

بررسی اثر نگرش رفتاری و توانایی مالی بر تصمیم بهینه سرمایه گذاران در بازار

امیر شهبازبگیان

کارشناسی ارشد مدیریت مالی، تهران، ایران

چکیده

این تحقیق به دنبال توسعه دانش کاربردی در زمینه تصمیم گیری فردی است که متأثر از تصمیم گیری عقلایی و منفعت گرایانه مالی است. در این تحقیق تلاش می شود تا زوایای آشکار مؤثر بر نگرش و رفتار منجر به تصمیم گیری در سرمایه گذاران شناسایی شده و با تعریف مفهومی و عملیاتی آنها و تدوین ارتباط بین آنها، جهت گیری مشخصی برای نوع و شیوه تصمیم گیری سرمایه گذاران فعال ساکن استان تهران در بورس اوراق بهادار تهران، مشخص گردد. بر این اساس این تحقیق با رویکرد ترکیبی کیفی و کمی اقدام به گردآوری مبانی نظری و تدوین مدل مفهومی رفتار سرمایه گذاران و آزمون فرضیات مرتبط با این مدل نموده است. نتایج تحقیق نشان می دهد که مهمترین عوامل شکل گیری مدل رفتار تصمیم گیری سرمایه گذاران فعال، توانایی مالی، نگرش رفتاری، و تصمیم بهینه می باشد.

واژه های کلیدی: توانایی مالی، نگرش رفتاری، تصمیم بهینه، سرمایه گذاران در بازار

مقدمه

تصمیم‌گیری فعالیت بسیار مهمی در فرایند انتخاب گزینه‌ای از میان انتخاب‌های موجود در یک موقعیت است که نتایج خوبی به اشخاص یا سرمایه‌گذاران نشان دهد. هدف سرمایه‌گذاری ایجاد پول برای سرمایه‌گذاران می‌باشد. اشخاص موجود در بازار و ساختار اطلاعات بر تصمیمات سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارند [۲]. بنابراین برخی مواقع سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاران نسبت به هدفی که برای آن سرمایه‌گذاری کرده‌اند نتایج منفی نشان می‌دهد یا اینکه آنها نتایج متقاعدکننده‌ای از سرمایه‌گذاری به دست نمی‌آورند چون رفتار سرمایه‌گذاری آنها مناسب نبوده است [۱]. گلاسر و وبر [۳] اظهار داشتند که "پول، هدف مطلوب است"، مردم زمانی که متوجه می‌شوند انتخاب‌های دیگر، نتایج خوبی در پی داشته است احساس تاسف می‌کنند. بنابراین مالی رفتاری مطالعه‌ای است که به سرمایه‌گذاران علاقمند توضیحاتی ارائه می‌دهد که به فهم چگونگی ارتباط بین هیجانات فردی یا رفتاری با تغییرات قیمت سهام کمک می‌کند. مبحث مالی رفتاری تشریح می‌کند که چگونه و چرا هیجانات و تعصبات شناختی در خصوص بازار سهام برای سهامداران شرایط متناقض ایجاد می‌کند [۱۱]. ولی در مبحث مالی مدرن از مفهوم عقلانیت و نظریه عقلایی طبق مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، تئوری بازار کارا (که افراد را عقلایی و با هدف حداکثر سازی ثروت در نظر می‌گیرد) استفاده می‌شود. ولی حقیقت این است که مردم غیر منطقی رفتار می‌کنند. این موضوع در زندگی واقعی غیر قابل پیش‌بینی است که عدم عقلانیت را به مبحث مالی رفتاری مرتبط نماییم [۸]. مبحث مالی رفتاری اقدامات و رفتارهای ما را تشریح می‌کند ولی مبحث مالی مدرن مربوط به تشریح اقدامات یک فرد اقتصادی می‌باشد. مبحث مالی سنتی به تصمیم‌هایی مربوط است که اطلاعات کامل برای تصمیمات سرمایه‌گذاری در دسترس می‌باشد. مینتز و همکاران [۶] با بررسی رفتار قیمت سهام دریافتند که نمی‌توان به یک الگوی تکرار پذیر از رفتار سهام دست یافت. هنس و همکاران [۱۳] رفتار قیمت سهام در طول زمان را بررسی کردند. نتایج حاکی از آن بود که قیمت در طول زمان، رفتاری کاملاً تصادفی داشته و در کوتاه مدت و بلند مدت قابل پیش‌بینی نیست. این پژوهش زمینه طرح فرضیه‌ای را بنا کرد که بعدها فرضیه‌ی بازار کارا نام گرفت. فاما در ۱۹۷۰ مقاله‌ای با عنوان بازارهای کارای سرمایه: مروری بر تئوری و مطالعات تجربی منتشر کرد و برای اولین بار فرضیه بازار کارا را مطرح ساخت. این فرضیه ادعا می‌کند که بازارهای سرمایه از نظر اطلاعاتی کارا هستند. اصلی‌ترین فرضیه مستتر در بازار کارا، عقلایی بودن بازیگران بازار است. برطبق این فرضیه سرمایه‌گذاران همواره در جهت حداکثر سازی منافع خود گام برمی‌دارند و این باعث می‌شود که ایشان واکنشی عقلایی نسبت به اطلاعات نشان دهند [۱۰]. البته سرعت و نوع انعکاس اطلاعات در قیمت‌ها بسته به سطوح کارایی بازار: ضعیف، نیمه قوی، قوی متفاوت است. از طرفی بسیاری از تئوری‌های مالی و سرمایه‌گذاری از جمله مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای هم بر مبنای بازار کارا و با فرض عقلانیت شکل گرفت. با گذشت زمان و انجام تحقیقات جدید در اوایل دهه ۱۹۹۰، دانشمندان متوجه جریان‌های متفاوت و ناسازگاری‌هایی شدند که نشانه بروز رفتارهای غیر عقلایی از طرف بازیگران بازار بود. تورسکی و کاهنمن که به عنوان پدر مالی رفتاری به رسمیت شناخته شده‌اند، در سال ۱۹۷۹، مقاله‌ای ارائه نمودند که به نقد تئوری مطلوبیت مورد انتظار می‌پرداخت و دربردارنده‌ی تجربیاتی است که بیان می‌کند مردم نتایج دارای وزن کمتر را محتمل‌تر از نتایجی می‌دانند که با اطمینان بیشتری بدست آورده‌اند. همچنین مردم عموماً اجزایی که توسط همه پیش‌بینی‌های در دست بررسی به اشتراک گذاشته شده را به حساب نمی‌آورند [۷]. همچنین احتمالات به وسیله‌ی وزن تصمیمات تعیین می‌شوند. نظریه‌ای که آن‌ها به وسیله‌ی آزمون پیش‌بینی یک الگوی چهار لایه‌ای مشخص از وضعیت ریسک تأیید می‌کنند، ریسک‌گریزی برای سود دارای احتمال متوسط به بالا و برای زیان دارای احتمال کم و ریسک‌پذیری برای سود دارای احتمال کم و زیان دارای احتمال متوسط به بالا را در نظر می‌گیرد. تیلور - پاول [۲۱]، مفهوم چهارچوب را معرفی کردند. آن‌ها نشان دادند که اصول روان‌شناختی حاکم بر ادراک مشکلات تصمیم‌گیری و ارزیابی احتمالات و نتایج ایجاد تغییرات قابل پیش‌بینی، زمانی که مشکل مشابهی به روش‌های مختلفی بیان می‌شود، از اولویت برخوردارند. این تحقیقات پایه اساسی مالی رفتاری را ایجاد نمود. پس از آن محققان دیگری نیز به این تحقیقات پیوستند مثلاً پوتز و همکاران [۱۷] نشان دادند که سهم‌هایی با P/E پایین‌تر، بازده بیشتری ایجاد می‌کنند. حال آنکه بر اساس فرضیه بازار کارا افراد نمی‌توانند با اطلاعات جاری بازده غیر

