



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال هفتم / شماره بیست‌وششم / تابستان ۱۳۹۷

ارایه الگوی رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران

محمد حسین عبدالرحیمیان

دانشجوی دکتری تخصصی، گروه مدیریت، واحد امارات، دانشگاه آزاد اسلامی، دبئی، امارات متحده عربی

تقی ترابی

دانشیار، گروه اقتصاد، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (عهده‌دار مکاتبات)

tttorabi@gmail.com

سید جلال صادقی شریف

استادیار، گروه مدیریت مالی و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران

رویا دارابی

دانشیار، گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

تاریخ دریافت: ۹۵/۱۲/۰۲ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۳/۲۸

چکیده

مطابق با اهداف تعیین شده، تحقیق ترکیبی در بخشهای کیفی و کمی تحقیق عملیاتی شد. در مرحله کیفی ضمن اتخاذ استراتژی پدیدارنگاری، مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته عمیق با خبرگان بازار سرمایه انجام و با استفاده از روش تحلیل محتوا مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند، که هیجده مولفه شناسایی شد. بر اساس این مولفه‌ها پرسشنامه بخش کمی تحقیق طراحی گردید. تعداد ۴۰۰ پرسشنامه به صورت نمونه‌گیری غیر تصادفی در دسترس توزیع شد که ۲۷۵ پرسشنامه تکمیل و جمع‌آوری گردید. داده‌های حاصل از پرسشنامه با استفاده از تحلیل عاملی بررسی و مقوله‌های اصلی تحقیق از قبیل عوامل فرهنگی، شناختی، احساسی و شخصیت شناسایی شدند. همچنین داده‌ها از طریق نرم افزارهای SPSS و Amos Graphic و با استفاده از روش تحلیل مسیر مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج تحقیق بیانگر این است که زیربنایی ترین عامل در رفتار سرمایه‌گذاران همانا عامل فرهنگ می‌باشد. تورش‌های شناختی مقدم بر تورش‌های عاطفی هستند (نظریه ساخت واره) که در کنار تاثیر عامل شخصیت، موجب بروز رفتارهای توده وار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی می‌شود.

واژه‌های کلیدی: تصمیم‌گیری رفتاری، عقلانیت محدود، سوگیری شناختی، سوگیری احساسی، شخصیت.

۱- مقدمه

بدون تردید سرمایه‌گذاری در بورس بخش مهمی از اقتصاد کشور را تشکیل می‌دهد و بدون شک بیشترین میزان سرمایه از طریق بازارهای سهام در سرتاسر جهان مبادله می‌شود و اقتصاد ملی به شدت متأثر از عملکرد بورس است. همچنین این بازار، هم برای سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و هم برای عموم مردم، به عنوان یک ابزار سرمایه‌گذاری در دسترس است (حاج‌علیان، ۱۳۹۴).

مسئله‌ای که در حال حاضر در بورس تهران خودنمایی می‌کند عدم شناخت صحیح عوامل رفتاری موثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران می‌باشد. این عدم شناخت صحیح سبب می‌شود که کارایی بازار کاهش پیدا کند و منابع مالی به درستی تجهیز و تخصیص پیدا نکنند و در نهایت سبب اتلاف منابع در این بازار می‌گردد. بنابراین شناخت عوامل مذکور می‌تواند علاوه بر توسعه دانش مالی رفتاری در کشور به آشنا کردن سرمایه‌گذاران با تورش‌هایی که ناخواسته در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری خود با آنها مواجه هستند، کمک کرده و همچنین به مسئولین بورس در وضع قوانین و مقرراتی که بازار را را به تعادل پایدار می‌رساند یاری رسانده و بدین ترتیب از بروز ناهنجاری‌هایی نظیر حباب قیمتی بورس در سال ۱۳۸۳ جلوگیری کند.

یکی از عوامل اصلی برای رشد و توسعه بازار سرمایه، شناسایی صحیح و کامل ارکان اصلی تشکیل دهنده آن می‌باشد و همانطور که مشخص است سرمایه‌گذاران یکی از ارکان اصلی این بازار می‌باشند. بنابراین کسب شناخت در مورد رفتارها و عکس‌العمل‌های آنها در بورس می‌تواند نقش مهمی در تعیین روند بازار ایفا کرده و پس از آن بر کل اقتصاد اثرگذار خواهد بود. به گونه‌ای که شناخت صحیح عوامل رفتاری موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، هم برای خود آنها و هم برای ارکان اصلی بورس دارای اهمیت فراوانی می‌باشد. اولاً شناخت صحیح این عوامل برای سرمایه‌گذاران از این جهت اهمیت دارد که به آنها کمک می‌کند تا عوامل رفتاری موثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را بهتر شناخته و در دام‌هایی که ریشه در ذهن و روان آنها داشته و به علت خطاهای شناختی و احساسی در مسیر آنها پیدا می‌شود نیفتند و در نهایت آنها را در بهبود عکس‌العمل‌هایشان برای کسب بازده‌های مطلوب تر یاری کند.

ثانیاً سازمان بورس و اوراق بهادار تهران نیز می‌تواند با بکارگیری اطلاعات بدست آمده از این تحقیق و درک بهتری که از رفتارهای سرمایه‌گذاران برایش حاصل خواهد شد، قوانین، مقررات، رویه‌ها و دستورالعمل‌های بهتر و دقیق‌تری برای کارآتر شدن بازار وضع کرده و همچنین در فعالیتهای نظارتی خود بهتر عمل کند. در نتیجه این کارایی و با نزدیک شدن قیمت سهام شرکتها به ارزشهای ذاتی خود، بازار سهام نیز نقش خود را به عنوان دماسنج اقتصاد کشور بهتر ایفا کرده و در نهایت شاهد ایفای نقش بهتر بورس در اقتصاد کشور که همانا جذب بیشتر سرمایه‌گذاران و فراهم کردن سرمایه برای شرکتها می‌باشد، خواهیم بود.

اهداف این تحقیق رادرسه بعد زیر می‌توان برشمرد:

(۱) عوامل موثر بر رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران شناسایی

می‌شود.

(۲) الگوی رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران تعیین و اعتبار آن

اندازه‌گیری می‌شود.

۳) ارایه راهکار و پیشنهاداتی به کلیه فعالین بازار سرمایه از جمله سرمایه‌گذاران حقیقی، سرمایه‌گذاران نهادی، کارگزاران، شرکتهای مشاوره سرمایه‌گذاری و... داده می‌شود.

بنابراین پرسش‌های پژوهش عبارتند از:

- ۱) عوامل تاثیرگذار بر رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران کدام است؟
- ۲) الگوی رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران چیست و این الگو به چه میزان از اعتبار برخوردار است؟

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

مالی رفتاری بیشتر مواقع به بررسی فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و عکس‌العمل آنها در قبال شرایط مختلف بازارهای مالی می‌پردازد و تاکید آن بیشتر به تاثیر شخصیت، فرهنگ و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است. اشراف بر سوگیری‌های رفتاری باعث می‌گردد تا سرمایه‌گذاران با آگاهی بیشتری فرآیند تصمیم‌گیری خود را بررسی کنند و در صورت روبروشدن با سوگیریها بتوانند به خوبی عکس‌العمل نشان داده و از انحراف در تصمیم‌گیری جلوگیری کنند.

