

بررسی تأثیر متغیرهای رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای سبک‌های عمده سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار

حسنعلی سینایی^۱، یاسمین حزباوی^۲، جیران محمدی^۳

چکیده

تحقیق حاضر به بررسی متغیرهای رفتاری تأثیرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری بر مبنای سبک‌های عمده سرمایه‌گذاری (بنیادی، تکنیکال یا سایر تکنیک‌ها) در بورس اوراق بهادار می‌پردازد. در این پژوهش به دنبال پاسخگویی به این سؤال هستیم که متغیرهای رفتاری تا چه حد بر تصمیم‌گیری خرید و فروش سهامداران در سبک‌های مختلف سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است؟ داده‌های مورد نیاز از طریق پرسشنامه حاصل گردیده است. جامعه آماری پژوهش سرمایه‌گذاران حاضر در بورس اوراق بهادار و نمونه پژوهش ۲۸۷ سرمایه‌گذار است که از طریق نمونه‌گیری تصادفی به دست آمده است. جهت سنجش فرضیه‌ها از آزمون تی تک نمونه‌ای و تحلیل عاملی یک طرفه استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد تصمیمات سرمایه‌گذاری در تمام سبک‌های مورد مطالعه تحت تأثیر متغیرهای رفتاری قرار می‌گیرند و تفاوت معناداری در تأثیر متغیرهای رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سهامداران با توجه به سبک‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: تصمیمات سرمایه‌گذاری، سبک‌های سرمایه‌گذاری، متغیرهای رفتاری، مالی رفتاری

۱. دانشیار مدیریت دانشگاه شهید چمران اهواز

۲. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی دانشگاه شهید چمران اهواز

۳. استادیار مدیریت دانشگاه شهید چمران اهواز

۱. مقدمه

چندرا (۲۰۰۸) در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری فرض بر این است که تصمیم‌گیری باید عقلایی باشد. اگرچه تصمیم را می‌توان بر اساس عوامل متعددی اتخاذ کرد ولی عموماً نظر این است که تصمیم‌گیری عقلایی بهترین شیوه اتخاذ تصمیم است. از این رو به افراد توصیه می‌شود عقلایی عمل نمایند، یعنی در تصمیم‌گیری‌های خود عواطف و احساسات شخصی را دخالت ندهند و با عینیت و واقعیت تصمیم‌گیری کنند. اما مشکل این است که مفهوم انسان عقلایی، مفهوم کاملاً روشن و بدون ابهام نیست و تصمیمات انسان به طریقی از فرض‌های استاندارد علم اقتصاد انحراف پیدا می‌کنند. در برخی مواقع شرایطی پیش می‌آید که امکان رفتار عقلایی را از تصمیم‌گیرنده سلب می‌کند. در این راستا شخصیت و ادراک سرمایه‌گذار از عواملی است که باید مورد توجه قرار گیرد.

چندرا (۲۰۰۸) به طور اساسی انسان عقلایی فردی است که تلاش می‌کند تا به اهداف خاص خود، با حداقل هزینه دست یابد. این مدل با وجود اعتباری که نزد اقتصاددانان داشت، بعدها توسط اقتصاددانان دیگری چون تورشتاین ویلن و جان مینارد کینز مورد انتقاد قرار گرفت؛ آن‌ها بیان می‌کنند که هیچ انسانی نمی‌تواند به طور کامل از تمامی وقایع آگاه باشد و مطلوبیت مورد انتظار خود را با تعیین کردن انتظارتش در تمامی اوقات حداکثر سازد و در عوض "عقلانیت محدود" را مطرح کردند با این فرض که هر تلاشی برای درک اینکه در واقع انسان‌ها چگونه تصمیم می‌گیرند؛ بستگی به سازماندهی فرآیند اطلاعات و محدودیت‌های فرد دارد. عقلانیت محدود فرض می‌کند، انتخاب افراد عقلایی اما مشروط به محدودیت‌های دانش و ظرفیت شناختی است. از آنجایی که منطق در برگیرنده طیف وسیعی از رفتار آدمی است؛ حتی در صورتی که فرض کنیم که رفتار منطقی است و تصمیمات اتخاذ شده عقلایی است باز همواره با خطاهایی روبرو هستیم که مفهوم عقلانیت را زیر سؤال می‌برد.

دانشمندان علوم رفتاری و تصمیم‌گیری دریافته‌اند که تحت شرایط معین افراد در قضاوت‌هایشان دچار خطاهای ذهنی می‌شوند که این اشتباه‌ها می‌تواند به انتظارات نادرست، قیمت‌گذاری نادرست اوراق بهادار و در نهایت به تصمیم‌گیری‌های نادرست و نامعقول منجر شود. در این موضوع تمرکز روی اشتباهات روزمره‌ای می‌باشد که در برگیرنده تفکرات سرمایه‌گذاران است. طرفداران این رویکرد عقلانیت محدود را که سایمون ارائه کرده بود، به عنوان پیش فرض پذیرفتند و سعی کردند، مدل‌های مالی را با علم روانشناسی پیوند بزنند.