عادی کسب کنند؛ اما براساس نتایج این تحقیق سرمایه گذار با تشکیل پرتفوی ای از سهم هایی که P/E پایینی دارند، بازدهی بیشتر از بازده بازار کسب می کند. مصادیق مالی رفتاری که از آن با عنوان ناهنجاری های بازار یاد می شود، بیان کننده عدم رفتار منطقی سرمایه گذاران در بازار سرمایه است که به ایجاد واگرایی قیمت سهام از ارزش ذاتی آن منجر می گردد [۱۳]. مالی رفتاری از عوامل عمده نواقص بازار است بر رخدادهای مندرجاتی طراحی تصمیم گیری سرمایه گذاران متمرکز است و بر مطالعه این موضوع می پردازد که چگونه سرمایه گذاران و مدیران در قضاوت های خود دچار خطای نظام مند و ذهنی می شوند [۱۷]. یافته ها حاکی از این است که ویژگی های رفتاری سرمایه گذاران در بازار سرمایه موجب قضاوت هایی می شود که کاملاً عقلایی نیستند. از این رو محققان سعی کردند با کمک علمی چون روانشناسی، عوامل پیچیده رفتاری و روانی موثر بر تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران را شناسایی و تفسیر نمایند. مالی رفتاری در حال تبدیل شدن به بخشی جدایی ناپذیر از فرایند تصمیم گیری است، زیرا به شدت عملکرد سرمایه گذاران را تحت تاثیر قرار میدهد. آنها میتوانند عملکرد خود را با به رسمیت شناختن تعصبات و اشتباهات قضاوت که همه ما در معرض آن هستیم، بهبود بخشند [۱۹]. درک مالی رفتاری کمک خواهد کرد که سرمایه گذاران ابزار سرمایه گذاری بهتری را انتخاب کنند و از تکرار اشتباهات پرهزینه در آینده جلوگیری نمایند [۲۰]. بنابراین مساله مربوط به این مطالعه تحلیلی این است که ساز و کارها و ارتباطات بین مؤلفه های تصمیم گیری سرمایه گذاران فعال استان تهران در بورس اوراق بهادار تهران شناسایی شده و به یک الگو دست یابیم که سوگیری های رفتاری و تصمیمات سرمایه گذاری را تبیین نماید و این که چگونه می توانیم سوگیری های روانی را در فرایند تصمیم گیری سرمایه گذاری به حداقل برسانیم و یا از بین ببریم. بنابراین در این پژوهش برآنیم که رابطه رفتار تصمیم گیری سرمایه گذاران فعال ساکن استان تهران در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کنیم.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

