



تحلیل و بررسی سوگیری های رفتاری موثر در تصمیمات سرمایه گذاران و تعیین اولویت مقوله های شناسایی شده از دیدگاه خبرگان با استفاده از تکنیک دیمتل و روش تحلیل سلسله مراتبی (AHP)

امیرمسعود جهانی

استادیار گروه حسابداری، واحد خرم آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، خرم آباد، ایران (نویسنده مسئول)
Amir.jahani65@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۶/۳۰ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۸/۰۱

چکیده

رفتار هر فرد زمینه‌ساز اتخاذ تصمیمات او در عرصه های مالی بوده و خطا در آن رفتارها تبعات متعددی را به دنبال خواهد داشت. شناخت رفتارها و متعاقباً تصمیمات و رفتار فرد نقش با اهمیتی در ارائه راهکار جهت اصلاح انحرافات موجود دارد. با اشاره به عدم وجود پژوهش عمیق و تا حد امکان جامع، در این خصوص، بررسی دقیق عوامل روانشناختی موثر بر رفتار سرمایه گذاران و میزان اهمیت هر عامل در انجام یک سرمایه‌گذاری، در تحلیل رفتار، توجیه یک تصمیم و ارائه راهکارهای موثر جهت بهبود فرآیند قضاوت و تصمیم‌گیری امری ضروری به نظر می‌رسد. هدف از پژوهش حاضر تحلیل و بررسی سوگیری های رفتاری موثر در تصمیمات سرمایه گذاران و تعیین اولویت مقوله های شناسایی شده از دیدگاه خبرگان با استفاده از تکنیک دیمتل و روش تحلیل سلسله مراتبی (AHP) است. به منظور دستیابی به هدف فوق و با توجه به رویکرد اکتشافی پژوهش و شرایط خاص سرمایه گذاری و بازار سهام کشور، جهت تبیین مدل از روش مصاحبه و رویکرد مبتنی بر نظریه پردازی زمینه بنیان و جهت انتخاب مصاحبه شوندگان از روش نمونه گیری گلوله برفی استفاده شده است. پس از انجام ۱۹ مصاحبه با فعالان بازار سهام طی سال ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۸ اشباع نظری حاصل گردید. سپس، موثرترین عوامل علی، میزان تاثیرگذاری هر یک و بارزترین تورش های رفتاری سرمایه گذاران حقیقی در بازار سهام ایران بر اساس نظرات خبرگان و به ترتیب با استفاده از تکنیک دیمتل و روش تحلیل سلسله مراتبی (AHP) تعیین و رتبه بندی شد. معیارهای روایی محتوایی و روایی سازه و همچنین آلفای کرونباخ نشان دهنده اعتبار بالای پرسشنامه ها بود. نتایج استخراج شده از پرسشنامه ها با روشهای آمار توصیفی و استنباطی (مدل یابی معادلات ساختاری) و با استفاده از Spss و Amos مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج نشان داد که تمامی سوگیری های رفتاری بر تصمیمات سرمایه گذاران تاثیر مستقیم و معنی دار دارند.

واژه‌های کلیدی: سرمایه‌گذاران منفی چولگی بازده سهام.

۱- مقدمه

بی‌شک کارآمدی نظام مالی کشور به عنوان زیر مجموعه‌ای از نظام اقتصادی کشور و روابط متقابل با دیگر اجزا می‌تواند بر کارآمدی سیستم اقتصادی تاثیر بسزایی داشته باشد. بازار سرمایه در این میان به عنوان زیرمجموعه از نظام مالی، از جایگاه ویژه‌ای برخوردار بوده و نقش اساسی در رابطه با جذب و تخصیص سرمایه موجود در جامعه به سمت سرمایه‌گذاری در امر تولید و اشتغال زایی را بر عهده دارد. ورودی سیستم، مهم‌ترین عامل برای انجام صحیح کار در یک سیستم مانند سیستم مالی است. تعیین ورودی به عبارتی سرمایه‌گذاری، در سیستم مالی به تصمیم و رفتار سرمایه‌گذاران بستگی دارد.

سرمایه‌گذاران برای تجزیه و تحلیل این عوامل تنها بر مبنای تحلیل‌های فنی و عقلانی عمل نمی‌کنند. بی‌تردید شناسایی عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و اولویت بندی آنها از نظر میزان اهمیتشان بر تصمیم‌گیری می‌تواند زمینه لازم را برای ارائه خدمات مطلوب به سرمایه‌گذاران فراهم کند و اقدام شایسته‌ای در روند توسعه سرمایه‌گذاری در کشور قلمداد شود. تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بالقوه نیز تحت تاثیر نگرش‌ها و تمایلات آنان به انجام رفتار خاص قرار دارد. حالا با توجه به اینکه بورس اوراق بهادار یکی از ارکان اقتصادی کشور است و رشد و توسعه این سازمان، توسعه اقتصاد ملی را به همراه خواهد داشت، می‌بایست با شناخت بیشتر عوامل روانی، به ذهنیات درونی و در نتیجه رفتارهای بیرونی سرمایه‌گذاران بالقوه به صورتی علمی و حساب‌شده پی برد و موجبات تشخیص بهینه دیدگاه‌ها، نگرش‌ها، حالات و رفتار سرمایه‌گذاران و رشد و پیشرفت در بورس اوراق بهادار را فراهم آورد.

نظر به اینکه سرمایه‌گذاران فعال (حقیقی و نهادی) در بازار بورس نقش بسزایی در عملکرد مناسب آن دارند، شناخت صحیح رفتارهای آنها هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری شان از اهمیت قابل ملاحظه‌ای برخوردار است. همان‌طور که تحقیقات اخیر نشان داده است، افراد آن گونه که نظریه‌های مالی سنتی عنوان می‌کنند به صورت کاملاً عقلایی عمل نمی‌کنند و در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود نظیر تصمیمات خرید، فروش، انتخاب سهام برای معامله، حجم معامله سهام، طول دوره نگهداری سهام و... دچار اشتباهات شناختی و احساسی می‌شوند. سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران به مانند دام‌های رفتاری است که در مسیر آنها قرار گرفته است و برای نیفتادن در این دام‌های رفتاری، شناخت این سوگیری‌ها و آشنایی با راهکارهای دوری جستن از آن ضرورتی حیاتی می‌باشد.

طرفداران مالی رفتاری اعتقاد راسخی دارند که آگاهی از تمایلات روانشناختی در عرصه سرمایه‌گذاری، کاملاً ضروری و نیازمند توسعه جدی دامنه مطالعاتی است و برای کسانی که نقش روانشناسی در دانش مالی را به عنوان عاملی اثرگذار بر بازارهای اوراق بهادار و تصمیمات سرمایه‌گذاران بدیهی می‌دانند، قبول وجود تردید در مورد اعتبار مالی رفتاری دشوار است. موفقیت دانش مالی رفتاری به عنوان یک رشته مستقل دانشگاهی، مرهون پروفیسور ورنون اسمیت می‌باشد. گرچه امروزه تاثیر عوامل و رفتارهای روانشناسی سرمایه‌گذاران در حوزه تصمیم‌گیری یک امر سرنوشت‌ساز می‌باشد و در این رهگذر قانداختلاف نظری بین صاحب نظران و محققان وجود ندارند، اما نحوه تاثیر، کمیت و کیفیت پایایی و استمرار و ... عوامل روانشناسی برای تصمیم‌گیری و نیز متغیرهای محیطی و

سازمانی از جمله موضوعات چالش برانگیز است. (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۱) هدف از این تحقیق تحلیل و بررسی سوگیری های رفتاری موثر در تصمیمات سرمایه گذاران و تعیین اولویت مقوله های شناسایی شده از دیدگاه خبرگان با استفاده از تکنیک دیمتل و روش تحلیل سلسله مراتبی (AHP) است.