جی و همکاران (۲۰۱۲) مالی رفتاری قادر به شناسایی متغیرهای رفتاری و خطاهای ذهنی مرتبط با تصمیم‌گیری و تأثیر آن‌ها بر عملکرد سرمایه‌گذاران است. فهم این موضوع به

سرمایه‌گذاران بالاخص سرمایه‌گذاران فردی کمک می‌کند تا آن‌ها بتوانند استراتژی‌های سرمایه‌گذاری بهینه‌ای اتخاذ کرده و به اهداف سرمایه‌گذاری خود دست یابند. اساساً در حوزه مالی تصور بر این است که سرمایه‌گذاران از روش‌های علمی برای پیش‌بینی بازار و تصمیمات خرید و فروش سهام استفاده می‌کنند. این روش‌ها شامل تحلیل بنیادی، تکنیکی و سایر روش‌های مورد استفاده در بورس می‌باشند. اما محققین در مواجهه با استثناهای فراوانی که در بازارهای مالی پیش روی داشتند به این نتیجه رسیدند که پدیده‌های روانشناختی نیز نقش مهمی در تعیین رفتار بازارهای مالی دارند. سرمایه‌گذاران در تصمیمات خود صرفاً از این روش‌های علمی استفاده نمی‌کنند و عوامل رفتاری همواره در تصمیمات آن‌ها مشاهده می‌شود. لذا با توجه به کمبود تحقیقات مربوط به مالی رفتاری و عدم ارتباط دادن نظریه‌های مالی رفتاری با سبک‌های عمده سرمایه‌گذاری در این مقاله سعی می‌شود برخی از عوامل رفتاری مؤثر در تصمیم‌گیری خرید و فروش سهام مورد بررسی قرار گرفته و این عوامل در سبک‌های مختلف سرمایه‌گذاری که توسط سرمایه‌گذاران به کار گرفته می‌شود، مورد مقایسه قرار گیرد.

۲. پیشینه نظری پژوهش

در تئوری‌های سنتی مالی، تصمیمات سرمایه‌گذاری با این فرض که سرمایه‌گذاران عقلایی هستند اتخاذ می‌شوند. ایده پایه‌ای تئوری انتخاب عقلایی، این است که الگوی رفتاری جوامع، منعکس کننده انتخاب‌های افرادی است که سعی می‌کنند منافعشان را بیشینه و هزینه‌شان را به حداقل برسانند؛ بنابراین: ۱. فرد اطلاعات کامل و دقیقی دارد که در صورت وقوع هر انتخاب چه پیامدی رخ خواهد داد. ۲. فرد قدرت تشخیص و زمان لازم برای بررسی و وزن دادن به هر انتخاب در مقابل سایر انتخاب‌ها را دارد.

برخلاف نظریه‌های سنتی مالی، نظریه‌های مدرن فرض می‌کنند که تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار بر اساس مفروضات مطرح شده در تصمیم‌گیری کلاسیک انجام نمی‌شود و غالباً با آن‌ها نامتناقض است. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران در هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری خود کاملاً عقلایی عمل نمی‌کنند و این فرآیند تحت تأثیر چندین خطای شناختی و روانشناختی قرار می‌گیرد. شواهد تجربی در تصمیمات سرمایه‌گذاری نشان دادند که افراد با توجه به مدل‌های سنتی رفتار نمی‌کنند و پدیده‌های رفتاری گوناگونی بر بازارهای سرمایه تأثیرگذار است. سایمون پیشنهاد می‌کند که فعالان اقتصادی گاهی اوقات از روش‌های شهودی به جای قوانین دقیق بهینه‌سازی در تصمیم‌گیری‌های خود استفاده می‌کنند.

سرمایه‌گذارانی که اطلاعات یکسانی دریافت می‌کنند درک متفاوتی از آن‌ها خواهند داشت. این درک متفاوت از این اطلاعات باعث رفتارهای متفاوت سرمایه‌گذاران خواهد شد. به دلیل اینکه هر کدام از سرمایه‌گذاران به طریقه خود اطلاعات دریافتی را تفسیر می‌کنند، در نتیجه تصمیمات مختلفی اتخاذ می‌کنند. بنابراین فاکتورهای رفتاری در بازارهای مالی حائز اهمیتند، زیرا بر سرمایه‌گذارانی که تصمیمات مالی اتخاذ می‌کنند تأثیرگذار است.

۳. متغیرهای رفتاری در تصمیمات مالی

لطیف و همکاران (۲۰۱۱) سرمایه‌گذار در معرض انواع مختلفی از عوامل رفتاری قرار می‌گیرد که باعث خطاهای شناختی در وی می‌شود. افراد زمانی که با موقعیت‌های تصمیم‌گیری دشوار و غیر قابل پیش‌بینی مواجه می‌شوند ممکن است از طریق ساده‌سازی ذهنی دست به تصمیمات غیربهبینه و قابل پیش‌بینی بزنند. خطاهای رفتاری به طور خلاصه، به عنوان خطاهای سیستماتیک در قضاوت تعریف می‌شوند. صمدی و همکاران (۱۳۹۱) خطاهای رفتاری در سطح کلان می‌توانند بر روی بورس اوراق بهادار تأثیر گذاشته و نوسانات قیمتی (حباب‌ها) و ناکارایی بازار را ناشی شوند، از طرفی در سطح خرد می‌توانند منجر به کاهش بازدهی و ضرر سهام داران شوند. لذا اشراف بر این خطاهای باعث می‌شود تا سرمایه‌گذاران با توجه و آگاهی بیشتر فرآیند تصمیم‌گیری خود را بررسی کنند و در صورت مواجه با خطاهای رفتاری بتوانند به خوبی واکنش نشان داده و از انحراف در تصمیم‌گیری جلوگیری نمایند.