نتایج حاصل از تصمیم گیری های سرمایه گذاران معمولاً با واژگان موفق یا ناموفق ارزیابی می شوند. علیرغم مطالعات متعدد انجام شده در خصوص تصمیم گیری های سرمایه گذاران، در زمینه موفقیت سرمایه گذاری تحقیقات چندانی انجام نشده و لذا معیارهایی که مورد قبول اکثریت محققان باشد برای ارزیابی شاخص موفقیت در تصمیم گیری های سرمایه گذاران تعریف نشده است [۱۴]. در ادبیات تحقیق نیز شاخص متعارف، میزان حصول به اهداف عملکردی ذکر شده است. هیچ اجماعی میان محققین در مورد تعریف ارزیابی موفقیت تصمیم گیری های سرمایه گذاران و عملکرد آنها و اساساً موفق و ناموفق بودن آنها وجود نداشته و معیارهای معینی برای ارزیابی میزان موفقیت آنها نیز در دسترس نمی باشد [۱۶]. معمولاً یک رابطه برد-برد متضمن ادامه یک تصمیم فرض می شود، اما در عمل به ندرت چنین حالتی پیش می آید. نتایج حاصل از تصمیم گیری های سرمایه گذاران برای هر کدام از اعضاء تقریباً مشابه بوده، ولی معمولاً برابر نمی باشد. سوبرامانیام و آوانیدار [۴]، بیان می کنند که ارزیابی تصمیم گیری های سرمایه گذاران با استفاده از معیارهایی که برای ارزیابی عملکرد به کار می رود، موجب کسب نتایج نادرست می شود. با توجه به اینکه تصمیم گیری ها غالباً در شرایط پر ریسک تشکیل می شوند [۱۸]. روش های کوتاه مدت ارزیابی که تصمیم گیری های سرمایه گذاران را به وسیله معیارهای مالی محک می زند چندان کار آمد نخواهند بود به علاوه، مساله دیگر این است که عموماً از میان دو یا چند سرمایه گذار، یکی از آنها سرمایه گذاری خود را موفق و دیگری آن را ناموفق قلمداد می کند [۷]. علی رغم عملکرد مالی ضعیف، یک تصمیم می تواند از نظر دیگری موفق بوده و اهداف مورد نظر را تامین کرده باشد و بالعکس. برای انتخاب معیارهای مناسب برای ارزیابی میزان موفقیت تصمیم گیری های سرمایه گذاری به نظر می رسد بهتر است اهداف و یا انگیزه افراد از سرمایه گذاری در بورس مورد بررسی قرار گیرد، زیرا معمولاً افراد با توجه به چشم اندازی که برای خود تعریف می نمایند- مستقل از چشم انداز تدوین شده برای سرمایه گذاری در بورس - اهداف متفاوتی را از پیوستن به بورس تعقیب نموده و انگیزه یکسانی در پیوستن به آن نیز ندارند [۱۹]. تئوری ها و نظریه های تصمیم گیری های سرمایه گذاران نیز اهداف و انگیزه های جداگانه ای را بیان می کنند. از مهم ترین اهداف و انگیزه های ذکر شده برای تصمیم به سرمایه گذاری در بورس را می توان به موارد زیر اشاره نمود؛ کاهش خطرات مالی، کارایی هزینه، دستیابی به سود، درک از

عملکرد خود، نگرش رفتاری، تصمیم بهینه، بهبود وضعیت فعلی، و توانایی مالی. برای ارزیابی موفقیت در تصمیم گیری سرمایه ای، چهار معیار درک از عملکرد خود، توانایی مالی، نگرش رفتاری، و تصمیم بهینه انتخاب گردید.