۲- مبانی نظری و ادبیات موضوع

مطالعه بر روی تصمیم و تحلیل رفتار سرمایه گذاران در ادبیات مالی تا مدت‌ها بر اساس سبک تحلیلی پردازش اطلاعات و نظریات اقتصاد کلاسیک مانند نظریه مطلوبیت اقتصادی و نظریه رقابت تفسیر می‌شد. در این سبک افراد کاملاً منطقی هستند و عواطف و احساسات بر تصمیم‌گیری آنها تأثیری ندارد. بر اساس اصول بنیادین نظریه مطلوبیت که توسط نویمان و مورگنسترن^۱ (۱۹۴۷) توسعه داده شد، یک سرمایه‌گذار: (۱) کاملاً عقلانی و تصمیم‌های منطقی خواهد گرفت. (۲) قادر به حل مسائل پیچیده خواهد بود. (۳) ریسک‌گریز است و (۴) همواره در صدد آن است که ثروت خود را حداکثر نماید (نگی و ابنبنگر^۲، ۱۹۹۴). در نظریه های مطلوبیت فرض می‌شود که سرمایه‌گذار بر اساس بده و بستان و ارتباط بین بازده و ریسک درصدد است میزان رضایتمندی خود را از ترکیب سرمایه‌گذاری انتخاب شده به حداکثر برساند.

فرض عقلایی بودن سرمایه‌گذاران به عنوان مدل ساده از رفتار انسان یکی از پایه‌های اصلی دانش مالی کلاسیک است و تقریباً تمامی نظریه های مالی کلاسیک مثل نظریه پورتفلیو، بازار کارای سرمایه، مدل قیمت‌گذاری دارایی های سرمایه‌ای و تئوری نمایندگی و یا نظریه های فرعی منشعب از آنها متأثر از این فرض است. انقلاب شناختی که روان‌شناسان را در دهه‌های ۱۹۶۰ و ۱۹۷۰ فراگرفت، تمرکز گسترده‌ای بر عوامل شناختی که بر نگرش، قضاوت و رفتار تأثیر می‌گذارد، داشت. در آن زمان محققان توجه اندکی به نقشی که عواطف و احساسات در فرآیند شناخت بازی می‌کند، داشتند. با این حال در دهه ۸۰ پژوهش‌ها نشان دادند که عواطف و احساسات می‌تواند بر روش‌های قابل اتکا بر قضاوت و تصمیم‌گیری اثر بگذارد (گریفیت و ویچ^۳، ۱۹۷۱: آیسن و دابمن^۴، ۱۹۸۴). به عنوان مثال، لوپز^۵ (۱۹۸۷) معتقد بود احساسات اولیه که باعث ایجاد رفتار ریسک‌پذیری در افراد می‌شود حرص و ترس نیست بلکه امید و ترس است. محققین متعددی نظیر گرت و همکاران^۶ (۲۰۰۵).

با گذشت زمان و انجام پژوهش‌های متعدد، محققان متوجه بسیاری از حرکت‌ها و نابسامانی‌ها در بازارهای مالی شدند که با استفاده از تئوری های مربوط به بازار کار قابل توجه نبود. با بررسی بیشتر رفتار سرمایه‌گذاران، محققان به این نتیجه رسیدند که تصمیم و رفتار یک سرمایه‌گذار تنها تحت تأثیر عوامل اقتصادی قرار نمی‌گیرد بلکه عوامل روانشناختی متعددی نیز وجود دارد که تعیین‌کننده تصمیم یک سرمایه‌گذار است. همراستا با انجام پژوهش‌های متعدد در شاخه روانشناسی جهت اثبات تأثیر عواطف و احساسات بر تصمیم‌گیری افراد و مطرح

1 - Neumann & Morgenstern

2 - Nagy & Obenbenger

3 - Griffiths & Veitch

4 - Isen & Dobman

5 - Lopez

6 - Garret et al.

شدن سبک پردازش شهودی در کنار سبک پردازش تحلیلی، رفتار واقعی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار نیز در قالب موارد نظریه حداکثر کردن مطلوبیت و سایر نظریات اقتصاد کلاسیک را زیر سوال برد.

یکی از نخستین پژوهش‌هایی که از بعد شخصیتی به بررسی عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران پرداخت پژوهش کانمن و تورسکی^۱ در سال ۱۹۷۹ بود. آنها پس از ارائه "تئوری چشم انداز" به این نتیجه رسیدند که تحت شرایط عدم اطمینان، تصمیم‌های انسان به طور سیستماتیک از تصمیم‌های پیش‌بینی شده و کامران عقلایی فاصله می‌گیرد. تئوری چشم انداز از سه فرض اصلی تشکیل می‌شود:

- افراد عقاید متفاوتی نسبت به سود و زیان دارند. لذتی که فرد از مقدار مشخصی سود احساس می‌کند بسیار کمتر از رنجی است که از همان مقدار زیان متحمل می‌شود.
- تلقی نتیجه مورد نظر به عنوان سود یا زیان بستگی به نقطه مبنایی دارد که فرد برای خود در نظر گرفته است. این نقطه مبنا می‌تواند با توجه به میزان دارایی‌ها، درآمد، تجارب گذشته، توقعات آتی شخص و ... تعیین شود.

- افراد معمولاً زمانی که از سرمایه‌گذاری خود در حالت کسب سود هستند نسبت به زمانی که به طور پیوسته متحمل زیان می‌شوند ریسک‌گریزتر هستند.

بر پایه مفروضات مطرح شده در بحث تئوری چشم انداز، این دو محقق چهار عامل رفتاری تاثیرگذار بر رفتار و تصمیم سرمایه‌گذاران تحت عنوان زیان‌گریزی^۲، حسابداری ذهنی^۳، کنترل شخصی^۴ و دوری از تعصب و پیشیمانی^۵ را معرفی نمودند.

بیکر و نوفسینگر^۶ (۲۰۰۲)، پارک و همکاران^۷ (۲۰۱۰)، ترینوگروهو و سمبل^۸ (۲۰۱۱)، بشیر و همکاران^۹ (۲۰۱۳)، کافایات^{۱۰} (۲۰۱۴) و باکار و یی^{۱۱} (۲۰۱۶) نیز دریافته‌اند تورش بیش اطمینانی تاثیر قابل توجهی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران دارد. سرمایه‌گذاران بیش اطمینان، عوامل خطرزا را کمتر از حد و سود مورد انتظار را بیش از حد تخمین می‌زنند. همین عامل سبب تنوع ضعیف سبدهای سرمایه‌گذاری آنان و انجام مبادلات بیش از حد شده که نهایتاً منجر به کسب سود یا بازده کمتر از متوسط بازار می‌گردد. این پژوهش‌ها بیش اطمینانی را به عنوان یک عامل خطر ساز در مدیریت دارایی و به عنوان یک توضیح ساده اما قوی برای حجم بالای معاملات در بازارهای مالی می‌دانند.

1 - Kahneman & Tversky

2 - Risk Aversion

3 - Mental Accounting

4 - Self- Control

5 - Regret Aversion

6 - Baker & Nofsinger

7 - Park et al.

8 - Trinugroho & Sembel

9 - Bashir et al.

