری‌های رفتاری می‌تواند از یک فرهنگ به فرهنگ دیگر متفاوت باشد. همچنین یافته‌های این پژوهش تأکید می‌کند که تصمیمات سرمایه‌گذاران و کارآیی بازار تحت تأثیر سوگیری‌های ابتکاری است.

بر اساس نتایج آزمون فرضیه؛ فراعتمادی تأثیر منفی و معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران حقیقی دارد. این بدان معنا است که سرمایه‌گذاران به دلیل داشتن فراعتمادی نمی‌توانند تصمیمات بهتر و منطقی در مورد سرمایه‌گذاری خود بگیرند. زمانی که سرمایه‌گذار دچار این سوگیری می‌شود، نمی‌تواند خلأهای موجود در تصمیم‌گیری خود را شناسایی کند، در نتیجه احتمال شکست از جانب همان خلأها افزایش می‌یابد. سرمایه‌گذاران فراعتماد تمایل بیشتری به ریسک‌پذیری دارند و تصمیمات ناگهانی بیشتری می‌گیرند؛ لذا به‌طور مداوم خرید و فروش می‌کنند که این امر می‌تواند بر بازدهی آن‌ها تأثیر منفی بگذارد که این یافته با تحقیقات کفایات (۲۰۱۴)، کنگاتاران و کنگاتاران (۲۰۱۴) و سیراجی (۲۰۱۹) همخوانی کارتینی و نادا (۲۰۲۱) دارد و با یافته‌های پژوهش مشتاقی و یزدانی (۱۳۹۵)، ریحان و عامر (۲۰۱۷)، سیف‌الهی و همکاران (۱۳۹۴) در تضاد است. از سویی دیگر فراعتمادی تأثیر مثبت قابل توجهی بر کارآیی بازار دارد. سرمایه‌گذاران فراعتماد، از آنجا که اطلاعات خود را نسبت به دیگران ناچیز می‌پندارند، لذا سعی می‌کنند تا اطلاعات بیشتری را خودشان جمع‌آوری کنند، بنابراین اطلاعات جدیدی به بازار معرفی می‌کنند و احتمال قیمت‌گذاری اشتباه به دلیل سطح بالای عقلانیت در بازار، بسیار ناچیز است. در نتیجه کارآیی بازار بیشتر می‌شود. دلیل دیگر این است که سرمایه‌گذاران دارای فراعتمادی سرمایه‌گذاران فعالی هستند و معاملات بیشتری انجام می‌دهند بنابراین نقدینگی در بازار سرمایه بیشتر می‌شود که این منجر به کارآیی بازار می‌شود. این یافته با نتایج تحقیقات کو و هوانگ (۲۰۰۷) و شاه و همکاران (۲۰۱۲) هم‌راستا است.

نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهد که سوگیری نمایندگی تأثیر مثبتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد، اما این تأثیر، قابل توجه نیست. دلیل اصلی رد این فرضیه این است که سرمایه‌گذار در بخش سوگیری نمایندگی به درستی پاسخ نداده است؛ زیرا انسان تمایل دارد به دیگران نشان دهد که مهارت‌های برتر دارد. از طرف دیگر سرمایه‌گذاران فکر می‌کنند اگر پاسخ درست بدهند و عنوان کنند که دیگران را نمایندگی می‌کنند از ارزش آن‌ها کاسته می‌شود. به همین دلیل است که سرمایه‌گذاران در بخش سوگیری نمایندگی پاسخ صحیح ندادند، در نتیجه این فرضیه رد شد. اما سوگیری نمایندگی تأثیر

منفی و معناداری بر کارایی بازار دارد. زیرا سرمایه‌گذاران دچار سوگیری نمایندگی، عملکرد گذشته سهام را ملاک خرید سهام در زمان فعلی در نظر می‌گیرند و به دنبال سهامی هستند که در گذشته سود زیادی به آن‌ها رسانده است که این امر منجر به تصمیمات معاملاتی اشتباهی می‌شود، در نتیجه قیمت اوراق بهادار از ارزش ذاتی‌اش منحرف می‌شود؛ لذا بازار ناکارآمد می‌شود. این یافته پژوهش با یافته‌های پژوهش هادی (۲۰۱۷) و راوت و همکاران (۲۰۱۸) مطابقت دارد.