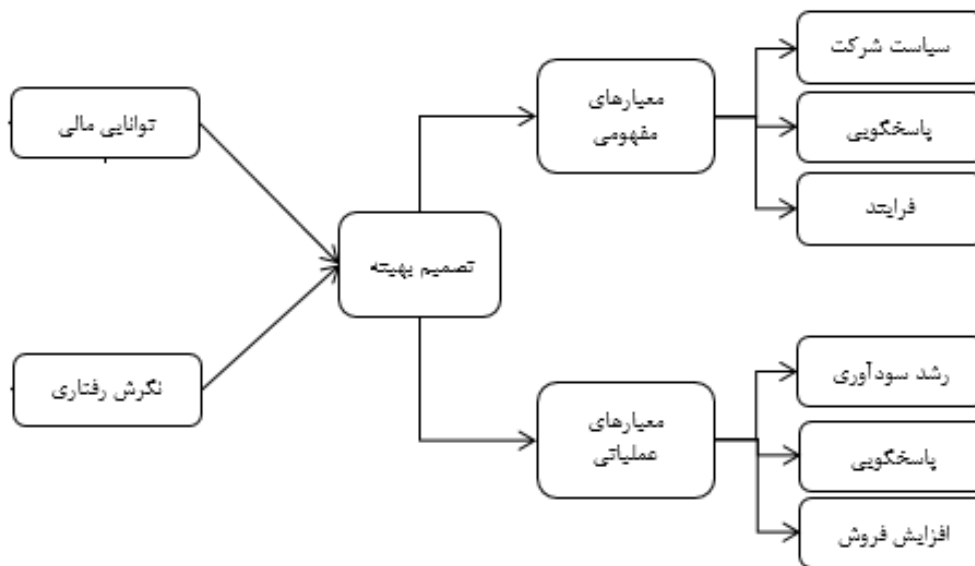
فرضیه‌های پژوهش

فرضیه ۱: نگرش رفتاری و توانایی مالی بر تصمیم بهینه اثر دارد.

فرضیه ۲: نگرش رفتاری و توانایی مالی بر معیارهای مفهومی تصمیم بهینه اثر دارد.

فرضیه ۳: نگرش رفتاری و توانایی مالی بر معیارهای عملیاتی تصمیم بهینه اثر دارد.

مدل مفهومی تحقیق:



روش پژوهش

این تحقیق از نظر هدف تحقیق توسعه ای-کاربردی و از نظر روش جمع آوری اطلاعات، توصیفی بوده و می‌تواند در حوزه پیکربندی تصمیمات سرگزاران حقیقی کمک نماید. در وهله نخست و با بهره مندی از نتایج حاصل از مطالعات صورت گرفته بر روی ادبیات موضوعی تحقیق طیف گسترده از مضامین و محورهای مورد توجه در این بخش شناسایی می‌گردد. دوره زمانی تحقیق یک سال و منتهی به شهریور ۱۳۹۷ می‌شود. برای این تحقیق سه جامعه آماری در نظر گرفته شده است ضمن آنکه برای بررسی کفایت نمونه گیری از شاخص KMO استفاده خواهد شد. به منظور شناسایی مولفه‌های فرایندهای درک از عملکرد خود، مولفه‌های اثرگذار بر فرایندها، نگرش رفتاری و توانایی مالی ناشی از درک از عملکرد خود از کلیه مقالاتی است که برای شناسایی مولفه‌های فرایندهای درک از عملکرد خود، و مولفه‌های نگرش رفتاری و توانایی مالی آنها نوشته شده‌اند استفاده شد. برای اعتبار سنجی مقالات، معیارهایی مثل درج در مقالات معتبر دانشگاهی، ISI و علمی پژوهشی داخلی و اینترنتی مربوط به صاحب نظران درک از عملکرد خود، نگرش رفتاری و توانایی مالی هستند پیش بینی می‌شود. به منظور بررسی روایی مولفه‌های فرایندهای درک از عملکرد خود و مولفه‌های اثرگذار بر آن فرایندها، مولفه‌های نگرش رفتاری و توانایی مالی، متناسب با شرایط و امکانات بالقوه، روایی پرسشنامه‌ها و در نهایت در مواردی روایی کلی تحقیق تعریف می‌گردند. اعضا این جامعه را اعضای هیئت علمی رشته‌های حسابداری و مدیریت که دارای تخصص در این زمینه بوده و مقالاتی در زمینه انواع مدل‌های رفتاری مالی و ارزیابی عملکرد و اندازه‌گیری میزان نگرش رفتاری و توانایی مالی داشته باشند، تشکیل می‌دهند. تعداد اعضای این جامعه اندک بوده و شامل افراد در دسترس می‌باشند همچنین از برخی از خبرگان ارشد بورس و سرمایه گذاری که دارای سابقه کاری بالای پنج سال در این زمینه می‌باشند، نیز بهره گرفته خواهد شد. در مرحله دوم، جامعه آماری شامل سرمایه گذاران مسلط به موضوع که در بخش قلمرو مکانی تحقیق آورده شده است، می‌باشد. کارشناسان و متخصصانی که در این بخش، جامعه آماری پژوهش را تشکیل می‌دهند از بین افرادی که حداقل سه سال سابقه کار در زمینه سرمایه