10 - Kafayat

11 - Bakar & Yi

با این وجود، علی رغم اینکه تئوری سرمایه‌گذاری استاندارد فرض می‌کند که سرمایه‌گذاران همگی به صورت یکنواخت و با انگیزه‌های یکسان سرمایه‌گذاری می‌کنند، احساسات سرمایه‌گذار می‌تواند بر بازدهی سهام اثر بگذارد و سهام برگزیده توسط سرمایه‌گذاران ممکن است آمادگی کمتری در مقابله با تورش‌های مشخص داشته باشند. (بانرجی و همکاران^۱، ۲۰۲۰)

در مطالعات داخلی نیز، به مطالعه رفتار افراد در بازار سهام پرداخته شده است. به عنوان مثال شمس - الدینی و همکاران (۱۳۹۷) دریافتند اطمینان بیش از حد مدیران، رفتار توده وار و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بازدهی سرمایه‌گذاری ایشان را شکل می‌دهد. جمشیدی و قالیباف (۱۳۹۸) به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران حقیقی تصمیمات معاملاتی ضعیفی می‌گیرند؛ به طوری که سهام خریداری شده توسط آنها عملکرد ضعیف‌تری از سهام فروخته شده دارد؛ به عبارتی سرمایه‌گذاران عمدتاً دچار خطای معاملاتی هستند. علاوه بر این، رفتار برخی از آنها نشان دهنده بیش از یک خطای شناختی است. پشوتنی زاده و همکاران (۱۳۹۹) نیز دریافتند رشد چند برابر ارزش هر یک از دارایی‌های موجود در بازارهای پولی و مالی کشور در یک بازه زمانی کوتاه مدت نشان دهنده بهبود و رشد وضعیت اقتصادی کشور به شمار نمی‌رود؛ بلکه این امر به واسطه جذب سرمایه‌گذاران ناآگاه به این بازارها رخ داده است و می‌تواند پیامدی چون وقوع بحران‌های اقتصادی برای کشور به همراه داشته باشد. با استناد به پژوهش‌های انجام شده می‌توان نتیجه گرفت تصمیمات سرمایه‌گذاران در بازارهای سهام داخلی و خارج کشور تحت تاثیر یک و یا چند خطای شناختی بوده که می‌تواند پیامدهای زیان بار متعددی برای ایشان به همراه داشته باشد. با این وجود، علیرغم اینکه پژوهش‌های متعدد و پراکنده‌ای منطبق بر نظریه مطلوبیت، رقابت و نظریه مالی رفتاری جهت تعیین عوامل موثر بر رفتار و تصمیم افراد انجام گرفته است و در مواردی نیز به صورت غیر مستقیم به تاثیر این عوامل بر رفتار سرمایه‌گذاران اشاره نمودند، عوامل معرفی شده بسیار پراکنده و کلی بوده و در نتیجه نمی‌توان با استناد به آنها رفتار سرمایه‌گذاران در یک جامعه خاص را به صورت بنیادی و اساسی مطالعه و بررسی نمود. بنابراین، فقدان یک مدل جامع از رفتار سرمایه‌گذار (بالفعل و بالقوه) در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری احساس می‌شود. طبیعتاً تبیین این مدل در بستر اقتصادی، اجتماعی، سیاسی و فرهنگی کشورهای مختلف متفاوت خواهد بود و همین‌طور فاکتورهای روانی متعددی را در بر خواهد گرفت. به همین خاطر یک روش پژوهش کیفی و مطالعاتی عمیق تحت عنوان نظریه پردازی زمینه بنیان جهت دستیابی به مدل توصیف شده برگزیده شد. (باری، ۱۳۹۸).

۳- پیشینه پژوهش

۳-۱- پیشینه خارجی

خان^۲ و همکاران (۲۰۱۷) در تحقیقی با عنوان ارائه مدلی برای تبیین انحرافات روانشناختی سرمایه‌گذاران بر مبنای رفتار مومنتوم، به بررسی انحرافات روانشناختی پرداختند. تحقیق حاضر به بررسی مکانیسم‌های روانشناختی

1 - Banerji et al.
2 Khan

بنیادین درباره نحوه تاثیرگذاری بازده پرتفوی ادراک شده قبلی سرمایه‌گذاران روی تجارت و ریسک‌پذیری آن‌ها می‌پردازد. و اینکه آیا این مکانیسم‌های روانشناختی واسطه‌های معناداری هستند یا خیر. جامعه آماری این تحقیق را سرمایه‌گذاران جز مالزیایی تشکیل می‌دهند. نتایج تحقیق نشان می‌دهند که الف. برداشت مثبت سرمایه‌گذاران از بازده پرتفوی ادراک شده گذشته باعث ایجاد خوش‌بینی، بیش‌اطمینانی و گرایش به ریسک در آن‌ها می‌شود؛ ب. این تعصبات و غرض‌ورزی‌های روانشناختی در مقابل موجب گردش سرمایه‌گذاری پرتفوی، هدف‌تجاری، سهامداری پرریسک و میل به ریسک‌پذیری می‌شود؛ و ج. بیش‌اطمینانی، خوش‌بینی و گرایش به ریسک‌پذیری بعنوان واسطه‌های چندگانه پدیدار می‌شوند. از این رو نتیجه می‌گیریم که وجود سوگیری‌های بنیادین موجب زوال رفتارهای مالی می‌شود

کاریوفیلیس و همکاران^۱ (۲۰۱۷) در پژوهشی تحت عنوان «تورش‌های شناختی و رفتاری سرمایه‌گذاران تحت استرس» پیامدهای ناشی از تاثیر دو تورش شناختی به نام محافظه‌کاری و شهود نمایندگی را بر رفتار سرمایه‌گذاران و قیمت اوراق بهادار در ۶۲۲ شرکت حاضر در بورس اوراق بهادار لندن طی سال‌های ۱۹۸۰ تا ۲۰۱۲ مورد مطالعه قرار دادند. این محققان با بهره‌گیری از ساختار تک‌عامله و چندعامله مدل فاما و فرنچ، روند و یکنواختی نرخ‌های عملکرد شرکت‌های انگلیسی برای دوره قبل و بعد از بحران را بر مبنای تئوری‌های مالی رفتاری و با توجه به تورش‌های شناختی بررسی نمودند. بازده‌های غیر عادی بدست آمده توسط مدل چند عامله فاما و فرنچ وجود و وابستگی ۲ تورش شناختی مذکور را تأیید می‌نمود در حالی که در مدل تک‌عامله این موضوع مشاهده نشد.

۲-۳- پیشینه داخلی

رستمی نوروزآباد، صداقت و حبیبی (۱۳۹۲)، در پژوهشی تحت عنوان "بررسی عوامل موثر بر رفتار سرمایه‌گذاران در تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد" ابعادی برای عوامل موثر بر رفتار سرمایه‌گذاران شامل مکان سرمایه‌گذاری، قوانین و مقررات سرمایه‌گذاری، موقعیت سرمایه‌گذاری، امنیت سرمایه‌گذاری، نقدینگی سرمایه‌گذاری و سودآوری سرمایه‌گذاری در نظر گرفتند و رضایت سرمایه‌گذاران را به عنوان متغیر میانجی در پژوهش مورد استفاده قرار دادند. نتایج حاصل از ۳۶۳ پرسشنامه جمع‌آوری شده از جانب سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران نشان می‌دهد ابعاد رفتار سرمایه‌گذاران دارای تاثیر مستقیمی بر رضایت سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری مجدد بوده که از میان این عوامل نقدینگی سرمایه‌گذاری در رتبه اول و قوانین و مقررات سرمایه‌گذاری در رتبه آخر تاثیر قرار دارد.

جمشیدی و قالیباف اصل (۱۳۹۸)، در پژوهشی تحت عنوان «پویاشناسی رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی ۲۸۶۳۰ حساب سرمایه‌گذار حقیقی طی دوره ۱۳۹۱ - ۱۳۹۵ پرداخته و نشان دادند که سرمایه‌گذاران حقیقی تصمیمات معاملاتی ضعیفی می‌گیرند به طوری که سهام خریداری شده توسط آن‌ها عملکرد ضعیف‌تری از سهام فروخته شده دارد؛ به عبارت دیگر دچار خطای معاملاتی هستند. همچنین همراستا با اثر تمایلاتی، سرمایه‌گذاران به فروش سهامی که قیمت آن افزایش یافته و نگهداری سهامی که با افت

2-Kariofyllas et al.