تصمیم‌گیری رفتاری^۱

هنگامیکه محدودیت‌های ذهنی و شعوری تصمیم‌گیرنده در تجزیه و تحلیل کامل مسائل آشکار می‌شود و هنگامی که در می‌یابیم لازمه جمع‌آوری و کسب اطلاعات، تحمل هزینه‌های سنگینی است، سئوالی که طبیعتاً به ذهن متبادر می‌شود، آن است که تحت این شرایط، اصولاً برخورد یک مدیر با مسئله تصمیم‌گیری چگونه می‌تواند باشد و مدیر چگونه می‌تواند تصمیمی اتخاذ نماید که بهترین تصمیم باشد؟ با پیشنهاد مفهوم "عقلانیت محدود"^۲ در مدل رفتاری تصمیم‌گیری، هربرت سایمون سعی می‌نماید جوابگوی این مسئله باشد (سایمون، ۱۹۸۷). در این روش، تصمیم‌گیر پس از آنکه معیارهای نه‌چندان کاملی را برای حل مسئله در نظر گرفت، به مجرد رسیدن به یک راه حل که رضایت او را برانگیزد، کار تحقیق در مورد آترناتیوها را رها کرده و مسئله را خاتمه یافته می‌داند (رابینز، ۲۰۰۰).

سوگیری شناختی

تورش‌ها، خطاها، انحرافات و روش‌های فردی و ابتکاری که در فرآیند درک پدیده‌ها (سهام، پیشنهادات خرید و فروش و...) ایجاد می‌شود. از آنجاییکه منشاء تمایلات شناختی استدلال نادرست است، غالباً اطلاعات بیشتر و مشاوره می‌تواند آن را تصحیح کند.

سوگیری احساسی

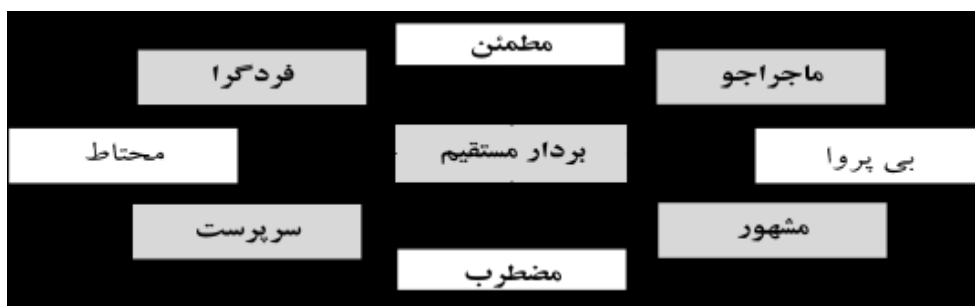
تورش‌ها، خطاها، انحرافات و روش‌های فردی و ابتکاری که در فرآیند برچسب زنی احساسی در رابطه با پیامد اقدامات، توجه آن‌ها و...، در رابطه با تصمیمات و پدیده‌ها (سهام، پیشنهادات خرید و فروش، روند بازار و...) ایجاد می‌شود.

شخصیت

شخصیت جمع عادات است و عادات همان رفتارهای ثابت و مکرر است. شخصیت عبارت از مجموعه‌ای از صفات و رفتارهایی است که فرد را توصیف می‌کند. شخصیت در طی زمان از تعامل عوامل وراثتی و محیطی شکل می‌گیرد. (رضائیان، ۱۳۸۷).

مدل پنج طرفه بایلارد و کایزر

مدل بایلارد، بایل و کایزر با طبقه بندی شخصیت سرمایه گذاران در امتداد دو پیوستار سطح اطمینان^۲ و روش عمل^۴ تحلیل رفتار آنها را انجام می‌دهد.



شکل ۱- ابعاد شخصیتی سرمایه گذاران

(منبع: بدری به نقل از بایلارد و دیگران، ۱۳۸۸)

نخستین جنبه شخصیت با این موضوع سروکار دارد که سرمایه گذار با چه سطحی از اطمینان به زندگی می‌نگرد. دومین عامل به این موضوع مربوط می‌شود که آیا سرمایه گذار در نگرش خود به زندگی، دارای سبک با احتیاط و تحلیلگر است یا اینکه احساسی و بی پروا است. این دو عامل را میتوان به عنوان دو محور روانشناسی فردی در نظر گرفت، اولین محور، مطمئن - مضطرب و دومین محور، محتاط - بی پروا نامیده می‌شود (بدری، به نقل از بایلارد و دیگران، ۱۳۸۸).

رفتار توده وار در بازارهای مالی

رفتار توده‌ای حاکی از تمایل انسان به رفتارکردن شبیه دیگران است. دلایل بسیاری وجود دارد که سرمایه‌گذارانی که به دنبال حداکثر سود یا مطلوبیت خود هستند، پس از مشاهده دیگران تحت تاثیر قرار می‌گیرند. مثلاً سایرین ممکن است اطلاعاتی راجع به بازده سرمایه‌گذاری داشته باشند که عملکردشان حاوی این اطلاعات است. دلیل دیگر می‌تواند تمایل ذاتی افراد برای همراهی با جمع باشد (سعیدی و فرهانیان، ۱۳۹۰).

۲-۱- مطالعات پیشین

نتایج پژوهش‌های گروه مریکاس (۲۰۰۳)، در بازار سهام یونان نشان داد سرمایه‌گذار برای ورود به سرمایه‌گذاری تنها، معیارهایش اقتصادی نیست، بلکه توأم با فاکتورهای روان‌شناختی نیز هست. آنها از طریق مطالعه پیمایشی سعی نمودند که عوامل تاثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی را در بازار سرمایه یونان شناسایی نماید. چهارصد نفر از سهامداران مجرب بازار سرمایه انتخاب گردیدند که بعد از توزیع الکترونیکی پرسشنامه، ۱۵۰ پرسشنامه تکمیل و جمع‌آوری شد. این افراد اهمیت ۲۶ عامل استخراج شده را ارزیابی کردند که برای هر یک از این عوامل، سه گزینه (تاثیرگذار، تا حدی تاثیرگذار و بدون تاثیر در تصمیمات سرمایه‌گذاری) قابل انتخاب بود. رتبه‌بندی متغیرها با توجه به فراوانی آنها انجام شد و از روش تحلیل عاملی برای شناخت مشابهت‌ها استفاده گردید یافته‌های مریکاس آشکار ساخت سرمایه‌گذار تصمیمات کاملاً عقلایی اتخاذ نمی‌کند، بلکه اطلاعات موجود را با احساس و انتظار خویش آمیخته کرده و وارد سرمایه‌گذاری می‌شود.

فرناندز و دیگران (۲۰۰۹) تورش‌های رفتاری را به دو گروه طبقه‌بندی نمودند: تورش‌های شناختی و تورش‌های احساسی، که هر دو این موارد موجب تصمیم‌گیری غیرعقلایی انسان می‌شود. تورش‌های شناختی همچون لنگرانداختن و در دسترس بودن ریشه در اشتباه در شیوه استدلال دارد و کسب اطلاعات موجب بهبود و کاهش خطای تصمیم می‌شود، لیکن تورش‌های احساسی همچون زیان‌گریزی و پشیمانی‌گریزی ریشه در بینش و عواطف ناگهانی داشته و اصلاح آن‌ها به سهولت مقدور نمی‌باشد.