گذاری در قلمرو مجموعه تحت بررسی داشته و حداقل یک ویژگی از خصوصیات زیر را دارا باشد انتخاب خواهند شد: الف) دارای مدرک تحصیلی دانشگاهی (کارشناسی و بالاتر) ب) دارای گزارشات، تحقیقات یا مقالات علمی در حوزه‌های سرمایه گذاری و در زمینه نگرش رفتاری و توانایی مالی و ج) دارای حداقل سه سال سابقه فعالیت در بورس داشته باشند، استفاده خواهد شد. با توجه به اینکه جامعه آماری این تحقیق سرمایه گذاران فعال در بورس هستند، در این تحقیق، روش نمونه‌گیری بر اساس نمونه‌گیری تصادفی طبقه‌ای می‌باشد. به منظور افزایش شباهت نمونه و جامعه آماری و افزایش دقت نمونه‌گیری برای برآورد پارامترهای جامعه و دخالت دادن ویژگی‌های جامعه در نمونه از این روش استفاده شده است. در این روش جامعه به گروه‌های متجانس تقسیم و هر گروه از افرادی تشکیل می‌شود که دارای ویژگی‌های مشابه هستند. به دلیل محدود بودن جامعه آماری، برای تعیین حجم نمونه از فرمول کوکران استفاده شد که بر اساس آن تعداد جامعه آماری (دوم) بالغ بر ۲۱۹ نفر گردیده است. در این تحقیق به پشتوانه ادبیات تحقیق در راستای اهداف و سوالات تحقیق، پرسشنامه و یک مصاحبه نیمه ساختار یافته تهیه گردید. در ابتدا پرسشنامه مذکور را به ۱۸ دانشجوی دکتری که همگی تجربه پژوهش و سابقه تحصیلات در دوره دکتری از یک تا ۶ سال دارند ارائه گردید. تحصیلات آنها اکثراً در رشته‌های دکتری مدیریت شامل حسابداری، مدیریت و بازاریابی، مدیریت منابع انسانی، و رفتار سازمانی می‌باشد. بر اساس نظرات آنها اصلاحات و تغییرات اولیه صورت گرفت. از سوی دیگر و به منظور تحلیل روایی سازه از الگوی تحلیل اکتشافی داده‌ها استفاده خواهد شد که نتایج آن در فصل چهارم تبیین گردیده است. روشی که محقق برای سنجش پایایی استفاده نموده است روش آلفای کرونباخ است. بر این اساس، برای سنجش پایایی پرسشنامه‌های این تحقیق از روش آلفای کرونباخ با کمک نرم افزار SPSS استفاده شده است. لذا تعداد ۳۰ پرسشنامه به عنوان نمونه اولیه توزیع می‌گردد و به کمک نرم افزار آماری SPSS، میزان ضریب اعتماد پرسشنامه‌های جمع‌آوری شده با روش آلفای کرونباخ محاسبه شد. نتایج مربوط به آزمون پایایی نیز ضرایب بالا و قابل توجه در بسیاری از متغیرها و گویه‌های مدل بوده است.

یافته‌های پژوهش

در این تحقیق با استفاده از تکنیک تحلیل عاملی اکتشافی مرتبه اول^۱ عوامل ابتدایی این متغیرها استخراج گردید. سپس با استفاده از مدل‌های اندازه‌گیری مدل معادلات ساختاری، صحت سنجش سازه‌ها توسط شاخص‌های مربوطه مورد بررسی قرار گرفت. تمامی شاخص‌های در نظر گرفته شده برای سازه‌های درون‌زا، تقریباً دارای همبستگی‌های بالای ۰٫۶ بودند. این مدل مبتنی بر ضرایب همبستگی جزئی می‌باشد که امکان مقایسه بین شاخص‌ها را میسر نمی‌سازد به همین خاطر مدل تخمین استاندارد، ارائه می‌شود. مدل از نظر شاخص‌های تناسب در وضعیت نسبتاً مناسبی قرار دارد. مقدار نسبت-کای دو بر روی درجه آزادی با مقدار مجاز ۳ تفاوت اندکی دارد. مقدار RMSEA مدل برابر با ۰/۰۶۹ و کمتر از ۰٫۰۸ می‌باشد. همچنین سایر شاخص‌های نیکویی برازش همچون CFI, NFI, GFI دارای مقادیری بزرگتر از مقدار مجاز ۰٫۹۰ می‌باشند. به استثنای یک مولفه از میان معیارهای تصمیم‌بهنه مفهومی که از سطح معنی‌داری کافی برخوردار نبوده، تمامی اعداد معنی‌داری کلیه پارامترهای مدل از عدد ۱٫۹۶ بزرگتر است لذا همبستگی مدل اندازه‌گیری متغیر مربوطه تایید می‌شود. با در نظر گرفتن تحلیل عاملی تاییدی و ارزیابی سطح اثرگذاری هر یک از سنج‌ها بر روی متغیرهای تعیین شده، در این بخش تحلیل مسیر روابط میان متغیرها ارائه می‌گردد. در مرحله نهایی با استفاده از تحلیل واریانس چندمتغیره نیز تاثیر متغیرهای نگرش رفتاری و توانایی مالی بر تصمیم‌بهنه ارائه می‌گردد. در یافته‌های تحقیق، ضرایبی که مابین ۱٫۹۶- و ۱٫۹۶ قرار می‌گیرند، به لحاظ آماری معنی‌دار نخواهند بود. بر همین اساس، فرضیه مربوط به نگرش رفتاری و توانایی مالی بر تصمیم‌بهنه تایید می‌شود. ارزیابی تاثیر نگرش رفتاری و توانایی مالی بر معیارهای عملیاتی و معیارهای مفهومی