قیمت مواجه شده است تمایل دارند و بازده گذشته سهم را به عنوان معرف بازدهی آینده در نظر می گیرند. علاوه بر این، رفتار برخی از سرمایه گذاران نشان دهنده بیش از یک خطای شناختی است. بیات و همکاران (۱۳۹۹) در مطالعه ای به بررسی تاثیر عوامل رفتاری مدیریت بر کارایی سرمایه گذاری و ارزش شرکت پرداختند. نتایج نشان داد شرکت هایی که کم سرمایه گذاری (بیش سرمایه گذاری) می نمایند، خوش بینی (بدبینی) مدیریت تاثیر معناداری بر میزان سرمایه گذاری شرکت ندارد. همچنین نتایج بیانگر این بود که در بین شرکتهایی که کم سرمایه گذاری (بیش سرمایه گذاری) می نمایند، خوش بینی (بدبینی) مدیریت باعث کاهش ارزش شرکت می شود. نتایج به دست آمده خوش بینی (بدبینی) مدیریت تاثیر بر کارایی سرمایه گذاری ندارد، اما در مواقع ناکارایی سرمایه گذاری باعث کاهش ارزش شرکت می شود.

۴- فرضیه های پژوهش

با توجه به مطالعات انجام شده در داخل و خارج کشور و با اشاره به مبانی نظری بحث شده، فرضیه های پژوهش به شرح زیر مطرح می شوند:

- **فرضیه اصلی ۱:** بازده پرتفوی گذشته منجر به بروز سوگیری های رفتاری شامل خوش بینی، بیش اطمینانی، ریسک گریزی، رفتارهای هیجانی و نوع شخصیت در تصمیم گیری های سرمایه گذاران می شود.
- **فرضیه اصلی ۲:** سوگیری های رفتاری شامل خوش بینی، بیش اطمینانی، ریسک گریزی، رفتارهای هیجانی و نوع شخصیت سرمایه گذاران منجر به بروز نوع رفتارهای مالی شامل گردش پرتفوی، حجم معاملات، تسهیم ریسک و ریسک پذیری سرمایه گذاران می شود.
- **فرضیه اصلی ۳:** تعامل ویژگی های روانشناختی اثر میانجی بر رابطه بازده پرتفوی گذشته و نوع رفتارهای مالی سرمایه گذاران دارد.

۵- روش شناسی پژوهش

جامعه و نمونه آماری پژوهش

بخش کیفی

در بخش کیفی، جامعه آماری شامل خبرگان دانشگاهی و حرفه ای می باشد که با استفاده از نمونه گیری قضاوتی (هدفمند) انتخاب شدند و نظرات و دیدگاه های آن ها به منظور غربال شاخص های تحقیق، اولویت بندی متغیرها و تحلیل ساختاری - تفسیری در چارچوب مصاحبه نیمه ساختاریافته جمع آوری گردید. شناسایی خبرگان در این مرحله مسئله مهمی است و دستیابی به اهداف پژوهش به انتخاب مناسب خبرگان و اعتبار علمی و تخصصی آنان و نه تعداد شرکت کنندگان بستگی دارد. این افراد برخلاف آنچه در پیمایش های کمی معمول است، بر مبنای نمونه گیری احتمالی انتخاب نمی شوند؛ زیرا نیاز به متخصصان واجد شرایطی است که درک و دانش عمیقی از موضوع پژوهش داشته باشند در واقع خبرگان بر اساس دانش خود در حوزه خاص مرتبط با موضوع تحت بررسی

انتخاب می‌شوند. با عنایت به مطالب ذکر شده، روش نمونه‌گیری در این مرحله قضاوتی (هدفمند) و از روش گلوله برفی است. تعداد مناسب اعضا، نکته مهم دیگری است که باید به آن توجه کرد. مانند هر نوع نمونه‌گیری دیگر، حجم نمونه به عواملی مانند امکان دسترسی به افراد، زمان لازم و هزینه گردآوری اطلاعات بستگی دارد. از طرف دیگر، ایجاد اتفاق نظر میان اعضا به‌عنوان هدف از کاربرد این روش، با افزایش آنان دشوارتر می‌شود. هرچند تعداد اعضای خبرگان در پژوهش‌های پیشین از بین ۱۰ تا بیش از ۱۰۰ نفر متغیر بوده است، لکن هنگامی که میان اعضای پانل تجانس وجود داشته باشد، حدود ۱۰ تا ۲۰ عضو توصیه شده است. براین اساس در این پژوهش از دیدگاه ۱۹ نفر از خبرگان مطلع و صاحب‌نظر در حوزه سرمایه‌گذاری در بورس با قیدهای؛ داشتن تخصص و تجربه کافی در زمینه مالی رفتاری، آگاهی عمیق در موضوع پژوهش و وسعت نظر در ارتباط با زمینه پژوهش که دارای سوابق ارزنده علمی، تجربی یا پژوهشی بودند، به عنوان اعضای پانل خبرگان استفاده شد.

بخش کمی

در این قسمت، ضمن بهره‌گیری از استراتژی پیمایش، اطلاعات مورد نیاز در این بخش از جامعه آماری پژوهش با استفاده از ابزار پرسشنامه محقق ساخته (با استفاده از مرور ادبیات موضوع پیشینه پژوهش و نتایج حاصل از مصاحبه‌ها)، جمع‌آوری گردید. جامعه آماری مورد مطالعه این پژوهش سرمایه‌گذاران حقیقی در سازمان بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند که تعداد آنها محدود می‌باشد. با توجه به اینکه متغیرها (سوالات) از نوع چند ارزشی با مقیاس فاصله‌ای بوده و حجم جامعه محدود می‌باشد، بنابراین حجم نمونه در سطح اطمینان ۹۵٪ و خطای قابل قبول ۵٪ و انحراف معیار از فرمول زیر بدست می‌آید (مومنی و قیومی، ۱۳۸۶).

$$n = \frac{\frac{Z^2 pq}{d^2}}{1 + \frac{1}{N}(\frac{Z^2 pq}{d^2} - 1)} = \frac{\frac{1.96^2 0.50.5}{0.05^2}}{1 + \frac{1}{10844000}(\frac{1.96^2 0.50.5}{0.05^2} - 1)} \cong 385$$

Z = مساحت زیر منحنی نرمال

P = نسبت داشتن ویژگی مورد نظر

q = نسبت نداشتن ویژگی مورد نظر

d = دقت برآورد (حداکثر خطای حدی پژوهش)

N = حجم جامعه آماری

بنابراین حجم نمونه آماری مربوط به مشتریان ۳۸۵ نفر می‌باشد.

همانگونه که در فرمول دیده می‌شود، حجم نمونه تقریباً برابر با ۳۸۵ نفر است. برای رسیدن به این حجم نمونه و بازگشت تعداد مطلوب در مجموع ۴۰۰ پرسشنامه توزیع گردید، که نهایتاً ۳۷۲ پرسشنامه جمع‌آوری شد.

برای نمونه‌گیری می‌توان از روشهای متنوعی استفاده کرد. اگر تعداد جامعه آماری مشخص و تعداد آنها زیاد باشد و کلیه افراد جامعه با هم متجانس باشند، شانس همه برای انتخاب شدن با هم یکسان است. لذا از روش نمونه‌گیری تصادفی ساده استفاده می‌شود (سرمد و همکاران، ۱۳۹۰).

روش نمونه گیری در این تحقیق به صورت نمونه گیری تصادفی ساده است چون جامعه آماری از سرمایه گذاران می باشد و برای تکمیل پرسشنامه می بایست به تالار بورس و اوراق بهادار تهران اقدام کرد به صورت تصادفی انتخاب خواهند شد.

۶- نتایج پژوهش

۱-۶ تحلیل توصیفی متغیرهای پژوهش

جهت تحلیل توصیفی متغیرهای پژوهش از پارامترهای مرکزی (میانگین، میانه و مد) و پارامترهای پراکندگی (انحراف معیار، واریانس و دامنه تغییرات) مطابق جدول شماره ۴، استفاده شده است.