چاندر و رویندر (۲۰۱۱) در تحقیق خود با عنوان "عوامل تاثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی" به دنبال شناسایی عوامل تاثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران هندی، سوگیریهای حاکم بر تصمیمات افراد و شدت تاثیرات آنها در رفتار سرمایه‌گذاران بودند. اطلاعات اولیه با استفاده از مرور مطالعات و تئوریهای مالی رفتاری به دست آمد و اطلاعات تکمیلی از طریق مصاحبه‌های فردی با کارگزاران، مشاوران مالی و سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و ... جمع‌آوری گردید. آنها بر اساس عوامل استخراج شده عواملی مانند سوگیریهای شناختی، سوگیریهای روانشناختی، اطلاعات شرکتی، نیازهای مالی فردی، توصیه‌های دوستان پرسشنامه تحقیق را طراحی کردند. این پرسشنامه بین ۳۷۵ سرمایه‌گذار توزیع گردید که تعداد پرسشنامه‌های تکمیل شده بازگشتی ۳۵۰ عدد بود. اطلاعات جمع‌آوری شده با استفاده از آزمون بارلت، مقیاس KMO، تحلیل یک متغیره و چندمتغیره مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج

تحقیق در پایان موید تاثیرگذاری سوگیریهای روانشناختی، عوامل شهودی (سوگیریهای شناختی)، اخبار و اطلاعات شرکتی بود. در این تحقیق شواهدی مبنی بر رفتارهایی ناشی از اعتماد کمتر از حد، محافظه کاری و رفتارهای محتاطانه، چهارچوب بندی ذهنی و... یافت شد.

بغدادآباد و دیگران (۲۰۱۱) در تحقیق خود با عنوان "مطالعه رفتار سرمایه گذاران خرد در انتخاب سهام" به بررسی عوامل موثر بر انتخاب سهام توسط سرمایه گذاران حقیقی در بورس کوالامپور پرداختند. ابزار گردآوری اطلاعات در بخش کیفی تحقیق، مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته عمیق بوده و دوازده مصاحبه شونده با توجه به ویژگیهای جمعیت شناختی موردنظر، میزان تجربه سرمایه گذاری و ارزش معاملات انتخاب شدند. در رابطه با تحلیل مصاحبه‌ها از روش تحلیل محتوا و کدگذاری مضامین یا مقوله‌های مرتبط با سوال تحقیق استفاده گردید. نتیجه تحلیلها حاکی از آن بود که عواملی مانند صورتهای مالی شرکتها، اطلاعات عمومی شرکتها، روند قیمتی، منابع دست دوم اطلاعات، سیاستهای دولت، متغیرهای اقتصادی و... بر تصمیمات سرمایه گذاران تاثیرگذار است.

در رابطه با تحقیقات داخلی مرور شده دو نکته قابل ذکر است. اول اینکه رویکرد مورد استفاده در همه آنها، رویکرد قیاسی با هدف آزمون فرضیه بوده و نه رویکرد استقرایی و اکتشافی و دوم اینکه عوامل تاثیرگذار بر تصمیمات سرمایه گذاران با نوعی نگرش انتخابی گزینش شده، نه اکتشافی، که به نظر می‌رسد از جامعیت کافی برخوردار نمی باشند.

۳- روش شناسی پژوهش

استراتژی کلان در این تحقیق، استفاده از روش تحقیق ترکیبی است که در مرحله کمی، از استراتژی پیمایش و در مرحله کیفی، از استراتژی پدیدار نگاری استفاده گردید. در بخش کیفی تحقیق با مراجعه به خبرگان بازار سرمایه، توصیفات، برداشتها، تفاسیر، تحلیلها و تجارب آنها در رابطه با عوامل رفتاری تصمیم گیری و سوگیریها و انحرافات ادراکی، احساسی و رفتاری سرمایه گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران جمع آوری و احصاء شد تا درکی عمیق در این رابطه ایجاد گردد. در بخش کمی تحقیق، از استراتژی پیمایش با هدف تبیین و اعتبارسنجی الگوی حاصل از بخش کیفی در سطح جامعه آماری (سرمایه گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران) استفاده شد.

در بخش کیفی، مصاحبه‌های نیمه ساختار یافته عمیق، طراحی و انجام شد تا عوامل، مصادیق و مولفه‌های تاثیرگذار بر رفتار سرمایه گذاران بر اساس مقوله‌های شناسایی شده در ادبیات تحقیق استخراج گردند. هدف اصلی در مصاحبه‌های صورت گرفته، جمع آوری توصیف هایی در مورد عوامل رفتاری تاثیرگذار بر تصمیم گیری سرمایه گذاران حقیقی و تفسیر پدیده تصمیم گیری از منظر خبرگان بازار سرمایه بود. بنابراین سوال آغازین در مصاحبه‌ها این بود که آیا فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران عقلایی است؟ سوال مذکور به این دلیل طراحی و انتخاب شد که مصاحبه شونده بدون تفکر زیاد، قادر به پاسخگویی و طرح بحث باشد. بعد از پرسش اولیه، محورهایی از قبیل بیان و تحلیل شواهد دال بر انحراف از عقلانیت (سوگیری) در مرحله شناخت،

احساس، تاثیر مقوله‌های فرهنگی و شخصیت مورد بحث قرار گرفت. به همین تناسب سوالاتی درباره تجارب، برداشت‌ها و تحلیل‌های خبرگان نسبت به عوامل رفتاری، عوامل غیر عقلایی، انحرافات مشاهده شده از تئوری‌های کلاسیک تصمیم‌گیری در مرحله شناخت، احساس و رفتار طراحی شد تا مصاحبه‌ها به سمت ارائه توصیف‌های دقیقتری از تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران هدایت شود. سوالات مصاحبه بر اساس محورهای شناسایی شده مبتنی بر ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق طراحی و به تائید صاحب نظران رسید. خبرگان شامل مدیران تامین سرمایه، مشاوران، سبذگردانان، کارگزاران و مدیران شرکتهای سرمایه‌گذاری می‌باشد که مورد مصاحبه قرار گرفتند. در اینجا از ۴۵ نفر از خبرگان نظرخواهی شد که با توجه به منابع موجود نیز این تعداد نمونه از کفایت لازم برخوردار است. نتایج حاصل از تحلیل مصاحبه‌ها در قالب الگوی مفهومی ارائه گردید که به منظور آزمون و اعتبارسنجی آن از روشهای کمی استفاده شد.

در بخش تحقیق کمی، ضمن بهره‌گیری استراتژی پیمایش، اطلاعات مورد نیاز در این بخش از جامعه آماری تحقیق با استفاده از ابزار پرسشنامه محقق ساخته (با استفاده از مرور ادبیات موضوع، پیشینه تحقیق و نتایج حاصل از مصاحبه‌ها)، جمع‌آوری شد. جامعه آماری در این مرحله، سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران بودند. با توجه به نامشخص بودن جامعه در این بخش، فرآیند نمونه‌گیری به صورت غیر تصادفی و با روش نمونه‌گیری غیر تصادفی در دسترس انجام شد. به منظور نمونه‌گیری، با توجه به نامشخص بودن جامعه آماری تحقیق برای تعیین حداقل حجم نمونه از فرمول کوکران استفاده گردید. بر این اساس حداقل حجم نمونه ۲۶۷ مورد بود. تعداد پرسشنامه‌ها جهت توزیع ۴۰۰ عدد در نظر گرفته شد که بین سهامداران مراجعه‌کننده به دفاتر شرکتهای کارگزاری و نیز حضور در نمایشگاه بورس، بانک و بیمه که از تاریخ ۲۰ لغایت ۲۳ تیرماه ۱۳۹۵ برگزار شد و نیز از طریق گروه‌های تلگرامی توزیع شد تا در نهایت ۲۷۵ پرسشنامه معتبر مورد تایید قرار گرفت.