^۱Confirmatory Factor Analysis (CFA)

^۲First-order exploratory factor analysis

مطابق با بررسی‌های صورت گرفته و با در نظر گرفتن تغییرات صورت گرفته در ضرایب مربوط به متغیرهای مستقل و وابسته، جدول زیر آزمون اختلاف میانگین ضرایب بدست آمده را نشان می‌دهد.

جدول ۱: نتایج حاصل از آزمون تی برای ارزیابی اثر متغیرهای مستقل و وابسته

متغیرهای معیارهای عملیاتی و مفهومی	آماره توزیع تی	درجه آزادی	سطح معنی داری	اختلاف میانگین	فاصله اطمینان ۹۵٪
پاسخگویی	81.53	110	.000	4.71	4.60
سیاست شرکت	94.70	110	.000	4.72	4.62
فرایند	37.69	110	.000	4.22	3.99
رشد سود آوری	100.85	110	.000	4.78	4.68
پاسخگویی	33.51	110	.000	4.00	3.76
افزایش فروش	25.10	110	.000	3.28	3.02

ضرایب مربوط به جدول فوق نشان می‌دهد که در متغیر تصمیم بهینه، ضرایب مربوط به متغیرهای معیارهای عملیاتی و مفهومی با تغییرات مثبت و معنی‌داری رو به رو شده‌اند.

برای بررسی اینکه مدل مورد نظر چگونه برازندگی و صرفه‌جویی را با هم ترکیب می‌کند از شاخص بسیار توانمند ریشه دوم برآورد واریانس خطای تقریب RMSEA استفاده شده است. شاخص RMSEA، ریشه میانگین مجذورات تقریب می‌باشد. این شاخص برای مدل‌های خوب ۰/۰۵ و کمتر است، مقدار ناچیز RMSEA در این مدل (۰/۰۱۳) محاسبه شده است و نشان از تبیین مناسب کوواریانس‌ها دارد. برای بررسی اینکه یک مدل به خصوص در مقایسه با سایر مدل‌های ممکن، از لحاظ تبیین مجموعه‌ای از داده‌های مشاهده‌شده تا چه حد خوب عمل می‌کند از مقادیر شاخص نرم‌شده برازندگی (NFI)، شاخص نرم‌نشده برازندگی (NNFI)، شاخص برازندگی فزاینده (IFI) و شاخص برازندگی تطبیقی (CFI) استفاده شده است. مقادیر بالای ۰/۹ این شاخص‌ها حاکی از برازش بسیار مناسب مدل طراحی شده در مقایسه با سایر مدل‌های ممکن است. در نهایت، مدلی که در آن این شاخص ۰/۹ یا بیشتر باشد برازش ضعیفی دارد. به طور کلی مقادیر قابل قبول شاخص‌های برازش و برآوردهای مدل اصلی در جدول زیر نشان داده شده است.

جدول ۲: شاخص‌های برازش مدل نهایی تحقیق

نام شاخص	برآوردهای مدل اصلی	مقادیر قابل قبول شاخص برازش
(کای دو بر درجه‌ی آزادی)	۲/۸۹	کمتر از ۳
(نیکویی برازش) GFI	۰/۸۸	بالاتر از ۰/۸
(نیکویی برازش تعدیل شده) AGFI	۰/۸۲	بالاتر از ۰/۸
(ریشه میانگین مربعات خطای برآورد) RMSEA	۰/۰۱۳	کمتر از ۰/۰۸
(برازندگی تعدیل یافته) CFI	۰/۹۴	بالاتر از ۰/۹
(برازندگی نرم شده) NFI	۰/۹۰	بالاتر از ۰/۹
(برازندگی نرم نشده) NNFI	۰/۹۳	بالاتر از ۰/۹
(برازندگی فزاینده) IFI	۰/۹۴	بالاتر از ۰/۹

تاثیرگذاری متغیرهای نگرش رفتاری و توانایی مالی بر معیارهای مفهومی تصمیم بهینه و نگرش رفتاری و توانایی مالی بر معیارهای عملیاتی تصمیم بهینه در نمودار بالا نشان داده شده است. به جهت بررسی اثر متغیرهای مستقل بر روی رابطه میان مولفه تصمیم بهینه بر معیارهای عملیاتی و مفهومی و نگرش رفتاری و توانایی مالی بر تصمیم بهینه، از آزمون تحلیل واریانس چند متغیره بهره گرفته شد تا بدین ترتیب آزمونی دیگر در مسیر تحلیل مسیر انجام گیرد.