جدول (۴). تحلیل توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	تعداد	میانگین	میانه	انحراف معیار
باور گرایی	۲۸۷	۳/۵۹	۳/۱۵	۱/۰۲۸
توان پنداری	۲۸۷	۳/۵۴	۳/۳۷	۱/۰۴۱
رویداد گرایی	۲۸۷	۳/۹۱	۳/۳۶	۱/۰۷۷
سازگارگرایی	۲۸۷	۳/۹۴	۳/۵۸	۰/۸۹۹
آشناگرایی	۲۸۷	۳/۹۶	۳/۴۲	۰/۷۷۶
نمانگری	۲۸۷	۳/۳۳	۳/۰۲	۰/۸۷۰
کوتاه نگری	۲۸۷	۳/۳۷	۳/۱۱	۰/۶۵۵
ابهام گریزی	۲۸۷	۳/۷۲	۳/۵۴	۱/۰۹۱
دیرپذیری	۲۸۷	۳/۵۸	۳/۴۷	۰/۹۳۸
پشیمان گریزی	۲۸۷	۳/۴۶	۳/۱۸	۰/۸۳۷
دگرگون گریزی	۲۸۷	۳/۳۲	۳/۲۴	۰/۷۴۹
خوداسنادی	۲۸۷	۳/۶۹	۳/۴۶	۰/۶۳۶
بهینه بینی	۲۸۷	۳/۱۸	۳/۰۱	۱/۱۱۷
تازه گرایی	۲۸۷	۳/۲۷	۳/۱۴	۰/۹۸۱
مومنتوم بازده پرتفوی در گذشته	۲۸۷	۳/۴۴	۳/۱۲	۰/۹۲۵
شخصیت	۲۸۷	۴/۶۵	۴/۳۴	۰/۸۴۶
گردش پرتفوی	۲۸۷	۳/۲۱	۳/۰۳	۰/۷۵۹
حجم معاملات	۲۸۷	۳/۶۹	۳/۱۷	۰/۶۹۲
تسهیم ریسک	۲۸۷	۳/۱۸	۳	۱/۰۱۹
تمایل به ریسک	۲۸۷	۳/۲۶	۳/۰۶	۰/۷۸۲

بر اساس آمار توصیفی متغیرهای پژوهش، تمامی متغیرها دارای میانگین بزرگتر از حد وسط لیکرت هستند، بنابراین همه متغیرها از اهمیت بالایی برخوردار هستند. بزرگترین میانگین مربوط به متغیر آشناگرایی است (۳/۹۶). همچنین انحراف معیار همه متغیرها کمتر از ۲ است بنابراین تمامی متغیرها از سطح پراکندگی یکسانی برخوردارند. کمترین انحراف معیار مربوط به متغیر کوتاه‌نگری است (۰/۶۵۵). نزدیکی میانه به میانگین، دلیلی بر نرمال بودن توزیع جامعه است.

۲-۶- آزمون فرضیه‌ها

بررسی فرضیه اول

فرضیه اول: بازده پرتفوی گذشته منجر به بروز سوگیری‌های رفتاری شامل خوش بینی، بیش اطمینانی، ریسک‌گریزی، رفتارهای هیجانی و نوع شخصیت در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران می‌شود؟
 H0: بازده پرتفوی گذشته منجر به سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران نمی‌شود.
 H1: بازده پرتفوی گذشته منجر به سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران می‌شود.
 بر اساس مدل طراحی شده، به بررسی تأثیر بازده پرتفوی گذشته بر رفتارهای (خوش بینی، بیش اطمینانی، ریسک‌گریزی، هیجانی و نوع شخصیت) پرداخته شده است.

جدول (۵). تأثیر بازده پرتفوی گذشته بر رفتارهای (خوش بینی، بیش اطمینانی، ریسک‌گریزی، هیجانی و نوع شخصیت)

متغیر مستقل	متغیر وابسته	بارعاملی	آماره t	سطح معناداری	وضعیت
بازده پرتفوی گذشته	رفتار خوش بینی	۰/۴۱	۴/۸۹	۰/۰۰۰	تأیید
	رفتار فراعتمادی	۰/۴۵	۴/۹۷	۰/۰۰۰	تأیید
	رفتار ریسک‌گریزی	۰/۳۷	۳/۳۸	۰/۰۰۰	تأیید
	رفتار هیجانی	۰/۳۲	۳/۲۹	۰/۰۰۰	تأیید
	شخصیت	۰/۵۱	۵/۴۷	۰/۰۰۰	تأیید

قدر مطلق بارعاملی استاندارد میان متغیرهای بازده پرتفوی گذشته بر رفتارهای سرمایه‌گذاران (خوش بینی، بیش اطمینانی، ریسک‌گریزی، هیجانی و نوع شخصیت)، بالاتر از ۰/۳ به دست آمده است. مقدار آماره تی نیز در هر پنج رابطه از ۱/۹۶ بزرگتر بوده و نشان می‌دهد همبستگی مشاهده شده معنادار است. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ بازده موردانتظار پرتفوی بر رفتارهای (خوش بینی، بیش اطمینانی، ریسک‌گریزی، هیجانی و نوع شخصیت)، مثبت و معنی‌دار است. بیشترین تأثیر بر شخصیت است (۰/۵۱). کمترین تأثیر بر رفتار هیجانی است (۰/۳۲).

بررسی فرضیه دوم:

فرضیه دوم: سوگیری‌های رفتاری شامل خوش بینی، بیش اطمینانی، ریسک‌گریزی، رفتارهای هیجانی و نوع شخصیت سرمایه‌گذاران منجر به بروز نوع رفتارهای مالی شامل گردش پرتفوی، حجم معاملات، تسهیم ریسک و ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران می‌شود.

H0: سوگیری های رفتاری سرمایه گذاران منجر به بروز نوع رفتارهای مالی سرمایه گذاران نمی شود.
 H1: سوگیری های رفتاری سرمایه گذاران منجر به بروز نوع رفتارهای مالی سرمایه گذاران می شود.
 براساس مدل طراحی شده ، به بررسی تأثیر سوگیری های رفتاری منجر به (گردش پرتفوی، حجم معاملات، تسهیم ریسک و تمایل به ریسک) پرداخته شده است.

جدول (۶). تأثیر سوگیری های رفتاری بر رفتارهای مالی سرمایه گذاران (گردش پرتفوی، حجم معاملات، تسهیم ریسک و ریسک پذیری)

متغیر مستقل	متغیر وابسته	بارعاملی	آماره t	سطح معناداری	وضعیت
رفتار خوش بینانه	گردش پرتفوی	۰/۴۵	۵/۱۹	۰/۰۰۰	تأیید
	حجم معاملات	۰/۳۳	۳/۳۷	۰/۰۰۰	تأیید
	تسهیم ریسک	۰/۳۸	۳/۸۹	۰/۰۰۰	تأیید
	تمایل به ریسک	۰/۴۲	۴/۶۸	۰/۰۰۰	تأیید
رفتار بیش اطمینانی	گردش پرتفوی	۰/۳۶	۳/۴۲	۰/۰۰۰	تأیید
	حجم معاملات	۰/۳۳	۳/۲۱	۰/۰۰۰	تأیید
	تسهیم ریسک	۰/۴۴	۵/۴۷	۰/۰۰۰	تأیید
	تمایل به ریسک	۰/۴۲	۴/۶۴	۰/۰۰۰	تأیید
رفتار ریسک گریزی	گردش پرتفوی	-۰/۵۳	-۶/۵۸	۰/۰۰۰	تأیید
	حجم معاملات	-۰/۴۷	-۵/۴۳	۰/۰۰۰	تأیید
	تسهیم ریسک	-۰/۴۸	-۵/۴۹	۰/۰۰۰	تأیید
	تمایل به ریسک	-۰/۵۴	-۶/۶۸	۰/۰۰۰	تأیید
رفتار هیجانی	گردش پرتفوی	۰/۴۶	۵/۸۶	۰/۰۰۰	تأیید
	حجم معاملات	۰/۴۳	۵/۳۵	۰/۰۰۰	تأیید
	تسهیم ریسک	۰/۵۲	۶/۵۱	۰/۰۰۰	تأیید
	تمایل به ریسک	۰/۴۶	۵/۸۳	۰/۰۰۰	تأیید
شخصیت	گردش پرتفوی	۰/۳۷	۳/۴۲	۰/۰۰۰	تأیید
	حجم معاملات	۰/۴۱	۵/۶۴	۰/۰۰۰	تأیید
	تسهیم ریسک	۰/۳۲	۳/۱۸	۰/۰۰۰	تأیید
	تمایل به ریسک	۰/۳۵	۳/۳۶	۰/۰۰۰	تأیید