در بخش کیفی تحقیق، تحلیل مصاحبه‌ها با استفاده از روش تحلیل محتوا انجام شد. تحلیل محتوای اطلاعات حاصل از مصاحبه از طریق تحلیل محتوای کیفی با ویرایش مصاحبه‌ها، تلخیص آن‌ها و تفسیر مفاهیم و کلمات مرتبط با سوالات و کشف مولفه‌ها تحلیل شد. این روش، رویکرد تحلیل و تفسیر محتوای تلخیصی است که توسط شیبیه و شانون ارائه شده است. در بخش کمی تحقیق از روش تحلیل مسیر استفاده شد. گاهی تحلیل مسیر را تحلیل علیت نیز می‌نامند.

۴- نتایج پژوهش

۴-۱- مولفه‌های شناسایی شده

مرور تئوری‌های مرتبط و پیشینه تحقیق موجب اتخاذ مفروضات مبنایی تحقیق و شناسایی مقوله‌های (ابعاد) اصلی تاثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران در قالب سوگیری‌های ادراکی، سوگیری‌های احساسی، فرهنگ و شخصیت شده است. در رابطه با مولفه‌های شخصیت از دو بعد شخصیت مطمئن - مضطرب و محافظه‌کار - بی‌پروا استفاده گردید. در رابطه با مقوله سوگیری شناختی، مولفه‌های آشناگرایی، توجه محدود، خودخدمتی (خوداسنادی)،

نقطه مرجع، سفسطه قمارباز و فرااعتمادی بر اساس تحلیل کیفی مصاحبه‌ها شناسایی شدند. تحلیل کیفی مصاحبه‌ها نشان دهنده وجود مولفه‌های پیشیمان‌گریزی، توجیه‌گرایی، ریسک‌پذیری فزاینده، زیان‌گریزی و بهینه‌بینی (خوش‌خیالی)، در بعد سوگیری احساسی و مولفه‌های افق زمانی (کوتاه مدت و بلندمدت)، تحمل ابهام و کانون کنترل (میزان جبر باوری) در بعد فرهنگی بود. نام‌گذاری ابعاد با توجه به مفاهیم مورد اشاره در توضیحات مصاحبه‌شوندگان و دانش نظری محققین مبتنی بر نظریات موجود صورت گرفت. در ادامه مولفه‌های شناسایی شده از داده‌های ارائه شده در مصاحبه‌ها که به همراه مقوله‌های حاصل از مرور ادبیات (غیور، ۱۳۹۲)، موضوع مبنای طراحی پرسشنامه قرار گرفته است به طور خلاصه در جدولی خواهد آمد.

جدول ۱- جمع‌بندی مقوله‌های اصلی و فرعی تحقیق همراه با شواهد و مصادیق

مقوله اصلی (سازه)	مقوله فرعی (مولفه)	شاخص‌ها و مصادیق
تورشهای شناختی	آشنا‌گرایی	مراجعه به سایت‌های شناخته شده، توجه به نظر افراد شناخته شده، مراجعه به منابع سهل‌الوصول و دم‌دستی، مراجعه به روند اخیر، توجه به اتفاقات اخیر، مراجعه به اطلاعات و تحلیل‌های در دسترس
	توجه محدود	توجه به اتفاقات روزانه، توجه به امور جدید، تازه، متفاوت، اموری که برجستگی خاصی دارند، نوسانات غیرمعمول
	خوداسنادی	بروز خطا در اسناد، انتساب موفقیت‌ها به عوامل درونی، انتساب شکست‌ها، ضعفها و عملکرد نامطلوب به عوامل بیرونی
	نقطه اتکا	تعیین نقاط اتکای کمی در تصمیم‌گیری، وابستگی به یک نقطه (هدف) کمی، قضاوت بر اساس حجم خریداران و فروشندگان
	فرا اعتمادی	اعتماد مفرط به تحلیل‌های فردی، اعتماد بیش از حد به معتبر بودن شناخت، اطمینان مفرط نسبت به انتخاب، قضاوت افراطی درباره سطح اطلاعات
	سفسطه قمارباز	تصور تشخیص تغییر روند
تورشهای احساسی	زیان‌گریزی	اولویت اول حفظ سرمایه، اولویت دوم کسب سود، احساس منفی (عدم تمایل) نسبت به شناسایی زیان، عدم فروش تا نقطه سر به سر، احساس رنج بیشتر نسبت به از دست دادن یک ریال در مقایسه با لذت کسب یک ریال، انتظار افزایش قیمت‌ها و خروج از زیان
	ریسک‌پذیری فزاینده	عدم حساسیت نسبت به نوسانات قیمتی بعد از روند مثبت آن، افزایش آستانه پذیرش ریسک در موقعیت‌های در سود، احساس خطر کمتر، نارضایتی کمتر نسبت به ریسک در شرایط مطلوب قیمتی
	توجیه‌گرایی	ارائه تحلیل‌های سوگیرانه به نفع خود، تمایلی درونی در رابطه با توجیه تصمیمات، عدم پذیرش اطلاعات منفی، تردید نسبت به اطلاعات متضاد با

مقاله اصلی (سازه)	مقاله فرعی (مؤلفه)	شاخص‌ها و مصادیق
		تصمیم، تمایل نسبت به کسب اطلاعات تاییدی
	خوش خیالی	خوش بینی در رابطه با امکان کسب موفقیت، نگرش مثبت نسبت به آینده بورس، نگرش مثبت در رابطه با نتایج و پیامدهای تصمیم، نگرش مثبت در رابطه با فعالیت‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاری
	پشیمان‌گریزی	حسرت نسبت به عقب ماندن از روند بازار، احساس ندامت و پشیمانی قبل و یا بعد از تصمیم، حسرت نسبت به از دست دادن موقعیت‌های بهتر، پشیمانی واقعی و یا احتمالی نسبت به نتایج، حسرت نسبت به عدم تقدشوندگی سهام
	افق زمانی	خرید و فروشهای مکرر، مدت زمان نگهداری سهام، مشخص شدن نتیجه تصمیم در روزهای ابتدایی
عوامل فرهنگی	کانون کنترل	عدم اعتقاد به تاثیر دانش و تحلیل، عدم امکان برنامه ریزی برای آینده، مقهور عوامل بیرونی بودن، یکسان بودن عملکرد مبتدیان و افراد حرفه‌ای، عدم انتساب موفقیت‌ها و شکست‌ها به عملکرد فردی، اعتقاد به تاثیر بخت و اقبال، بسته ماندن نمادسهم
	تحمل ابهام	عدم تمایل مواجهه با موضوعات و مسائل پیچیده، اخذ تصمیم بعد از بررسی جامع
شخصیت	مطمئن-مضطرب	نگرانی نسبت به پیامدهای آتی، اضطراب نسبت به از دست دادن سرمایه، دو دلی و تردید در تصمیمات
	محافظه‌کار-بی‌پروا	واکنش سریع (سرعت تصمیم‌گیری بالا) به محرکها، استقبال از موقعیت‌های پر نوسان (ریسکی)، اعتقاد به لزوم پذیرش ریسک جهت کسب بازدهی