نتیجه گیری

نظر به هدف اصلی پژوهش مبنی بر شناسایی مؤلفه های تأثیرگذار بر رفتارهای سرمایه‌گذاری فعالان بازار سرمایه جهت ایجاد امکان توزیع عادلانه خدمت در طی فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، معیارهای مذکور با استفاده از تحلیل عاملی شناسایی و تأیید گردید.

تحلیل نتایج مربوط به رفتارهای سرمایه‌گذاری فعالان بازار سرمایه نشان داد که استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی و فعالان بازار سرمایه، فارغ از تخصص در سرمایه‌گذاری، برای بررسی و مقایسه موقعیت‌های مختلف سرمایه‌گذار یوانتخاب بهترین بدیل‌های موجود، در دو قالب کلی بیشترین تمرکز را بر درک عملکرد از خود و توانایی مالی و نگرش رفتاری دارند. به علاوه در تبیین رفتار سرمایه‌گذاران، بیشترین مقادیر بارهای عاملی به متغیرهای توصیف‌کننده نگرش‌های رفتاری است. بر اساس این نتایج می‌توان استنباط نمود که دستیابی به اطلاعات در بازار سخت نیست، اما آنچه اهمیت دارد، نگرش فرد نسبت به خود و قابلیت‌های فردی می‌باشد، لذا رفتارهای فردی دارای بیشترین اهمیت در شکل‌گیری مدل رفتار سرمایه‌گذاران می‌باشد و همانطور که قابل حدس بود، اکثر سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند با بررسی‌های عملکرد خودشان چه در قالب سواد مالی، درک مخاطرات سیاسی، درک مخاطرات اقتصادی، درک اطلاعات، انگیزه کسب تجربه، و چه به شناخت نقش بورس در معیشت، موقعیت‌های سرمایه‌گذاری موجود را رتبه‌بندی کنند تا اینکه براساس جو بازار و فشار نظر اطرافیان (عوامل محیطی) تصمیم‌گیری نمایند، لذا رفتار فردی در اولویت اول و رفتارهای منبعت از محیط دارای پایین‌ترین میزان اهمیت را در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارد. سرمایه‌گذاران در شرایط مختلف، دارای رفتارهای متنوع و بعضاً غیر قابل پیش‌بینی هستند و در پژوهش حاضر مدلی واحد از رفتارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران نیستیم، لذا محققین می‌توانند در پژوهش‌های آتی به کشف سایر ابعاد رفتاری و عوامل موثر بر تصمیم‌گیری فعالان بازار سرمایه بپردازند، همچنین پیشنهاد می‌گردد پژوهشگران با مطالعه عملیاتی بورس‌های ساختار یافته دنیا، تأثیر تغییر روش‌های ارائه خدمت در بازار بورس را بر رفتارهای سرمایه‌گذاران بررسی و تحلیل نمایند در این تحقیق، دشواری‌های موجود در خصوص برگزاری جلسات گروه دلفی در زمره محدودیت‌های این پژوهش به شمار می‌رود. از سوی دیگر موضوعیت متغیرهای مستقل و وابسته در بخش‌های مختلف و بر حسب موقعیت سازمانی آنها، متفاوت از یکدیگر بوده است.

جدول ۳: خلاصه نتایج مربوط به فرضیات تحقیق

نتیجه	فرضیات تحقیق
تأیید	فرضیه ۱: نگرش رفتاری و توانایی مالی بر تصمیم‌بهنینه اثر دارد.
تأیید	فرضیه ۲: نگرش رفتاری و توانایی مالی بر معیارهای مفهومی تصمیم‌بهنینه اثر دارد.
رد	فرضیه ۳: نگرش رفتاری و توانایی مالی بر معیارهای عملیاتی تصمیم‌بهنینه اثر دارد.

منابع

- [1]. Curseu, P.L. Vermeulen, P.A.M. & Bakker, R.M. (2010). The psychology of entrepreneurial strategic decisions, in: Vermeulen, P.A.M. & Curseu, P.L. (Eds). Entrepreneurial strategic decision making: a cognitive perspective. Edward Elgar publishing limited, Pp. 41-68.
- [2]. Gigcus, P. Vermeulen, P.A.M. & Radulova, E. (2010). The decision-making entrepreneur: a literature review, in Vermeulen, P.A.M. & Curseu, P.L. (eds). Entrepreneurial strategic decision making: a cognitive perspective. Edward Elgar publishing limited, Pp. 11-41.
- [3]. Glaser, M. and Weber, M. (2008). Which past returns affect trading volume? Journal of Financial Markets. 12(1): Pp. 1-31.
- [4]. Larry, E. Pate. (1987). Improving Managerial Decision Making 9. Journal of Managerial Psychology. 2(2): Pp. 9-15.