قدر مطلق بارعاملی استاندارد میان تمامی متغیرهای سوگیری های رفتاری منجر بر (گردش پرتفوی ، حجم معاملات ، تسهیم ریسک و تمایل به ریسک)، بالاتر از ۰/۳ به دست آمده است. مقدار آماره تی نیز در تمامی رابطه ها از ۱/۹۶ بزرگتر بوده و نشان می دهد همبستگی مشاهده شده معنادار است. بنابراین با اطمینان ۹۵٪ تأثیر

تمامی متغیرهای سوگیری های رفتاری منجر بر (گردش پرتفوی، حجم معاملات، تسهیم ریسک و تمایل به ریسک)، مثبت و معنی دار است. بیشترین تأثیر، تأثیر رفتار هیجانی بر تسهیم ریسک است (۰/۵۲). کمترین تأثیر، تأثیر شخصیت بر تسهیم ریسک است (۰/۳۲).

بررسی فرضیه سوم:

فرضیه سوم: تعامل ویژگی های روانشناختی اثر میانجی بر رابطه بازده پرتفوی گذشته و نوع رفتارهای مالی سرمایه گذاران دارد.

H0: تعامل ویژگی های روانشناختی اثر میانجی بر رابطه بازده پرتفوی گذشته و رفتارهای مالی سرمایه گذاران ندارد.
 H1: تعامل ویژگی های روانشناختی اثر میانجی بر رابطه بازده پرتفوی گذشته و رفتارهای مالی سرمایه گذاران دارد.
 براساس مدل طراحی شده، به بررسی تأثیر رفتار فراعتمادی منجر بر (گردش معاملات، حجم معاملات) پرداخته شده است:

جدول (۷). اثر میانجی ویژگی های روانشناختی بر رابطه بازده پرتفوی گذشته و رفتارهای مالی سرمایه گذاران

متغیر مستقل	متغیر وابسته	متغیر میانجی	تأثیر مستقل بر میانجی	تأثیر میانجی بر وابسته	تأثیر در حالت میانجی	وضعیت
بازده پرتفوی گذشته	گردش پرتفوی	خوش بینی	۰/۴۱	۰/۴۵	۰/۵۹	تأیید
		بیش اطمینانی	۰/۴۵	۰/۳۶	۰/۵۶	تأیید
		ریسک‌گریزی	۰/۳۷	-۰/۵۳	۰/۱۷	عدم تأیید
		هیجانی	۰/۳۲	۰/۴۶	۰/۴۶	تأیید
		شخصیت	۰/۵۱	۰/۳۷	۰/۷۰	تأیید
بازده پرتفوی گذشته	حجم معاملات	خوش بینی	۰/۴۱	۰/۳۳	۰/۵۴	تأیید
		بیش اطمینانی	۰/۴۵	۰/۳۳	۰/۶	تأیید
		ریسک‌گریزی	۰/۳۷	-۰/۴۷	۰/۲	عدم تأیید
		هیجانی	۰/۳۲	۰/۴۲	۰/۴۵	تأیید
		شخصیت	۰/۵۱	۰/۴۱	۰/۷۲	تأیید
بازده پرتفوی گذشته	تسهیم ریسک	خوش بینی	۰/۴۱	۰/۳۸	۰/۵۶	تأیید
		بیش اطمینانی	۰/۴۵	۰/۴۴	۰/۶۵	تأیید
		ریسک‌گریزی	۰/۳۷	-۰/۴۸	۰/۱۹	عدم تأیید
		هیجانی	۰/۳۲	۰/۵۲	۰/۴۸	تأیید
		شخصیت	۰/۵۱	۰/۳۲	۰/۶۷	تأیید
بازده پرتفوی گذشته	تمایل به ریسک	خوش بینی	۰/۴۱	۰/۴۲	۰/۵۸	تأیید
		بیش اطمینانی	۰/۴۵	۰/۴۲	۰/۶۴	تأیید
		ریسک‌گریزی	۰/۳۷	-۰/۵۴	۰/۱۷	عدم تأیید

وضعیت	تأثیر در حالت میانجی	تأثیر میانجی بر وابسته	تأثیر مستقل بر میانجی	متغیر میانجی	متغیر وابسته	متغیر مستقل
تأیید	۰/۴۷	۰/۴۶	۰/۳۲	هیجانی		
تأیید	۰/۶۹	۰/۳۵	۰/۵۱	شخصیت		

براساس نتایج به دست آمده، بیش اطمینانی، خوش بینی، ریسک گریزی و هیجانی نقش میانجی مثبت در رابطه بازده پرتفوی گذشته و رفتارهای مالی سرمایه گذاران دارند. در صورتی که ریسک گریزی نقش میانجی منفی دارد.

۷- نتیجه گیری کلی و تفسیر فرضیه ها:

در این تحقیق بازده پرتفوی گذشته به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شد. این متغیر بازتاب خوبی از احساسات سرمایه گذاران است. این احساسات عبارت اند از تصور سرمایه گذاران از اینکه در آینده نزدیک، بازار افتان یا خیزان است. به بیان دیگر احساسات سرمایه گذاران و انتظارات آن ها از روند آتی قیمت ها در بازار سرمایه است. بنابراین نتایج این بازده سبب بروز رفتارهای احساسی می شود. بنابراین بر اساس اهمیت رفتار سرمایه گذاران و اهمیت ویژگی های شخصی و روان شناختی در بازار سرمایه، در این تحقیق نشان داده شد که بازده پرتفوی گذشته بر ویژگی های روان شناختی خوش بینی، بیش اطمینانی، ریسک گریزی و هیجانی و همچنین شخصیت تأثیر مستقیم دارد. نتیجه تازه این تحقیق تأثیر بازده پرتفوی گذشته بر خوش بینی سرمایه گذاران، بیش اطمینانی و نگرش نسبت به ریسک است. میل به نشان دادن خوش بینی، بیش اطمینانی و نگرش نسبت به ریسک در واکنش به ادراک بازده پرتفوی های گذشته با مفهوم قاعده اکتشافی فراگیری تقویتی ساده، قاعده اکتشافی همسو است. تأثیر بازده پرتفوی گذشته روی خوش بینی با این حقیقت توضیح داده می شود که وقتی سرمایه گذاران تصمیمی می گیرند بیشتر روی بازده پرتفوی قبلی شان مانور داده و فرض می کنند که بازده بالاتری در گذشته داشته اند. آن ها همین دیدگاه مثبت را به سرمایه گذاری پرتفوی آینده شان تعمیم می دهند. آن ها انتظار دارند که پرتفوی شان نسبت به گذشته عملکرد بهتری داشته باشد. همین باعث می شود که سرمایه گذاران نسبت به سرمایه گذاری پرتفوی شان در آینده خوش بین شوند. تأثیر بازده پرتفوی گذشته روی بیش اطمینانی سرمایه گذاران از میل و گرایش آن ها به تأکید روی بازده پرتفویهای قبلی شان توصیف می شود اما آن ها بازده های مثبت شان را به مهارت، تجربه، عملکرد و کیفیت اطلاعات شخصی شان در سرمایه گذاری نسبت می دهند. مرکل (۲۰۱۳) نیز به نتایج مشابهی دست یافته است که موفقیت ادراک شده باعث بیش اطمینانی سرمایه گذاران می شود. جدای از خوش بینی و بیش اطمینانی، سرمایه گذاران در واکنش به بازده پرتفویهای گذشته شان کمتر ریسک گریز می شوند. بازده ادراک شده پرتفوی گذشته باعث می شود که تحمل سرمایه گذاران نسبت به ریسک بیشتر شود و در نتیجه نگرش بالاتری نسبت به ریسک از خود نشان دهند این نتیجه با یافته های هافمان و پست (۲۰۱۵) همسو است.