مطالعاتی در زمینه انواع مختلف خطاهای رفتاری و چگونگی تأثیر این خطاها بر تصمیم‌گیری مالی سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی انجام شده است و به این نتیجه دست یافته‌اند که سرمایه‌گذاران از چندین خطا، زیان می‌بینند:

اعتمادبه‌نفس بیش از حد: ککاکاس و وایتاتس (۲۰۱۱) زمانی رخ می‌دهد که سرمایه‌گذار توانایی‌های خود را در برآورد ارزش اوراق بهادار بیش از حد برآورد می‌کند. به طور کلی اعتماد به نفس کاذب باعث می‌شود، سرمایه‌گذار سهام را با بیش‌ترین قیمت بخرد و به کم‌ترین قیمت بفروشد. که این باعث حجم بیش‌تر معاملات شده و به بروز حباب قیمتی در بازارهای مالی منجر می‌شود.

نمایندگی: راعی و فلاح‌پور (۱۳۸۳) اشخاص احتمال رخداد یک پدیده را با توجه به میزان شباهتی که این رخداد با رویدادهای مشاهده شده قبلی دارد، برآورد می‌کنند. نمایندگی به صورت دیگری نیز ظاهر می‌شود که به آن قاعده اعداد کوچک می‌گویند طبق این قاعده سرمایه‌گذاران تصور می‌کنند رویدادها و روندهای جدید تداوم خواهند یافت.

رفتار توده وار: بیچ و زی (۲۰۱۳) رفتار توده وار در بازارهای مالی به عنوان گرایش افراد برای تبعیت از دیگران تعریف می‌شود. مشارکت‌کنندگان در بازار معمولاً به اطلاعات بازار بیش‌تر از اطلاعات شخصی خود که در نتیجه تحلیل فاکتورهای بنیادی به دست می‌آورند اعتقاد دارند. لنگر انداختن: کانمن و تورسکی لنگر انداختن را به عنوان پدیده‌ای تعریف می‌کنند که فرد نقاط ارزیابی خود بر اساس اطلاعات ابتدایی، نقاط مرجع و یا نقاط اختیاری شروع می‌کند. این ارزش ابتدایی یا نقاط آغاز می‌توانند نتیجه قاعده‌سازی مسئله و یا در نتیجه برآوردهای ناتمام باشد. سرمایه‌گذار معمولاً در زمان فروش یا تجزیه و تحلیل به قیمت خرید اولیه خود رجوع می‌کند. بنابراین قیمت امروز به وسیله قیمت آن در گذشته تعیین می‌شود.

ناهماهنگی شناختی: دریس و اکورت (۲۰۰۵) ناهماهنگی شناختی به عنوان ناراحتی تجربه شده انسان است، زمانی که فرد تشخیص می‌دهد که تصمیم‌گیری آن با عقاید وی ناسازگار و ناهماهنگ است. سرمایه‌گذار برای اولین بار بر اساس اعتقادات قبلی خود در مورد بازده سهام دست به سرمایه‌گذاری می‌زند. اگر سرمایه‌گذار در دوره بعدی به اطلاعاتی دست یابد و این اطلاعات با اطلاعات قبلی وی که براساس آن‌ها تصمیمات درستی اتخاذ کرده است در تضاد باشد، تصمیم به چشم پوشی از این اطلاعات می‌گیرد.

پشیمان‌گریزی: مارچند (۲۰۱۲) در بحث‌های مربوط به سرمایه‌گذاری به واکنش سرمایه‌گذاران در هنگام اتخاذ تصمیمات اشتباه اشاره دارد. چون افراد تمایل دارند که همیشه رضایتمند باشند سعی می‌کنند سودهای خود را دریافت و زیان‌های خود را به تأخیر بیندازند. افراد اشتباهات خود را نمی‌پذیرند یا سعی می‌کنند که از پشیمانی اجتناب کنند. زیرا در غیر این صورت آن‌ها از فروش ورقه زیان‌ده خود جلوگیری یا از خرید ورقه سودده در کوتاه مدت اجتناب ورزند. سفسطه قمارباز: امین و همکاران (۲۰۰۹) در این رویکرد غیرعقلایی شباهت میان فرآیندهای تصادفی به طور غلط توسط سرمایه‌گذار به عنوان روابط پیشگویانه تفسیر می‌شوند. و سرمایه‌گذاری که تحت تأثیر تورش رفتاری سفسطه قمارباز قرار دارد معمولاً چنین می‌پندارد که توانایی پیش‌بینی تمام شدن بازده خوب یا بد سهام را دارد.