- [5]. Miller, DC. And Byrnes, JP. (2001). Adolescents' decision making in social situations: A self-regulation perspective. *Journal of Applied Developmental Psychology*. 22(3): Pp. 56-237.
- [6]. Mintz, A. Geva, N. Redd, S. B. & Carnes, A. (1997). The effect of dynamic & static choice sets on decision strategy: an analysis utilizing the decision board platform. *American Political Science Review*. 2(1): Pp. 91-113.
- [7]. Nagy, R.A. and Obenberger, R.W. (1994). Factors influencing individual investor behavior. *Financial Analysts Journal*. Charlottesville. 50(4): Pp. 63-68.
- [8]. Peng, L. and Xiong, W. (2005). Investor Attention, overconfidence and category learning. *Journal of Financial Economics*. 80(3): Pp. 563-602.
- [9]. Shaver, K.G. and Scott, L.R. (1991). Person, process, choice: the psychology of new venture creation. *Entrepreneurial Practice Journal*. 12(3): Pp. 78-94.
- [10]. Barberis, Nicholas, Thaler, Richard. (2003). "A Survey of Behavioral Finance", *Handbook of the Economics of Finance, Elsevier Science B.V.*
- [11]. Bilinski, Pawel, Strong, Norman. (2011). "Managers' Private Information, Investor Underreaction and Long-Run SEO Performance", *European Financial Journal*
- [12]. Cheng Fan-fah & Annuar Nasir. (2008). "The Effect of Financial Risks on the Earning Response in Australia Bank Stocks", *Journal of Money, Investment and Banking*, Issue 6, pp.17-27
- [13]. Daubechies, I. (1992). *Ten Lectures on Wavelets*. SIAM, Philadelphia
- Dennis J. Chambers & Robert N. Freeman & Adam S. Koch. (2004). "The Effect of Risk on Price Responses to Unexpected Earning", *Fourier, J.* (1808). Mémoire sur la propagation de la chaleur dans les corps solides. présenté le 21 décembre 1807 à l'Institut national – *Nouveau Bulletin des sciences par la Société philomatique de Paris*. I. Paris: Bernard. pp. 112–116
- [14]. Gongmeng Chen, Kenneth A. Kim, John R. Nofsinger, Oliver M. Rui. (2007). "Trading performance, disposition effect, overconfidence, representativeness bias, and experience of emerging market investors", *Journal of Behavioral Decision Making*, Volume 20, Issue 4, pages 425–451
- [15]. Gulnur Muradoglu, Aslihan Salih, and Muhammet Mercan. (2005). "A Behavioral Approach to Efficient Portfolio Formation", *CUBS Faculty of Finance, Working Paper*
- [16]. Hens, Thorsten, Bachmann, Kremena. (2012). "Behavioural Biases", *Behavioural Finance for Private Banking*, Published Online
- [17]. Ilmanen, Antti. (2012). "Behavioral finance, Expected Returns: An Investor's Guide to Harvesting Market Rewards", Published Online
- [18]. Ishikawa, asaya, Takahashi, Hidetomo. (2010). "Overconfident managers and external financing choice", *Review of Behavioral Finance Journal*, Volume 2, Issue 1, pages 37–58
- [19]. Mallat, S. (1989). A theory for multiresolution signal decomposition: the wavelet representation. *IEEE Trans. Pattern Anal. Mach. Intell.* 11, 674–693
- [20]. Puetz, Alexander, Ruenzi, Stefan. (2011). "Overconfidence Among Professional Investors: Evidence from Mutual Fund Managers", *Journal of Business Finance & Accounting*, Volume 38, Issue 5-6, pages 684–712
- [21]. Ricciardi, Victor. (2005). "A Research Starting Point for the New Scholar: A Unique perspective of Behavioral Finance", *Social Science Research Network*, March 2005

- [22]. Schijven, Mario, A. Hitt, Michael. (2012). “The vicarious wisdom of crowds: toward a behavioral perspective on investor reactions to acquisition announcements”, *Strategic Management Journal*, Volume 33, Issue 11, pages 1247–1268
- [23]. Subrahmanyam, Avanidhar. (2008). “Behavioural Finance: A Review and Synthesis”, *European Financial Management*, Volume 14, Issue 1, pages 12–29
- [24]. Taylor-Powell, (1998). “Sampling” Program Development and Evaluation, University of Wisconsin Extension. G3658-3.