دیگر یافته این تحقیق تاثیر خوش بینی روی سرمایه‌گذاری سهام پرریسک سرمایه‌گذار و میل به ریسک‌پذیری در آن‌ها بوده که برحسب سرمایه‌گذاری در پرتفوی محاسبه می‌شود. مطالعات قبلی نشان می‌دهند که خوش بینی که بعنوان خوش بینی مالی، خوش بینی گرایش و خوش بینی آینده‌نگری تعریف می‌شود تاثیر قابل توجهی روی گزینه‌های پرتفوی پرریسک‌تر می‌گذارد. یعنی سرمایه‌گذاران خوش بین، ریسک و نوسان سرمایه‌گذاری پرریسک‌تر را کمتر از میزان واقعی تخمین می‌زنند، که علتش انتظارات از بازده درآمدی بالا، دستیابی به اهداف سرمایه‌گذاری و ارتقای عملکرد است این سوگیری رفتاری موجب سرمایه‌گذاری بیشتر در سهام پرریسک و میل بیشتر به ریسک‌پذیری، افزایش حجم معاملات و به دنبال آن عدم تنوع پرتفوی و در نتیجه کاهش بازدهی می‌شود. بیش اطمینانی و رفتار هیجانی نیز همانند خوش بینی احتمال سرمایه‌گذاری بیشتر روی سهام پرریسک را افزایش می‌دهد. این یافته نیز با نتایج اودین (۱۹۹۸)، نوزیک و وبر (۲۰۱۰)، مرکل (۲۰۱۳) در بازارهای پیشرفته همسو است. این سوگیری‌های روانشناختی، گردش پرتفوی سرمایه‌گذاران و قصد آن‌ها برای سرمایه‌گذاری را تبیین می‌کنند. بیش اطمینانی سرمایه‌گذاران به مهارت، تجربه، عملکرد و کیفیت اطلاعات سرمایه‌گذاری‌شان باعث شده تا درباره این ویژگی‌های سرمایه‌گذاری در مقایسه با میانگین سرمایه‌گذاران اغراق کنند. این ارزیابی مثبت از خود که باعث سرمایه‌گذاری بیشتر می‌شود، گردش مالی پرتفوی و حجم معاملات را افزایش می‌دهد. تاثیر بیش اطمینانی روی قصد سرمایه‌گذاری بر ادبیات موضوع مالی تاثیر گذاشته است. همانند خوش بینی، نگرش نسبت به ریسک نیز روی میل ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران تاثیر داشته است. این نتیجه با یافته‌های وبر و همکاران (۲۰۱۳) همخوانی دارد که به تاثیر نگرش نسبت به ریسک روی ریسک‌پذیری فرضی در انگلستان پرداختند.

مهمترین نتیجه پژوهش حاضر واسطه‌های چندگانه بین بازده پرتفوی گذشته و رفتارهای مالی بود. بیش اطمینانی و خوش بینی همزمان رابطه بین بازده پرتفوی گذشته و سرمایه‌گذاری سهام پرریسک را تعدیل می‌کنند. این مجرای میانجی‌گری و تعدیل‌کننده جدید است. از آن لحاظ که مطالعات قبلی یا تاثیر بازده‌های قبلی روی خوش بینی و بیش اطمینانی را دریافته بودند یا تاثیر خوش بینی و بیش اطمینانی روی ریسک‌پذیری. تحقیق حاضر اما این دو شاخه ادبیات موضوع را بهم پیوند داده و تاثیرات واسطه‌ها و میانجی‌های چندگانه را نشان می‌دهد. افزون بر اینکه، خوش بینی و نگرش نسبت به ریسک بعنوان واسطه‌های چندگانه بین بازده پرتفوی ادراک شده قبلی و میل به ریسک‌پذیری هستند. یافته‌ای که جدید محسوب می‌شود چرا که دو ادبیات موضوع متفاوت را با هم ادغام می‌کند. بطور کلی نتایج تحقیق نشان می‌دهند که الف. همراستا با یادگیری تقویتی ساده، قواعد اکتشافی، بازده مثبت پرتفوی گذشته سرمایه‌گذاران باعث ایجاد خوش بینی، بیش اطمینانی، رفتار هیجانی و دیدگاه و نگرش ریسک‌پذیر در آن‌ها می‌شود؛ ب. این سوگیری‌های روانشناختی رفتاری در مقابل موجب گردش پرتفوی سرمایه‌گذاری، افزایش حجم معاملات، تسهیم ریسک و میل به ریسک‌پذیری می‌شود؛ و ج. بیش اطمینانی، خوش بینی، رفتار هیجانی، شخصیت و نگاه ریسک‌پذیر بعنوان واسطه‌های چندگانه (میانجی) پدیدار می‌شوند. از این رو نتیجه می‌گیریم که وجود این سوگیری‌های موجب زوال رفتارهای مالی می‌شود.

در نهایت نتایجی که از این تحقیق برآمده است، را می توان از جهات مختلفی بیان نمود؛ اول، علاوه بر این که احساسات سرمایه گذاران به عنوان یکی از عوامل تأثیرگذار در جریان سرمایه و حرکت بازار سرمایه است، بررسی رابطه بین رفتارهای احساسی، تصمیم گیری احساسی سرمایه گذاران و کارایی سرمایه گذاری شرکت ها، می تواند سبب افزایش آگاهی مدیران و سرمایه گذاران شده تا بادانسی بیشتر از اتلاف منابع کمیاب اقتصادی جلوگیری به عمل آورند. دوم، انجام این پژوهش سبب افزایش اطمینان سرمایه گذاران نسبت به وجود تبعات منفی تصمیمات مبتنی بر احساسات و ترغیب هر چه بیشتر آن ها به اجتناب از بروز رفتارهای احساسی می شود. سوم، این پژوهش بر اساس بازار سرمایه کنونی و رفتار سرمایه گذاران در زمان حاضر انجام شده است، بنابراین رفتار سرمایه گذارانی مورد بررسی قرار می گیرد که در دهه اخیر نیز از سوی سیاست گذاران اقتصادی در سند چشم انداز توسعه کشور و ابلاغیه سیاست های کلی اصل چهل و چهار قانون اساسی نیز مورد توجه بوده اند و بازیگران اصلی در بازار سرمایه هستند. چهارم، بازار سهام ایران همانند سایر بازارهای سهام موجود در دنیا، در برابر احساسات سرمایه گذاران تسلیم و به راحتی کارایی خود را در زمینه تخصیص بهینه سرمایه از دست می دهد. لذا نتایج به دست آمده از تأثیر احساسات و ویژگی های روان شناختی و شخصیتی در این تحقیق، برای سوق دادن بازار به سمت عقلانیت و از طرفی دیگر به عنوان مبنای طراحی راهبردهای سرمایه گذاری برای مدیران سرمایه گذاری حائز اهمیت است.