حسابداری ذهنی: تلنگی (۱۳۸۳) حسابداری ذهنی فرآیندی است که در آن سرمایه‌گذار نقاط مرجعی را برای معاملات خود جهت شناسایی ضرر و یا سود خود قرار می‌دهد. بنابراین، سهام برنده یا بازنده خود را به طور ذهنی و بدون توجه به پرتفوی خود طبقه‌بندی می‌کند و باعث می‌شود افراد هر کدام از ورقه پرتفوی خود را به طور جداگانه ارزیابی کنند.

۴. روش‌های ارزیابی و انتخاب سهام در بورس اوراق بهادار

تحلیل بنیادی: هاشمی و ولیا بیدگلی (۱۳۸۶) عبارتست از بررسی صورت‌های مالی شرکت‌ها و دیگر اطلاعات اقتصادی و مالی به منظور تعیین ارزش ذاتی شرکت. در این روش، سهام تا وقتی بازدهی بالایی دارند و قیمت آن‌ها کم‌تر از ارزش ذاتی شان می‌باشد، نگهداری می‌شوند و هنگامی که قیمتشان به بیش از ارزش ذاتی رسید به فروش می‌رسند.

تحلیل تکنیکال: شهرآبادی و بشیری (۱۳۸۹) عبارت از بررسی تغییرات قیمت‌های گذشته به منظور پیش‌بینی تغییرات آتی آن‌ها. هنر تحلیلگر تکنیکی تعیین روند تغییرات قیمت‌ها و نگهداری سرمایه‌گذاری تا زمانی است که روند فعلی معکوس نشده است.

سایر تکنیک‌ها: هاشمی و ولیا بیدگلی (۱۳۸۶) در بورس اوراق بهادار، افرادی فعالیت دارند که بر اساس آموخته‌های تجربی خود، مشورت‌های زبانی، شایعات موجود بازار اقدام به معامله می‌نمایند، بی‌آنکه به ساختار بازار اشراف داشته باشند. از اصطلاحات رایج استفاده می‌کنند، بی‌آنکه ریشه آن را بدانند. در یک جمله می‌توان گفت غیر استاندارد عمل می‌کنند.

۵. پیشینه تجربی پژوهش

در این بخش به پیشینه تجربی پژوهش از جمله تحقیقات صورت گرفته در زمینه تصمیم‌گیری و متغیرهای رفتاری مؤثر بر آن و میزان استفاده از هر کدام از روش‌های ارزیابی سهام، پرداخته می‌شود.

مانگی (۲۰۱۱) نشان داد که بسیاری از فاکتورهای اساسی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار مؤثرند. این متغیرها عبارت بودند از: اعتبار شرکت، وضعیت شرکت در صنعت، سود مورد انتظار، عملکرد گذشته سهام و قیمت سهام.

چندرا (۲۰۰۸) بیان کرد که سرمایه‌گذاران عقلایی رفتار نمی‌کنند و تصمیمات سرمایه‌گذاری آن‌ها از حرص، ترس، ناهماهنگی شناختی، قدرت ابتکاری وی، حسابداری ذهنی و لنگر انداختن تأثیر می‌پذیرد.

امین و همکاران (۲۰۱۳) به بررسی رویکرد سرمایه‌گذاران در مورد کارآیی بازار پرداخته و تئوری‌های سنتی مالی از جمله فرضیه بازار کارا و گشت تصادفی قیمت‌ها مورد بررسی دادند. نتایج حاصل از این پژوهش مبنی بر این بود که سرمایه‌گذاران همانطور که در فرضیه‌های سنتی معرفی شدند، کاملاً عقلایی رفتار نمی‌کنند.

مانگی (۲۰۱۱) در تحقیق خود تحت عنوان "فاکتورهای رفتاری تأثیرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری" نظریه چشم‌انداز و اکتشافی را مورد بررسی قرار داد و مشاهده کرد رفتار گله‌ای، نمایندگی و دسترسی بر رفتار سرمایه‌گذاران مؤثرند.

اگیولا (۲۰۰۹) در پژوهش خود تحت عنوان "مالی رفتاری: شناخت بی‌قاعدگی‌های بازار و متغیرهای روانشناختی" نشان داد که سرمایه‌گذاران در انتخاب پرتفوی خود علاوه بر ریسک و بازده از متغیرهای روانشناسی مانند احساسات، اعتماد بیش از حد و واکنش بیش از اندازه نیز متأثر می‌شوند.