۴-۲- روایی و پایایی تحقیق کمی

تحلیل عاملی اکتشافی هنگامی به کار می‌رود که پژوهشگر شواهد کافی قبلی و پیش‌تجربی برای تشکیل فرضیه درباره تعداد عامل‌های زیر بنایی داده‌ها نداشته باشد. با توجه به این که ابزار تحقیق حاضر، خودساخته است، از روش تحلیل عاملی اکتشافی برای شناسایی مؤلفه‌ها و تبیین مدل تحقیق استفاده گردید. همچنین هر چه درصد کل واریانس تبیین شده بالاتر باشد، تحلیل عاملی در توجیه واریانس متغیرها بهتر است. آلفای کرونباخ نیز نشان دهنده پایایی درونی مقیاس است، در واقع آزمون بارتلت (کمتر از ۰/۰۵)، KMO مناسب و اعداد مربوط به (باشد) هومن، ۱۳۹۱). با توجه به عدد معناداری آزمون بارتلت (کمتر از ۰/۰۵)، KMO مناسب و اعداد مربوط به واریانس تبیین شده برآمده از تحقیق، می‌توان بیان کرد که پرسشنامه از روایی مناسبی برخوردار می‌باشد. به بیان دیگر، سنجه‌های محقق ساخته در سازه‌های شناختی، احساسی، شخصیت و عوامل فرهنگی از روایی بالایی

برخورداری باشد. لازم به ذکر است که سوالات ۴۳ و ۲۵، ۲۰، ۱۳، ۳۱، ۴۲ پرسشنامه به دلیل بار عاملی پایین از تحلیل حذف گردیدند و در نتیجه سازه‌های سفسطه قمارباز و کانون کنترل نیز حذف گردیدند. در سطحی بالاتر، سازه‌های پرسشنامه، مقوله‌های تحقیق را تشکیل می‌دهند که باید در هر دو بعد روایی و پایایی مورد بررسی قرار گیرند. با عنایت به عدد معناداری آزمون بارتلت (کمتر از ۰/۰۵) و اعداد مربوط به واریانس تبیین شده، می‌توان نتیجه گرفت که مقوله‌های پرسشنامه از روایی مناسبی برخوردار می‌باشد. به بیان دیگر؛ سازه‌های تشکیل دهنده مقوله‌های تحقیق، از روایی بالایی برخوردار هستند (روایی همگرایی). همچنین آلفای کرونباخ در تمام موارد از میزان استاندارد تعیین شده (هفت دهم) بیشتر بوده که نشان دهنده پایایی بالای سوالات می‌باشد.

جدول ۲- تحلیل عاملی مربوط به مقوله‌های تحقیق (روایی همگرایی)

سازه	مولفه	بار عاملی	KMO	بارتلت	واریانس تبیین شده	کرونباخ α
تورشهای شناختی	آشنا گرایي	۰/۸۸۵	۰/۸۹۹	۰/۰۰۰	۹۲/۶۷۱	۰/۹۷۵
	توجه محدود	۰/۸۶۶				
	خوداسنادی	۰/۹۷۱				
	نقطه اتکا	۰/۹۷۵				
	فرا اعتمادی	۰/۹۳۷				
تورشهای احساسی	زبان گریزی	۰/۵۱۰	۰/۷۶۶	۰/۰۰۰	۷۴/۸۲۷	۰/۹۱۰
	ریسک پذیری فزاینده	۰/۸۲۵				
	توجه گرایي	۰/۷۶۰				
	خوش خیالی	۰/۷۹۸				
	پشیمان گریزی	۰/۸۴۹				
عوامل فرهنگی	افق زمانی	۰/۸۶۴	۰/۵۰۰	۰/۰۰۰	۸۶/۳۵۲	۰/۸۳۹
	تحمل ابهام	۰/۸۶۴				
شخصیت	مطمئن-مضطرب	۰/۶۶۸	۰/۵۰۰	۰/۰۰۰	۶۶/۸۴۴	۰/۷۴۹
	محافظه کار-بی پروا	۰/۶۶۸				

نتایج جدول بالا بیان کننده این است که دسته بندی اکتشافی تحقیق برای مولفه‌های تشکیل دهنده مقوله‌های تحقیق، بار عاملی بالایی داشته و قرار گرفتن مولفه‌های مربوط در یک مقوله کلی مورد تایید می‌باشد.

۳-۴- برازش مدل

در این قسمت به بررسی روابط علی و معلولی بین متغیرهای مشاهده شده و مکنون پرداخته می‌شود. در مدل تحقیق، با عنایت به تئوری‌های مالی رفتاری، تورشهای سرمایه‌گذاران، تصمیم‌گیری آنها را متأثر می‌کند. همچنین طبق مدل‌های روان‌نموداری، شخصیت سرمایه‌گذاران تأثیری مستقیم بر تصمیم‌گیری آنها دارد. فرهنگ نیز بر تصمیمات سرمایه‌گذاران موثر است که همه این عوامل در مصاحبه‌ها نیز مورد تأکید قرار گرفته است. همچنین علاوه بر بررسی رابطه علی و معلولی برآورد ضرایب مسیر هریک از مسیرها نیز محاسبه خواهد شد و در نهایت باید برازش مدل مورد بررسی قرار گیرد. جدول زیر برآورد پارامترهای الگوهای برازش شده به داده‌ها در تورشهای شناختی را نشان می‌دهد. همچنانکه مشاهده می‌گردد، تمامی مقادیر احتمال از سطح معنی داری آزمون یعنی ۰/۰۵ کمتر می‌باشند و بنابراین معنی دار هستند. به عبارت دیگر مولفه‌های تورشهای شناختی، تبیین‌کننده این سازه‌ها هستند.

جدول ۳- آزمون مولفه‌های تورشهای شناختی

مقدار احتمال	نسبت بحرانی برای ضریب	خطای استاندارد	ضریب	سنجه	سازه
۰/۰۰۰	۲۹/۸۲۱	۰/۰۳۳	۰/۹۷۰	آشنا‌گرایی	تورشهای شناختی
۰/۰۰۰	۲۹/۲۰۹	۰/۰۴۵	۱/۳۰۱	توجه محدود	
۰/۰۰۰۰	۴۹/۳۹۱	۰/۰۲۱	۱/۰۵۱	خوداسنادی	
۰/۰۰۰	۵۸/۱۶۳	۰/۰۱۸	۱/۰۷۱	نقطه اتکا	
			۱	فرا اعتمادی	

جدول زیر برآورد پارامترهای الگوهای برازش شده به داده‌ها در تورشهای احساسی را نشان می‌دهد. همچنانکه مشاهده می‌گردد، تمامی مقادیر احتمال از سطح معنی داری آزمون یعنی ۰/۰۵ کمتر می‌باشند و بنابراین معنی دار هستند. به عبارت دیگر مولفه‌های تورشهای احساسی، تبیین‌کننده این سازه‌ها هستند.