فهرست منابع

- * اسلامی بیدگلی، غلامرضا، شهریاری، سارا، «بررسی و آزمون رفتاری توده وار سرمایه گذاران با استفاده از انحرافات بازده سهام از بازده کل بازار در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴»، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۹، پاییز ۱۳۸۶
- * بیات، مرتضی، نوروزی، محمد، میراشرفی، زهرا، پورموسوی، علی اکبر (۱۳۹۹). تأثیر عوامل رفتاری مدیریت بر کارایی سرمایه گذاری و ارزش شرکت. پژوهش های تجربی حسابداری، سال نهم، شماره ۳۵، صفحه ۷۶-۵۳.
- * پشوتنی زاده، هومن؛ رعنائی، حبیب الله؛ عباسی، عباس و حقیقی، محمد هاشم (۱۳۹۹). "مدلسازی تأثیرات عوامل رفتاری و کلان اقتصادی بر شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رویکرد پویایی شناسی سیستمی"، نشریه چشم انداز مدیریت مالی، شماره ۲۹ (۱)، ۸۹-۱۲۴.
- * جمشیدی، ناصر و قالیباف اصل، حسن (۱۳۹۸)، "پویایی شناسی رفتار سرمایه گذاران حقیقی و نهادی در بورس اوراق بهادار تهران"، چشم انداز مدیریت مالی، شماره ۲۵ (۱)، ۱۰۱-۱۲۰.
- * جمشیدی، ناصر و قالیباف اصل، حسن (۱۳۹۷). "بررسی تأثیر شخصیت سرمایه گذاران بر رفتار معاملاتی و عملکرد سرمایه گذاری آنان". شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، ۲۰ (۱)، ۷۵-۹۰.
- * رهنمای رود پستی، فریدون، ناطق گلستان، احمد، یعقوب نژاد، احمد (۱۳۹۴) ارائه الگوی ذهنی ادراک ریسک سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه دانش سرمایه گذاری، سال چهارم، شماره سیزدهم.
- * رهنمای رودپستی، فریدون، و وحید زندیه (۱۳۹۱) مالی رفتاری و مالی عصبی"، انتشارات جنگل، تهران.

- * رهنمای رودپشتی، فریدون (۱۳۹۱) حسابداری مدیریت رفتاری (رویکرد نوآوری، ارزش آفرینی و کارآفرینی) انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی - سازمان چاپ و انتشارات.
- * رستمی نوروزآباد، مجتبی، صداقت، پرستو، حبیبی، فاتح (۱۳۹۲). "عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران در تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد در بازار بورس اوراق بهادار تهران"، چشم انداز مدیریت مالی، شماره ۱۰، صفحات ۶۹-۹۴.
- * شمس‌الدینی، کاظم؛ دانشی، وحید و سیدی، فاطمه. (۱۳۹۷). "بررسی تاثیر رفتار سرمایه‌گذاران و مدیریت بر بازدهی سهام" دانش حسابداری. شماره ۹(۲)، ۱۶۳-۱۸۹.
- * 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
- * Baker, H. K., and Nofsinger, J. R. (Eds.). (2010). Behavioral finance: investors, corporations, and markets (Vol. 6). John Wiley & Sons.
- * Baker, K & Nofsinger, J (2002), "Psychological Biases of Investors", *Financial Services Review*, 11(2), 97 – 116.
- * Banerji, Joyita. Kundu, Kaushik. Alam, Parveen. (2020) "Influence of Behavioral Biases on Investment Behavior", *SCMS Journal of Indian Management*, 17(1), 81-98.
- * Bashir, D. Javad, A. Ali, U. Meer, U & Naseem, M (2013). "Empirical Testing of Heuristic Interrupting the Investor's Rational Decision Making", *European Scientific Journal*, 9(28), 1857 – 1881.
- * Garret, I., Kamstra., M., Kramer., (2005), "Winter Blues and Time Variation in the Price of Risk", *Journal of Empirical Finance*, 12 (3), 291 – 316.
- * Griffit, W & Veitch, R (1971). "Hot and crowded: Influence of population density and temperature on interpersonal affective behavior". *Journal of Personality and Social Psychology*, 17(1), 92-98.
- * Kafayat, A (2014), "Interrelationship of Biases: Effect Investment Decisions Ultimately", *Theoretical and Applied Economics*, 21(6). 85 – 110.
- * Kahnemann D, A Tversky (1979). "Prospect theory: An analysis of decision under risk", *Econometric a*, Vol. 47: 263-291.
- * Kariofyllas, S. Dionisis, P. & Costas, S (2017). "Cognitive Biases in Investors' Behaviour Under Stress: Evidence from the London Stock Exchange," *International Review of Financial Analysis*, 54(C), 54-62.
- * Khan, Mohammad Tariqul Islam & Tan, Siow-Hooi & Chong, Lee-Lee, 2017. "How past perceived portfolio returns affect financial behaviors-The underlying psychological mechanism," *Research in International Business and Finance*, Elsevier, vol. 42(C), pages 1478-1488.
- * Lopez, L. (1987). "Between Hope and Fear: The Psychology of Risk", *Advances in Experimental Social Psychology*, 20, 225 – 295.
- * Nagy & Obenberger (1994), "Factors influencing investor behavior", *Financial Analysts Journal*, 50(2), 63-68.
- * Neumann, J & Morgenstern, O (1947). "Theory of games and economic behavior", 2nd ed. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- * Odean, T. (1998). Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? *The Journal of Finance*, 53(5), 1775-1798.
- * Park, J., Konana, P., Gu, B., Kumar, A & Raghunathan, R. (2010). "Confirmation Bias, Overconfidence and Investment Performance", *The University of Texas at Austin: McCOMBS School of Business*, No. IROM-07-10. 1-59.

- * Weber, B., Jermann, F., Gex-Fabry, M., Nallet, A., Bondolfi, G., & Aubry, J. M. (2010). Mindfulness-based cognitive therapy for bipolar disorder: A feasibility trial. *European Psychiatry*, 3, 1-4.
- * Weber, M.E.U., Weber, M. and Nasic, A. (2010), "Who takes risks when and why: determinants of changes in investor risk taking",
- * Weber, M.E.U., Weber, M. and Nasic, A. (2013), "Who takes risks when and why: determinants of changes in investor risk taking", *Review of Finance*, Vol. 17 No. 3, pp. 847-83.

Analysis and Evaluation of Effective Behavioral Biases in Investors' Decisions and Determining the Priority of Identified Categories from the Perspective of Experts using Demetel Technique and Analytic Hierarchy Process (AHP)

Amir Masoud Jahani

Assistant Professor ,Department of Accounting, khorramabad Branch , Islamic Azad University, khorramabad ,
Iran (Corresponding Author)
Email: amir.jahani65@yahoo.com

Abstract

Each person's behavior is the basis for making his decisions in the financial arena, and the existence of an error in those behaviors will have many consequences. Recognizing the behaviors and consequently the decisions and behaviors of the individual has an important role in providing solutions to correct existing deviations. Referring to the lack of in-depth and as comprehensive research as possible, in this regard, a detailed study of psychological factors affecting the behavior of investors and the importance of each factor in making an investment, in analyzing behavior, justifying a decision and providing effective strategies to improve the process of judgment and decision-making seems essential. The purpose of this study is to analyze the effective behavioral biases in investors' decisions and determine the priority of identified categories from the perspective of experts using Demetel technique and Analytic Hierarchy Process (AHP). In order to achieve the above purpose and according to the exploratory approach of research, special conditions of investment and the stock market of the country, to explain the model, the interview method and the approach based on grounded theorizing and to select the interviewees, the snowball sampling method has been used After conducting 19 interviews with stock market activists during 1397 to 1398, theoretical saturation was obtained. Then, the most effective causal factors, the impact of each and the most obvious behavioral distortions of real investors in the Iranian stock market were determined and ranked based on the opinions of experts and using Demetel technique and Analytic Hierarchy Process (AHP), respectively. Content validity and construct validity criteria as well as Cronbach's alpha showed the high validity of the questionnaires. The results extracted from the questionnaires were analyzed by descriptive and inferential statistical methods (structural equation modeling) using Spss and Amos. The results showed that all behavioral biases have a direct and significant impact on investor decisions. JEL Classification: G11, G12, M41

Keywords: Stock portfolio returns, investors, financial behaviors, Behavioral biases