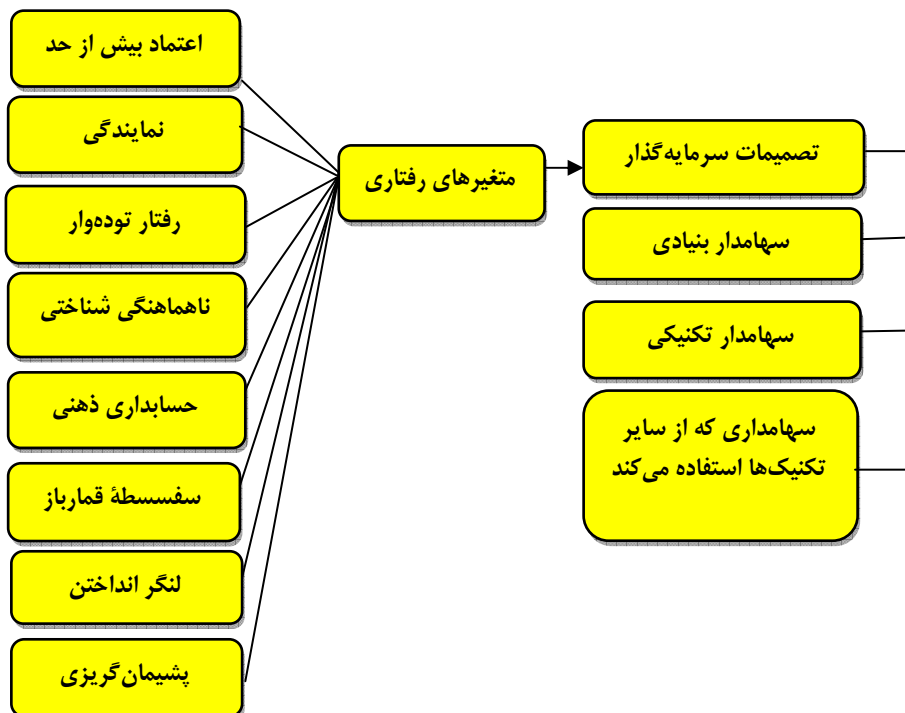
کنگازاران (۲۰۱۴) متغیرهای تأثیرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری را شناسایی کرده و مشاهده کرد که سه متغیر رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران مؤثر می‌باشد: رفتار توده‌وار و اعتماد بیش از حد تأثیر مثبت و لنگر انداختن تأثیر منفی بر رفتار سرمایه‌گذاران دارد. در صورتی که زیان‌گریزی و پشیمان‌گریزی و اطلاعات بازار و ترجیحات سرمایه‌گذار بر عملکرد سرمایه‌گذاری مؤثر نیست.

توکلی محمدی و قاضی‌زاده (۱۳۸۸) به مطالعه رفتار مدیران سرمایه‌گذار و تحلیل‌گران مالی در زمینه پیش‌بینی بازار و انتخاب سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نشان دادند که تحلیل‌گران و مدیران سرمایه‌گذاری بورس اوراق بهادار تهران تأکید بیشتری بر تکنیک‌های سنتی یعنی تکنیک‌های تجزیه و تحلیل بنیادی و تکنیکال نسبت به تکنیک‌های جدید یعنی تکنیک‌های تجزیه و تحلیل پرتفوی دارند. استفاده از سایر تکنیک‌ها و نظرات و گزارش‌های کارشناسان دارای اهمیت نسبی خوبی می‌باشد.

لشکری و مرتاضی (۱۳۹۰) در پژوهشی به معرفی مالی رفتاری پرداخته و عوامل روانی مؤثر بر حجم سرمایه‌گذاری افراد را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش ۴ عامل روانی اثرگذار بر حجم سرمایه‌گذاری افراد شناسایی شد. نتایج به دست آمده گویای آن بود که حجم سرمایه‌گذاری با اعتماد به نفس افراد رابطه مستقیم و با منطق افراد رابطه عکس دارد. یعنی افراد همیشه کاملاً عقلایی عمل نمی‌کنند.

۶. مدل مفهومی پژوهش

مدل مفهومی ارائه شده در این پژوهش، مدل توسعه‌یافته کنگازاران (۲۰۱۴) است که شامل تمامی متغیرهای مورد بررسی در این پژوهش است.



شکل ۱: مدل مفهومی پژوهش

۷. فرضیات پژوهش

با توجه به پیشینه و مدل مفهومی پژوهش فرضیات تحقیق عبارتند از:

فرضیه اول: متغیرهای رفتاری بر تصمیم‌گیری سهامدارانی که در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود از تحلیل بنیادی استفاده می‌کنند، تأثیرگذار است.

جهت بررسی این فرضیه ۸ فرضیه فرعی برای آزمون ۸ متغیر رفتاری نمایندگی، اعتماد به نفس بیش از حد، رفتار توده‌وار، ناهماهنگی شناختی، سفسطه قمارباز، حسابداری ذهنی، لنگر انداختن، پشیمان‌گریزی تدوین شده و میزان اثرگذاری این متغیرهای رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سهامدار بنیادی مورد بررسی قرار می‌گیرد.

فرضیه دوم: متغیرهای رفتاری بر تصمیم‌گیری سهامدارانی که در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود از تحلیل تکنیکال استفاده می‌کنند، تأثیرگذار است.

جهت بررسی این فرضیه ۸ فرضیه فرعی برای آزمون ۸ متغیر رفتاری نمایندگی، اعتماد به نفس بیش از حد، رفتار توده‌وار، ناهماهنگی شناختی، سفسطه قمارباز، حسابداری ذهنی، لنگر

انداختن، پشیمان‌گریزی تدوین شده و میزان اثرگذاری این متغیرهای رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سهامدار تکنیکی مورد بررسی قرار می‌گیرد.

فرضیه سوم: متغیرهای رفتاری بر تصمیم‌گیری سهامدارانی که در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود از سایر تکنیک‌ها استفاده می‌کنند، تأثیرگذار است.