بر اساس آزمون فرضیه پژوهش حاضر، سوگیری دسترسی پذیری تأثیر مثبتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد، اما قابل توجه نیست. همان‌طور که در ادبیات پژوهش گفته شد سوگیری‌های رفتاری بر اساس منطقه جغرافیایی و عوامل فرهنگی و اقتصادی اثرات متفاوتی دارند. اما سوگیری دسترسی‌پذیری تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی بازار دارد که موجب افزایش کارایی بازار می‌شود. به بیانی دیگر افرادی که دچار سوگیری دسترسی‌پذیری می‌شوند در موقعیت‌های احتمالی ریسک کمتری متحمل شوند، در نتیجه، بر کارایی بازار اثر می‌گذارد. از طرف دیگر سرمایه‌گذاران مبتلا به سوگیری دسترسی‌پذیری قادر به تنوع بخشیدن سبد سرمایه‌گذاری خود نیستند و سرمایه‌گذاری‌های خود را بر اساس قابلیت بازیابی^{۲۴} انتخاب می‌کنند تا بر مبنای تجزیه و تحلیل؛ لذا مدت زمان سرمایه‌گذاری آن‌ها بیشتر می‌شود و از اختلال در بازار جلوگیری می‌شود، بنابراین؛ کارایی بازار افزایش می‌یابد. این یافته پژوهش با نتایج پژوهش هادی (۲۰۱۷) در تضاد است.

بر اساس آزمون فرضیه، سوگیری اتکا و تعدیل تأثیر مثبت و معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد و باعث بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌شود. چون سرمایه‌گذاران حقیقی معمولاً از قیمت خرید خود به‌عنوان نقطه مرجع استفاده می‌کنند و بازده آینده سهام را بر اساس سودآوری قبلی آن شرکت خاص تخمین می‌زنند. اتکا و تعدیل می‌تواند سرمایه‌گذاران را به این نتیجه برساند که در یک بازه مشخص به معاملات خود ادامه دهند یا انتظار داشته باشند درآمد شرکت با روندهای گذشته مطابقت داشته باشد. این یافته پژوهش با تحقیقات سیراجی (۲۰۱۹)، ریحان و عامر (۲۰۱۷)، کارتینی و نادا (۲۰۲۱) و زینی و همکاران (۱۴۰۰) هم‌راستا است. همچنین سوگیری اتکا تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی بازار دارد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که این سوگیری گاهی منجر به کسب بازده غیرعادی برای سرمایه‌گذار می‌شود. این یافته پژوهش با پژوهش‌های سن و همکاران (۲۰۱۳) و دوک هین و همکاران (۲۰۱۴) نیز هم‌راستا است.

بر اساس یافته‌های پژوهش، پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران سعی کنند تا عوامل رفتاری مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را بهتر شناخته و در دام‌هایی که ریشه در ذهن و روان آن‌ها داشته و به

تحلیل تأثیر سوگیری‌های ابتکاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و.../شیرویه پور، بیات و معافی

علت خطاهای شناختی و احساسی در مسیر آن‌ها پیدا می‌شود نیفتند. بنابراین پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران حقیقی که در خصوص بازار سهام اطلاعات کافی ندارند جهت اجتناب از سوگیری‌های رفتاری به‌جای سرمایه‌گذاری مستقیم، از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری، به سرمایه‌گذاری غیرمستقیم اقدام کنند. بر اساس نتایج، پیشنهاد می‌شود منتشرکنندگان اطلاعات در بورس اوراق بهادار، به روشی مناسب برای انتشار اطلاعات هرچه بیشتر و سریع‌تر و به موقع در مورد بازار برای مردم بیندیشند تا از تأثیر شایعات و جو روانی بر گروه‌ها و افراد در بازار بورس تا حد امکان جلوگیری کند. با توجه اینکه اکثر سرمایه‌گذاران مشغولیت‌های مختلفی دارند و بیشتر آن‌ها کارشناس مالی نیستند؛ زمان کافی برای یادگیری دقیق ارزیابی علمی روندها و نمودارها نداشته و با توجه به اطلاعات دیگران و یا مبتنی بر اقبال اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند. لذا پیشنهاد می‌شود محدودیت‌هایی جهت ورود به بازار سرمایه اعمال شود به طور مثال کلیه افراد ملزم به گذراندن دوره‌های آموزشی مخصوص قبل از ورود به بورس اوراق بهادار شوند که پیشنهاد می‌شود این دوره‌ها مختصر و مفید باشد و علاوه بر آشنایی با انواع تحلیل بنیادی و فنی، مباحث مالی رفتاری سرمایه‌گذاران جهت افزایش سطح دانش و آگاهی افراد ارائه شود.

پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران با تمرکز بر آستانه‌های حدی قیمت، راهبردهای تداوم مشخصی برای خود تعریف و با استفاده از آن‌ها بازده اضافی کسب کنند. همچنین این نکته را به آن‌ها گوشزد می‌کند که با تأثیر گرفتن از سوگیری اتکا و تعدیل، با نزدیک شدن قیمت به آستانه‌های حدی نباید ارزش بنیادی سهام را نادیده بگیرند و راهبرد سرمایه‌گذاری خود را تغییر دهند. یکی از پیامدهای فراعتمادی نبود آینده‌نگری است. بنابراین لازم است تصمیم‌گیرندگان خود را در برابر فراعتمادی مورد محافظت و مشاوران مالی در این زمینه به آن‌ها کمک کنند. سرمایه‌گذاران فراعتماد معاملات پرحجمی انجام می‌دهند و انجام معاملات زیاد غالباً باعث بازده ضعیف در بلندمدت می‌شود؛ در این حالت بهترین پیشنهاد این است که از آن‌ها بخواهیم سوابق تاریخی معاملات خود را مرور و بازده خود را محاسبه کند.

منابع

- ۱) ابراهیمی لیفشاکرد، عباس؛ پاکیزه، کامران و رئیسی‌فر، کامیار، (۱۳۹۸)، بررسی تأثیر ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران بر عملکرد سرمایه‌گذاری با نقش میانجی سوگیری‌های مکاشفه‌ای. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۲(۴۲): ۱۰۷-۱۲۸.
- ۲) اسدی، غلامحسین؛ دولو، مریم و اسکینی، سبحان. (۱۳۹۹). راهبردهای تداوم مبتنی بر نقاط مرجع؛ شواهدی از سوگیری اتکا و تعدیل، مدیریت دارایی و تامین مالی، ۸(۱): ۸۳-۱۰۴.
- ۳) اصولیان، محمد و بازچی، مؤگان. (۱۳۹۸). سوگیری‌های رفتاری، حجم غیرنرمال معاملات و بازده غیرعادی سهام، مدیریت دارایی و تامین مالی، ۷(۴): ۸۱-۹۶.
- ۴) جمشیدی، ناصر و قالیباف اصل، حسن. (۱۳۹۹). تحلیل رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران حقیقی و نهادی بورس اوراق بهادار از منظر بروز سوگیری‌های رفتاری و عوامل مؤثر بر آن، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۳(۴۶): ۱۵۹-۱۷۸.
- ۵) داوری، علی و رضازاده، آرش، (۱۳۹۵)، مدل‌سازی معادلات ساختاری با نرم‌افزار PLS، انتشارات جهاد دانشگاهی واحد تهران، تهران.
- ۶) زینی‌وند، محمد؛ جنانی، محمدحسن؛ همت‌فر، محمود و ستایش، محمدرضا. (۱۴۰۰). سوگیری‌های رفتاری و تصمیمات سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی مبتنی بر اطلاعات تکنیکال در بورس اوراق بهادار تهران. اقتصاد مالی، ۱۵(۵۷): ۲۳۳-۲۵۸.
- ۷) سیف الهی، راضیه؛ کردلوئی، حمیدرضا و دشتی، نادر، (۱۳۹۴)، بررسی مقایسه‌ای عوامل رفتاری در سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی، دانش سرمایه‌گذاری، ۴(۱۵): ۳۳-۵۲.
- ۸) مشتاقی، یوسف؛ یزدانی، ناصر، (۱۳۹۵)، بررسی و شناخت تأثیر عوامل روان‌شناختی با رویکرد خطاهای ادراکی بر فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی، تحقیقات مالی، ۱۸(۴): ۷۳۵-۷۵۲.
- ۹) نیکومرام، هاشم؛ رهنمای رودپشتی، فریدون؛ هیبتي، فرشاد و یزدانی، شهره. (۱۳۹۱). تاثیر سوگیری شناختی سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران بر ارزشیابی سهام، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۵(۱۱): ۶۵-۸۱.

10) Ahmad, M., Shah, A., & Abbass, Y. (2020). The role of heuristic driven biases in entrepreneurial strategic decision making. *Management Decision*, 59(3), 669-691

تحلیل تأثیر سوگیری‌های ابتکاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و.../شیرویه‌پور، بیات و معافی