جدول ۴- آزمون مولفه‌های تورشهای احساسی

مقدار احتمال	نسبت بحرانی برای ضریب	خطای استاندارد	ضریب	سنجه	سازه
۰/۰۰۰	۱۰/۵۷۹	۰/۱۱۲	۱/۱۸۱	زیان‌گریزی	تورشهای احساسی
۰/۰۰۰	۱۰/۵۷۱	۰/۱۱۴	۱/۲۰۲	ریسک‌پذیری فزاینده	
۰/۰۰۰۰	۱۱/۱۱۸	۰/۱۱۹	۱/۳۱۹	توجیه‌گرایی	
۰/۰۰۰	۱۱/۲۷۹	۰/۱۰۸	۱/۲۲۲	خوش‌خیالی	
			۱	پشیمان‌گریزی	

جدول زیر برآورد پارامترهای الگوهای برازش شده به داده‌ها در شخصیت و عوامل فرهنگی را نشان می‌دهد. همچنانکه مشاهده می‌گردد، تمامی مقادیر احتمال از سطح معنی داری آزمون یعنی ۰/۰۵ کمتر می‌باشند و بنابراین معنی دار هستند. به عبارت دیگر مولفه‌های فرهنگ و شخصیت، تبیین کننده این سازه‌ها هستند.

جدول ۵- آزمون مولفه‌های شخصیت و فرهنگی

مقدار احتمال	نسبت بحرانی برای ضریب	خطای استاندارد	ضریب	سنجه	سازه
۰/۰۰۰	۱۷/۶۹۲	۰/۰۳۹	۰/۶۹۵	افق زمانی	عوامل فرهنگی
			۱	تحمل ابهام	
۰/۰۰۰	۵/۱۲۱	۰/۵۹۶	۳/۰۵۳	مطمئن-مضطرب	شخصیت
			۱	محافظه کار-بی پروا	

۴-۴ روابط علی معلولی بین متغیرهای مکنون

در این مرحله بررسی روابط علی و معلولی بین متغیرهای مکنون انجام می‌شود. جهت اجرای تحلیل مسیر همچون رگرسیون پسر عمل می‌گردد که در آن تمامی متغیرها داخل الگو می‌شوند و متغیرهایی که معنادار نباشند از الگوی مسیر برازش شده به داده‌ها خارج می‌گردند و این کار تا مادامیکه تمامی متغیرهای موجود در الگوی تحلیل مسیر معنادار باشند ادامه پیدا می‌کند. در اینجا به مسیری که معنا دار نباشد برخورد نشد و تمام مسیرها معنادار بود. جدول زیر بیانگر این مطلب است.

جدول ۶- تحلیل مسیرهای معنادار

مقدار احتمال	نسبت بحرانی برای ضریب	خطای استاندارد	ضریب	مسیر	
۰/۰۰۰	۳۰/۹۹۹	۰/۰۳۲	۰/۹۹۸	تورشهای شناختی	<---
۰/۰۰۰	۱۰/۰۷۵	۰/۰۵۳	۰/۵۳۴	تورشهای احساسی	<---
۰/۰۰۰	۴/۶۱۹	۰/۰۸۰	۰/۳۶۹	شخصیت	<---
۰/۰۰۰	۴/۷۳۷	۰/۹۲۷	۴/۳۹	رفتار توده واری	<---

پس از برازش تحلیل مسیر و برآورد ضرایب مسیر لازم است تا کارایی الگوی برازش شده به داده‌ها ارزیابی شود. به طور کلی شاخص‌های برازش را میتوان در چند دسته کلی تقسیم بندی کرد که شامل شاخص‌های برازش مطلق، برازش نسبی، برازش مقتصد و شاخص‌های غیر مرکزی است.

الف) شاخص‌های برازش مطلق: از مدل‌های رقیب به عنوان پایه‌ای برای مقایسه با مدل پیش فرض استفاده نمی‌کنند شاخص‌های ECNI, BIC, AIC, Hoelter, AGFI, GFI, CMIN, RMR را می‌توان در این دسته جای داد. شاخص‌های مطلق این موضوع را بررسی می‌نمایند که آیا واریانس خطا یا پراکندگی تبیین نشده پس از برازش الگو قابل توجه است.

ب) شاخص‌های برازش نسبی: این شاخص‌ها به مقایسه مقدار کای اسکور محاسبه شده برای مدل در مقایسه با مدلی که مدل استقلال (مدل صفر گفته می‌شود) می‌پردازد از جمله شاخص‌هایی که در این دسته جای می‌گیرند شامل NFI, TLI, IFI است. شاخص‌های نسبی به این سوال که آیا الگوی برازش شده به داده‌ها با توجه به سایر الگوها از لحاظ تبیین پراکندگی توسط الگو تا چه اندازه خوب عمل میکند پاسخ خواهند داد.

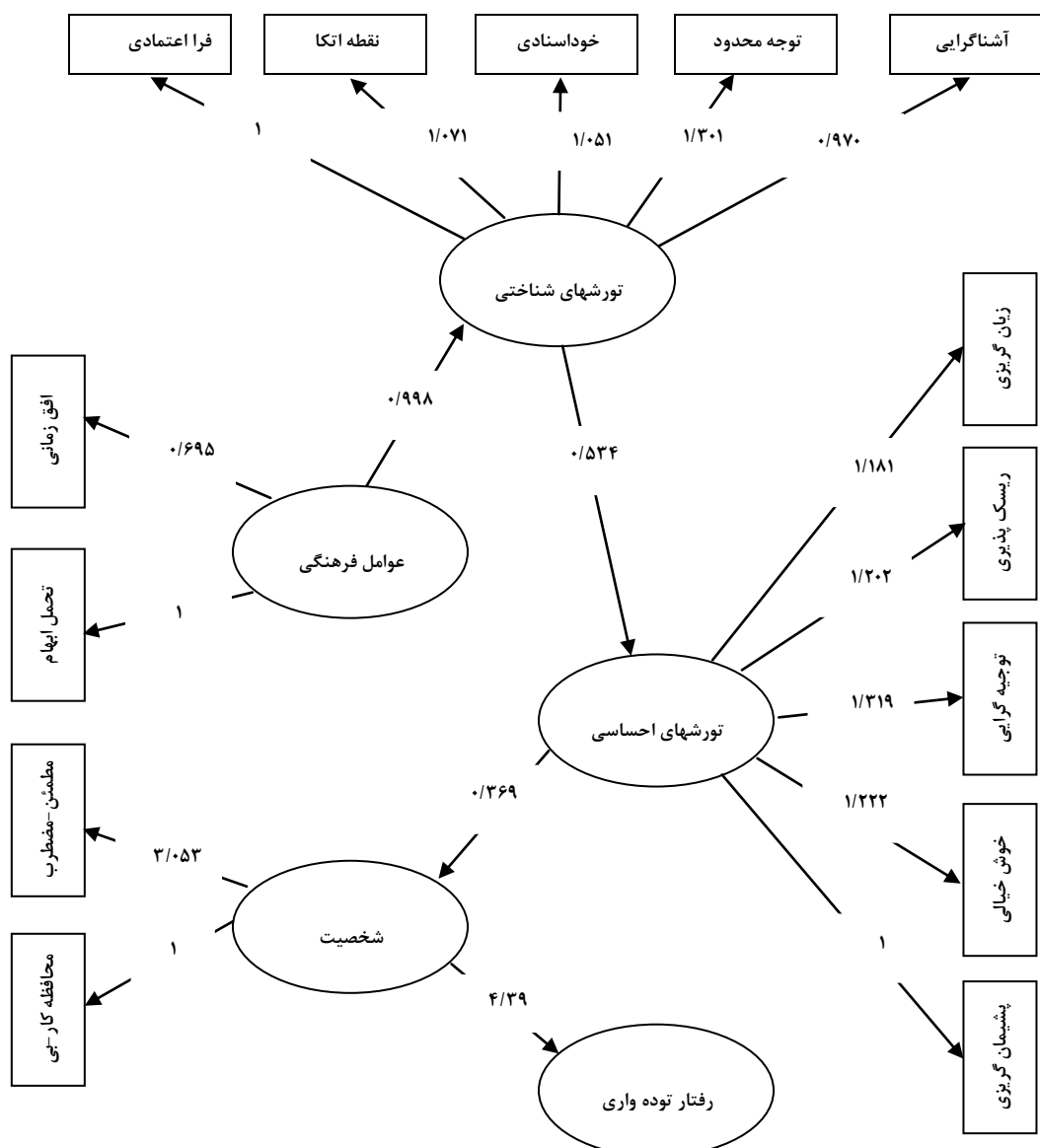
ج) شاخص‌های برازش مقتصد: این شاخص‌ها شاخص‌هایی هستند که به ازای هر پارامتری که به مدل افزود می‌شود جریمه می‌شوند و از این روز بر اساس این شاخص‌ها مدل‌های ساده بهتر از مدل‌هایی هستند که دارای پیچیدگی باشند. در نتیجه هر چه مدل از پیچیدگی بیشتری برخوردار باشد مقدار شاخص به دست آمده کمتر خواهد بود شاخص‌هایی که در این گروه جای می‌گیرند شامل PCFI, PNFI, PGFI است (موحد محمدی، ۱۳۹۵).