جهت بررسی این فرضیه ۸ فرضیه فرعی برای آزمون ۸ متغیر رفتاری نمایندگی، اعتماد به نفس بیش از حد، رفتار توده‌وار، ناهماهنگی شناختی، سفسطه قمارباز، حسابداری ذهنی، لنگر انداختن، پشیمان‌گریزی تدوین شده و میزان اثرگذاری این متغیرهای رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سهامداری که از سایر تکنیک‌ها استفاده می‌کند، مورد بررسی قرار می‌گیرد.

فرضیه چهارم: تفاوت معناداری در تأثیر متغیرهای رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سهامداران با توجه به سبک‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها وجود دارد.

جهت بررسی این فرضیه نیز ۸ فرضیه فرعی جهت آزمون ۸ متغیر رفتاری ذکر شده تدوین شده و میزان تأثیرگذاری هر یک از متغیرهای رفتاری در گروه‌های مورد بررسی پژوهش (بنیادی، تکنیکال، سایر تکنیک‌ها) مورد مقایسه قرار می‌گیرد.

۸. روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از نظر هدف در زمره تحقیقات کاربردی و بر اساس چگونگی گردآوری داده‌ها در زمره تحقیقات توصیفی-مقایسه‌ای قرار می‌گیرد. جامعه آماری پژوهش تمامی سرمایه‌گذاران فعال در بورس اهواز است. نمونه تحقیق حاضر نیز از میان سرمایه‌گذاران فعال و حاضر در بورس با استفاده از روش نمونه‌گیری در دسترس، به دست آمده است. با توجه به این که متغیرها از نوع چند ارزشی با مقیاس ترتیبی بوده و اندازه جامعه نیز نامحدود است برای برآورد حجم نمونه از فرمول ۱ استفاده شده است:

$$n = \frac{z^2 \cdot p \cdot q}{d^2} \quad \text{فرمول (۱)}$$

Z در سطح خطای ۰/۰۵ برابر ۱/۹۶، نسبت موفقیت برابر ۰/۵ در نظر گرفته می‌شود و مقدار ضریب خطای مجاز ۰/۰۶ انتخاب شده است. بنابراین با توجه به فرمول فوق حجم نمونه ۲۶۷ به دست می‌آید. برای اطمینان ۳۰۰ پرسشنامه توزیع شد که از میان پرسشنامه‌های به دست آمده ۲۸۷ پرسشنامه مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

۸.۱. آمار توصیفی**۸.۱.۱. فراوانی سرمایه‌گذاران بر اساس جنسیت**

جدول ۱ توزیع فراوانی سرمایه‌گذاران بر اساس جنسیت آن‌ها را نشان می‌دهد همانطور که این جدول نشان می‌دهد اکثریت پاسخ‌دهندگان، سرمایه‌گذاران مرد هستند.

جدول ۱: فراوانی سرمایه‌گذاران بر اساس جنسیت

جنسیت	فراوانی	درصد فراوانی	درصد داده‌های معتبر	درصد فراوانی تجمعی معتبر
مرد	۲۱۶	۷۵/۳	۷۵/۳	۷۵/۳
زن	۷۱	۲۴/۷	۲۴/۷	۱۰۰
مجموع	۲۸۷	۱۰۰	۱۰۰	-

۸.۱.۲. فراوانی سرمایه‌گذاران بر اساس سن

جدول ۲ فراوانی پاسخ‌دهندگان بر اساس سن آن‌ها را ارائه می‌دهد. همانطور که مشاهده می‌شود اکثریت پاسخ‌دهندگان بین ۲۵ تا ۳۴ سال سن دارند.

جدول ۲: فراوانی سرمایه‌گذاران بر اساس سن

سن	فراوانی	درصد فراوانی	درصد فراوانی معتبر	درصد فراوانی تجمعی معتبر
زیر ۲۵	۵۰	۱۷/۴	۱۷/۴	۱۷/۴
۲۵-۳۴	۱۴۸	۵۱/۶	۵۱/۶	۶۹/۰
۳۵-۴۴	۳۳	۱۱/۵	۱۱/۵	۸۰/۵
۴۵-۵۴	۳۴	۱۱/۸	۱۱/۸	۹۲/۳
۵۵ به بالا	۲۰	۷/۰	۷/۰	۹۹/۳
بی پاسخ	۳	۰/۷	۰/۷	۱۰۰
مجموع	۲۸۷	۱۰۰	۱۰۰	-

۸.۱.۳. فراوانی سرمایه‌گذاران بر اساس تجربه در بورس

جدول ۳ نیز فراوانی پاسخ‌دهندگان بر اساس تجربه فردی آن‌ها در بورس را نشان می‌دهد. با توجه به نتایج به دست آمده، اکثریت پاسخ‌دهندگان تجربه سرمایه‌گذاری بین ۱ تا ۵ سال دارند.