- 11) Arora, M. and Kumari, S. (2015), Risk taking in financial decisions as a function of age, gender: mediating role of loss aversion and regret, *International Journal of Applied Psychology*, 5(4), 83-89.
- 12) Bakar, S., & Yi, A. (2016). The impact of psychological factors on investors' decision making in Malaysian stock market. *Procedia Economics and Finance*, 35, 319-328.
- 13) Bouteska, A., & Regaieg, B. (2020). Psychology and behavioral finance: Anchoring bias by financial analysts on the Tunisian stock market. *Journal of Business*, 15(1), 39-64.
- 14) Brahmana, R. K. (2012). Psychological Factors on Irrational Financial Decision Making. *Humanomics*, 28(4), 23 257.
- 15) Cen, L., Hilary, G. and Wei, K.J. (2013), The role of anchoring bias in the equity market: evidence from analysts' earnings forecasts and stock returns, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48 (1), 47-76.
- 16) Chong, F.N. (2011), Representative heuristic and after market dynamic of the new listing in Malaysia, *Journal of International Business and Finance*, 9, 675-7262.
- 17) Clark, S. (2014), The availability bias: how the news can hurt your investment decisions, *An Excerpt from Perspectives*, 3(1).
- 18) Duc Hien, N., Quang Hung, T. and Huong Giang, B. (2014), "The impact of the anchoring and adjustment bias on analysts' forecast in vietnam stock market, *Journal of Economics and Development*, 15(3), 59-76.
- 19) Everett, C. R., & Fairchild, R. (2015). A theory of entrepreneurial overconfidence, effort and firm outcomes. *Journal of Entrepreneurial Finance*, 17(1), 1-27.
- 20) Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- 21) Fornell, C., & Larcker, D. (1981). Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error. *Journal of marketing research*, 18(1), 39-50.
- 22) Grežo, M. (2020). Overconfidence and financial decision-making: a meta analysis. *Review of Behavioral Finance*, 13 (3), 276-296.
- 23) Guo, Y., Yao, S., Cheng, H., & Zhu, W. (2020). China's copper futures market efficiency analysis. *Resources Policy*, 68, 1-10.
- 24) Hadi, F. (2017). Impact of biases on perceived market efficiency: case of Pakistani financial market. *Research Journal of Finance and Accounting*, 8(1).

- 25) Jain, J., Walia, N., & Gupta, S. (2019). Evaluation of behavioral biases affecting investment decision making of individual equity investors by fuzzy analytic hierarchy process. *Review of Behavioral Finance*, 12(3), 297-314.
- 26) Kafayat, A. (2014), Interrelationship of biases: effect investment decisions ultimately, *Theoretical and Applied Economics*, 21(6), 85-110.
- 27) Kartini, K., & NAHDA, K. (2021). Behavioral Biases on Investment Decision, *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 1231-1240.
- 28) Kengatharan, L. and Kengatharan, N. (2014), The influence of behavioral factors in making investment decisions and performance, *Asian Journal of Finance & Accounting*, 6(1), 1-23.
- 29) Ko, K. J., & Huang, Z. J. (2007). Arrogance can be a virtue: Overconfidence, information acquisition, and market efficiency. *Journal of Financial Economics*, 84(2), 529-560.
- 30) Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- 31) Merkle, C. (2017). Financial Overconfidence over Time: Foresight, Hindsight, and Insight of Investors. *Journal of Banking & Finance*, 84:68–87.
- 32) Rasheed, M. H., Rafique, A., Zahid, T., & Akhtar, M. W. (2018). Factors influencing investor's decision making in Pakistan. *Review of Behavioral Finance*, 10(1), 70-87.
- 33) Raut, R. K., Das, N., & Mishra, R. (2020). Behaviour of individual investors in stock market trading, *Global Business Review*, 21(3), 818-833.
- 34) Rehan, R., & Umer, I. (2017). Behavioural biases and investor decisions. *Market Forces*, 12(2), 12-20.
- 35) Shah, S. Z. A., Ahmad, M., & Mahmood, F. (2018). Heuristic biases in investment decision-making and perceived market efficiency. *Qualitative Research in Financial Markets*, 10(1), 85-110.
- 36) Shah, S.F., Raza, M.W. and Khurshid, M.R. (2012), Overconfidence and perceived market efficiency, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3(10), 984-997.
- 37) Shiller, R. (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of economic perspectives*, 17(1), 83-104.
- 38) Siraji, M. (2019). Heuristics Bias and Investment Performance: Does Age Matter? *Asian Journal of Economics, Business and Accounting*, 12(4), 1-14.
- 39) Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, *science*, 185(4157), 1124-1131.

تحلیل تأثیر سوگیری‌های ابتکاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و.../شیرویه‌پور، بیات و معافی

40) Waweru, N. M., Munyoki, E., & Uliana, E. (2008). The effects of behavioural factors in investment decision-making, International Journal of Business and Emerging Markets, 1(1), 24-41.

یادداشت‌ها :

-
- 1 Efficient Market Hypothesis
 - 2 Modern Portfolio Theory
 - 3 systematic errors
 - 4 heuristic biases
 - 5 overconfidence bias
 - 6 representative bias
 - 7 anchoring and adjustment bias
 - 8 availability bias
 - 9 overestimation
 - 10 over-placement
 - 11 Overprecision
 - 12 mental stereotypes
 - 13 systematic biases
 - 14 Kafayat
 - 15 Kengatharan and Kengatharan
 - 16 Rehan and Umer
 - 17 Siraji
 - 18 CLARK
 - 19 Ko and Huang
 - 20 Shah
 - 21 Raut
 - 22 Barclay
 - 23 Fornell and larcker
 - 24 retrievability