د) شاخص‌های غیر مرکزی: مبنای وجود شاخص‌های غیر مرکزی بر این منطق استوار است که برازش کای اسکور مبتنی بر آزمون است که بیان می‌دارد فرض صفر صحیح است (کای دو مساوی صفر) و در نتیجه توزیع کای اسکور مرکزی را به دست می‌دهد. برخی شاخص‌های این گروه عبارتند از CFI, RMSEA. در جدول زیر برخی از این شاخص‌ها محاسبه شده که همه آنها در حد استاندارد یا بالاتر از استاندارد برازش مدل را تایید می‌کند.

جدول ۷- شاخص‌های برازش مدل

مقدار آماره	نام شاخص	نوع شاخص
۰/۰۹۸	ریشه دوم میانگین مربعات خطای برآورد (RMSEA)	غیر مرکزی
۰/۹۴۲	شاخص برازش تطبیقی (CFI)	
۴/۶۹	کای اسکور نسبی (CMIN/DF)	برازش مطلق
۰/۸۵	شاخص نیکویی برازش (GFI)	برازش نسبی
۰/۹۴۲	شاخص برازش افزایشی (IFI)	
۰/۹۳	شاخص برازش هنجار شده (NFI)	
۰/۹۲	شاخص تاکر- لوییس (TLI)	
۰/۷۵	شاخص نسبت مقتصد (PRATIO)	برازش مقتصد

و در نهایت شکل زیر الگوی نهایی تحقیق است که تحلیل‌های علی-معلولی بین متغیرهای موجود در تحقیق را نشان داده و روابط بین متغیرها را بیان می‌کند.



شکل ۲- الگوی نهایی تحقیق

۵- نتیجه‌گیری و بحث

این تحقیق با هدف شناسایی عوامل تاثیرگذار بر رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران و ارایه الگوی رفتاری تصمیم‌گیری آنها و تعیین میزان اعتبار آن الگو انجام شد. استراتژی کلان در این تحقیق، استفاده از روش تحقیق ترکیبی بود که در مرحله کمی، از استراتژی پیمایش و در مرحله کیفی، از استراتژی پدیدارنگاری استفاده گردید. در بخش کیفی با مراجعه به خبرگان بازار سرمایه، توصیفات، برداشتها، و تجارب آنها در رابطه با عوامل رفتاری تصمیم‌گیری و سوگیریها و انحرافات ادراکی، احساسی و رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی جمع‌آوری شد. در بخش کمی تحقیق، از استراتژی پیمایش با هدف تبیین و اعتبارسنجی الگوی حاصل از بخش کیفی در سطح جامعه آماری استفاده شد. نتایج نشان می‌دهد فرهنگ نه تنها بر فرآیند شناختی افراد، بلکه بر قضاوت، اعتماد به نفس فردی و فرآیند پردازش اطلاعات یا دانش شخص تاثیر گذار است که این دقیقاً با تحقیق بیتمس و دیگران (۲۰۰۵) هماهنگ است و آن را تایید می‌نماید. لال (۲۰۰۱) می‌گوید: ماکس وبر یکی از اولین کسانی بود که با بررسی اعتقادات مذهبی پروتستان در توسعه سرمایه‌داری اهمیت فرهنگ را روشن کرد. وبر استدلال می‌نماید که تغییرات فرهنگی نقش اساسی در گسترش نظام سرمایه‌داری و نهادهای آن دارد. نتایج در تحقیق حاضر نیز موید این موضوع است. در بازار سرمایه ایران مدل رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران از عوامل فرهنگی آغاز می‌شود. به عبارتی زیربنایی‌ترین عامل در رفتار سرمایه‌گذاران همانا عامل فرهنگ می‌باشد. اجتماع و فرهنگ از جمله مواردی می‌باشند که تاثیر بسیار زیادی بر رفتارها دارند و به همین علت باید به زمینه اجتماعی فرهنگی تصمیم‌گیرنده توجه شود. فرهنگ‌های متفاوت با یکدیگر تفاوت‌هایی را دارند و این تفاوت‌ها موجب می‌شود راه‌حلی را که برای تصمیمات ارائه می‌دهند، تحت تاثیر شیوه استدلال آن‌ها قرار گیرد، به طوری که حتی می‌توان بیان نمود هیچ کس نمی‌تواند جدا از فرهنگ خود تصمیم‌گیری و قضاوت کند. این مفهوم نیز با تحقیق آدلر (۲۰۰۸) همخوانی دارد و آن را تایید می‌نماید. همچنین در رابطه با فرهنگ، چوی و تیمن (2010) بیان می‌کنند که فرهنگ بر استراتژی‌های تجارت تاثیر می‌گذارد. در مصاحبه‌های انجام شده نیز خبرگان به این نکته اذعان داشتند که ورود سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه ایران مطابق با موازین شرع مقدس بوده و متشرعین با طیب خاطر از حلال بودن فعالیت در بازار سرمایه، سرمایه‌خود را در این عرصه وارد می‌کنند.