جدول ۳: فراوانی سرمایه‌گذاران بر اساس تجربه در بورس

تجربه (به سال)	فراوانی	درصد فراوانی	درصد داده‌های معتبر	درصد فراوانی تجمعی معتبر
کم‌تر از ۱	۱۰۹	۳۸/۰	۳۸/۰	۳۸/۰
۱-۵	۱۲۱	۴۲/۲	۴۲/۲	۸۰/۱
۶-۱۰	۴۲	۱۴/۶	۱۴/۶	۹۴/۸
۱۱-۱۵	۶	۲/۱	۲/۱	۹۶/۹
۱۶ و بالاتر	۶	۲/۱	۲/۱	۹۹/۰
بی پاسخ	۳	۱/۰	۱/۰	۱۰۰
مجموع	۲۸۷	۱۰۰	۱۰۰	-

۸.۱.۴. فراوانی سرمایه‌گذاران بر اساس تکنیک‌های ارزیابی سهام

توزیع فراوانی پاسخ‌دهندگان بر اساس تکنیک ارزیابی مورد استفاده آن‌ها برای تجزیه و تحلیل سهام نیز در جدول ۴ آمده است. نتایج حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران برای انجام تحلیل‌های خود و شناسایی زمان مناسب برای خرید و فروش به ترتیب از سایر تکنیک‌ها (۳۴.۸٪)، تحلیل بنیادی (۳۳.۴٪) و تحلیل تکنیکال (۳۱.۷٪) استفاده می‌کنند.

جدول ۴: فراوانی سرمایه‌گذاران بر اساس تکنیک‌های ارزیابی سهام

تکنیک‌های ارزیابی	فراوانی	درصد فراوانی	درصد داده‌های معتبر	درصد فراوانی داده‌های معتبر
تحلیل تکنیکال	۹۱	۳۱/۷	۳۱/۷	۳۱/۷
تحلیل بنیادی	۹۶	۳۳/۴	۳۳/۴	۶۵/۲
سایر تکنیک‌ها	۱۰۰	۳۴/۸	۳۴/۸	۱۰۰
مجموع	۲۸۷	۱۰۰	۱۰۰	-

۸.۲. روایی و پایایی پرسشنامه

ابزار گردآوری داده‌ها در این پژوهش شامل مطالعات کتابخانه‌ای و مطالعات میدانی بود. در مباحث مربوط به ادبیات پژوهش و پیشینه تحقیق از مطالعات کتابخانه‌ای و برای گردآوری داده‌ها از پرسشنامه استفاده شده است. در پرسشنامه ضمن شناسایی سبک مورد استفاده سرمایه‌گذار (بنیادی، تکنیکی و سایر روش‌ها)، با استفاده از ۲۶ سؤال بسته بر اساس طیف ۵ مقیاسی لیکرت از همواره تا هرگز به بررسی متغیرهای تحقیق پرداخته شد. در این پژوهش برای رواسازی پرسشنامه از روایی صوری و محتوایی استفاده شده است. ابتدا با استفاده از پیشینه

تحقیق حاضر، برای هر یک از متغیرها چندین سؤال تهیه و تنظیم گردید. سپس از روش آزمون صوری استفاده شده و کمیت و کیفیت سؤالات توسط اساتیده خبره و افراد متخصص در این زمینه مورد بررسی قرار گرفت. برای برآورد پایایی پرسشنامه نیز از ضریب آلفای کرونباخ استفاده شده این ضریب برای سایر متغیرها در جدول ۵ آمده است:

جدول ۵: مقدار آلفای کرونباخ

ردیف	نام متغیر	مقدار آلفای کرونباخ
۱	نماینده	۰/۸۶۵
۲	اعتماد به نفس بیش از حد	۰/۸۱۶
۳	رفتار توده وار	۰/۷۸۲
۴	ناهماهنگی شناختی	۰/۸۰۰
۵	سفسطه قمار باز	۰/۷۱۱
۶	حسابداری ذهنی	۰/۸۶۱
۷	لنگر انداختن	۰/۸۱۱
۸	پشیمان گریزی	۰/۸۶۵
۹	تمام متغیرها	۰/۸۳۵

مؤمنی و فعال‌قیومی (۱۳۹۱) گفته می‌شود اگر ضریب آلفای بیش‌تر از $0/7$ باشد آزمون از پایایی قابل قبولی برخوردار است. ضرایب آلفای کرونباخ برای سایر متغیرها بالاتر از $0/7$ می‌باشد بنابراین می‌توان گفت که پرسشنامه از پایایی مناسبی برخوردار است.

۸.۳. آمار استنباطی

برای آزمون نرمال بودن داده‌ها، تکنیک‌های مختلفی مورد استفاده قرار می‌گیرد، یکی از مناسب‌ترین این تکنیک‌ها، استفاده از شکل توزیع و یا به عبارت دیگر محاسبه کشیدگی و چولگی متغیرهای تحقیق است. مدار صفر برای این شاخص‌ها نشان دهنده این است که کاملاً از توزیع نرمال برخوردار می‌باشند.