در مورد رابطه بین تورش‌ها، مطالعات انجام شده در حوزه مالی رفتاری، کمتر به رابطه تورش‌ها و تقدم و تاخر آن‌ها پرداخته‌اند. مطالعات مالی رفتاری در قسمت تورش‌ها به برشمردن آن‌ها و بیان اثراشان بر تصمیمات تمرکز نموده‌اند. در این تحقیق، بعد از شناسایی مولفه‌های اثرگذار در مقوله‌های تورش‌های شناختی و احساسی، رابطه بین آن‌ها با یکدیگر و همچنین مسیر تاثیر آن‌ها تا سوگیری رفتار تبیین گردید. نتیجه تحقیق نشان می‌دهد که تورش‌های شناختی، مقدم بر تورش‌های عاطفی هستند. توضیح این که سرمایه‌گذار در ابتدا بایستی نسبت به یک موضوع، پدیده، رخداد و ... شناختی داشته باشد تا بتواند در مرحله بعد، احساسی را به آن منتسب کند. با مراجعه به نظریه‌های روانشناسی، نتایج حاصل در تحقیق، موید نظریه ساخت‌واره در مقابل خلق می‌باشد. در نظریه ساخت‌واره، تقدم شناخت بر احساس و عاطفه مطرح می‌شود که علت اصلی تورش‌ها را، مقوله‌های شناختی در

نظر می‌گیرد (غیور، ۱۳۹۲). در طرف دیگر، بنا بر نظریه خلق، عاطفه و احساس مقدم بر شناخت می‌باشد. تورش رفتاری مشاهده شده در این تحقیق عبارت از رفتار توده وار است. بدین صورت که تورش های غیرعقلایی تعداد زیادی از سرمایه گذاران نسبت به صفهای خرید و فروش و حرکت گله ای آن ها به تاسی از حرکت افرادی است که به گمان سرمایه گذاران، حتما بر اساس اطلاعاتی خاص و دلیلی منطقی عمل می نمایند و دچار اشتباه نمی شوند. می توان بیان کرد در این حالت، سرمایه گذاران تصمیماتی شبیه به تصمیمات کل بازار اتخاذ می کنند. این مفهوم مطابق با تعریف بیچندنی و شرما است که رفتار توده وار را قصد و نیت آشکار سرمایه گذاران جهت الگوبرداری و پیروی از رفتار سایر سرمایه گذاران تعریف نموده اند.

شخصیت با رفتار توده وار رابطه مثبت دارد. به عبارت دیگر، بعد اضطراب در سهامداران، باعث افزایش میزان توده واری آن ها می شود.

مفاهیم (مولفه های) توجه محدود (محدود نمودن مسیرهای ادراکی به اموری که دارای برجستگی، وجه تمایز و جدید نسبت به حالت قبلی خود هستند) و ریسک پذیری فزاینده (تمایلی احساسی مبنی بر افزایش ریسک پذیری در زمانی که وضعیت قیمتی سهام از نقطه سر به سر فاصله مثبت می گیرد) در تحقیق حاضر مورد توجه قرار گرفت. مولفه های ذکر شده از طریق مصاحبه های کیفی شناسایی و در مرحله پیمایش مورد تایید قرار گرفت.

نتایج حاصل از تحقیق حاضر در بخش کیفی تحقیق نشان داد که در ایران، سرمایه گذاران در منطقه سود ریسک پذیر هستند (تورشی به نام "ریسک پذیری فزاینده"). در این شرایط سهامدار از آنجا که حاشیه امنیت بیشتری احساس می کند، ریسک پذیرتر می شود. سهامدارانی که پرتفوی آنها در سود خوبی است یا در معاملات قبلی موفق بوده اند به راحتی دست به ریسک های بزرگ میزنند و از قضا در بیشتر اوقات موفق هم می شوند، اما در عوض کسانی که پرتفوی آنها در زیان است جسارت انجام کار جدید را از دست می دهند. توضیح فوق مطابق با تئوری های مالی، نقض تئوری چشم انداز در ایران است چراکه کانمن و تورسکی دریافته بودند که افراد در محدوده سود، ریسک گریز (و نه ریسک پذیر) هستند. پیشنهاد می شود تحقیقی با عنوان بسط نظریه کانمن و تورسکی در ایران انجام شود تا نقاط اشتراک و افتراق بین سرمایه گذاران در ایران و خارج از ایران بر اساس تئوری چشم انداز به دست آید. همچنین پیشنهاد می گردد که مطالعات تطبیقی مرتبط در رابطه با سرمایه گذاران استان ها و مناطق مختلف و همچنین سرمایه گذاران دیگر کشورها انجام شود و مولفه های فرهنگی، تورش های غالب، خصوصیات شخصیتی و ... مورد مقایسه قرار گیرد.

فهرست منابع

- * بدری، احمد. دانش مالی رفتاری و مدیریت دارایی. تهران، کیهان.
- * حاج علیان، مهناز (۱۳۹۴). بررسی تاثیر سبک سرمایه گذاری سرمایه گذاران بر پیش بینی بازده سهام شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران. دانشگاه الزهرا، تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی.
- * حریری، نجلا (۱۳۸۵)، اصول و روش های پژوهش کیفی. تهران، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات.

- * رضائیان علی (۱۳۸۷). مبانی مدیریت رفتار سازمانی، انتشارات سمت، تهران.
- * سعیدی، علی و فرهانیان، سید محمد جواد. مبانی اقتصاد و مالی رفتاری، شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس، چاپ اول، (۱۳۹۰).
- * غیور، سید مرتضی، (۱۳۹۲)، ارائه الگوی رفتاری سرمایه‌گذاران خراسان رضوی، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، پایان‌نامه دکتری.
- * موحد محمدی، حمید و پورآتشی، مهتاب، (۱۳۹۵). راهنمای گام به گام مدل‌سازی معادله ساختاری: با استفاده از نرم‌افزار AMOS Graphic، انتشارات دانشگاه تهران.
- * هومن، حیدرعلی (۱۳۹۱). مدل‌یابی معادلات ساختاری با کاربرد نرم‌افزار لیزرل (با اصلاحات). تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).
- * Adler, N. J. (2008). International dimensions of organizational behavior. Boston: kent publishing.
- * Baghdadabad, M, Habibi, F and Halid, N (2011), A study on small investors' behavior in choosing stock, case study: Kuala-Lumpur stock market". African Journal of Business Management Vol. 5(27), pp. 11082- 11092,9 November.
- * Betsch, T. and S. Haberstroh. (eds.) 2005. The routines of decision making. Mahwah, NJ and London: Lawrence Erlbawm.
- * Chandra, Abhijeet and Kumar, Ravinder. (2011) "Determinants of individual investor behaviour: An orthogonal linear transformation approach". Jamia Millia Islamia (Central University), New Delhi.
- * Chui, A. C., Titman, S., and Wei, K. J. (2010). Individualism and momentum around the world. The Journal of Finance, 65(1), 361-392.
- * Fernandes, Jose, Pena, Juan I. and Benjamin Tabak (2009), Behavior Finance and Estimation Risk in Stochastic Portfolio Optimization, Banco Central Do Brasil, Working Paper No. 184.
- * Lal, D. (2001). Unintended consequences: The impact of factor endowments, culture, and politics on long-run economic performance (Vol. 7). MIT Press.
- * Merilkas, A. and Prasad, D. (2003). «Factor influencing Greek investor behavior on the Athens stock Exchange», paper presented at the Annual meeting of Academy of Financial Services, Colorado.
- * Robbins, Stephen, P; Managing Today; New Jersey: Prentice Hall, 2000, P. 69.
- * Simon, Herbert A.; "Making Management Decisions: The role of Intuition and Emotion"; Academy of Management Executive; No. 1, (Feb. 1987), Pp. 57-64.

یادداشت‌ها

¹ Behavioral Decision Making

² Bounded Rationality

³ Level of Confidence.

⁴ Method of Action