مؤمنی و فعال‌قیومی (۱۳۹۱) "چولگی" عدم تقارن توزیع نسبت به شاخص معینی را نشان می‌دهد و کشیدگی مقایسه پراکندگی توزیع جامعه به توزیع نرمال است. خطای استاندارد ضریب چولگی و کشیدگی که نسبت ضریب چولگی و کشیدگی به خطای استاندارد آن است، می‌تواند به

عنوان آزمون نرمال بودن تلقی شود، در این صورت اگر ضریب چولگی کوچک‌تر از ۲- و یا بزرگ‌تر از ۲+ باشد نرمال بودن رد می‌شود. جهت بررسی داده‌های پرسشنامه ابتدا برای آزمون نرمال بودن متغیرها از نسبت ضریب چولگی و کشیدگی به خطای استاندارد استفاده شده است. ضریب کشیدگی و چولگی در جدول ۶ نشان داده شده است. نسبت ضریب چولگی و کشیدگی به خطای استاندارد برای سایر متغیرها نیز بین ۲- تا ۲+ به دست آمد بنابراین نمی‌توان فرض نرمال بودن توزیع را رد کرد و داده‌ها از توزیع نرمال برخوردارند.

جدول ۶: ضریب چولگی و کشیدگی متغیرها

متغیر	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی
نمایندگی	-۱/۱۸۶	۱/۶۸۸
اعتماد به نفس بیش از حد	-۰/۳۵۸	۰/۰۹۳
رفتار توده‌وار	۰/۳۶۶	۰/۳۶۰
ناهماهنگی شناختی	-۰/۲۵۲	-۰/۴۹۹
سفسطه قمارباز	-۰/۲۰۲	۰/۰۶۱
حسابداری ذهنی	۰/۳۹۹	۰/۲۷۹
لنگر انداختن	-۰/۴۱۶	۰/۰۹۱
پشیمان‌گریزی	۰/۰۳۳	-۰/۱۱۷

۹. یافته‌های پژوهش

بر این اساس برای بررسی فرضیه‌های ۱ تا ۳ از آزمون t تک نمونه‌ای و جهت آزمون فرضیه ۴ از تحلیل واریانس یک عامله استفاده شد. فرضیه اول تا سوم در سطح خطای ۰/۰۵ مورد بررسی قرار می‌گیرند.

فرضیه اول:

H₁: متغیرهای رفتاری بر تصمیم‌گیری سهامدارانی که در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود از تحلیل بنیادی استفاده می‌کنند، تأثیرگذار است.
H₀: متغیرهای رفتاری بر تصمیم‌گیری سهامدارانی که در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود از تحلیل بنیادی استفاده می‌کنند، تأثیرگذار نیست.

جدول ۷: نتایج فرضیه اول با آزمون t-test

متغیر	میانگین	آماره t	سطح معناداری	نتیجه آزمون
متغیرهای رفتاری	۳/۵۰	۱۲/۸۳۲	۰/۰۰۰	رد H_0
نماینده‌گی	۴/۰۶۲	۱۷/۴۶۶	۰/۰۰۰	رد H_0
اعتماد بیش از حد	۳/۴۰۶	۴/۹۵۲	۰/۰۰۰	رد H_0
رفتار توده وار	۳/۶۱۴	۸/۲۹۴	۰/۰۰۰	رد H_0
ناهماهنگی شناختی	۳/۰۴۵	-۰/۴۷۱	۰/۶۳۹	قبول H_0
سفسطه قمارباز	۳/۳۲۸	۴/۱۱۸	۰/۰۰۰	رد H_0
حسابداری ذهنی	۳/۷۷۴	۹/۰۱۹	۰/۰۰۰	رد H_0
لنگر انداختن	۳/۶۶۳	۱۰/۶۷۲	۰/۰۰۰	رد H_0
پشیمان‌گریزی	۳/۱۳۵	۱/۶۰۱	۰/۱۱۳	قبول H_0

نتایج فرضیه ۱ در جدول ۷ آمده و نشان دهنده آن است که رفتار خرید و فروش سهامداران از متغیرهای رفتاری مختلفی تأثیر می‌پذیرد و متغیرهای نماینده‌گی، حسابداری ذهنی، لنگر انداختن و رفتار توده‌وار بیش‌ترین تأثیر و بعد از آن‌ها به ترتیب قوت اثر متغیرهای، اعتماد به نفس بیش از حد، سفسطه قمارباز بر رفتار سرمایه‌گذاران مؤثر است و متغیرهای پشیمان‌گریزی و ناهماهنگی شناختی بر رفتار خرید و فروش سهامداران بنیادی تأثیری ندارد. این نتیجه با یافته‌های، کنگازارن (۲۰۱۴)، لشکری و مرتاضی (۱۳۹۰)، اگیولا (۲۰۰۵)، مطابقت دارد.

فرضیه دوم:

H_1 : متغیرهای رفتاری بر تصمیم‌گیری سهامدارانی که در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود از تحلیل تکنیکال استفاده می‌کنند، تأثیرگذار است.

H_0 : متغیرهای رفتاری بر تصمیم‌گیری سهامدارانی که در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود از تحلیل تکنیکال استفاده می‌کنند، تأثیرگذار نیست.

نتایج فرضیه ۲ در جدول ۸ آمده و حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران تکنیکی از متغیرهای رفتاری تأثیر می‌پذیرند و متغیرهای نماینده‌گی، حسابداری ذهنی و رفتار توده‌وار بیش‌ترین تأثیر و پس از آن‌ها به ترتیب قوت اثر، متغیرهای لنگر انداختن، پشیمان‌گریزی، ناهماهنگی شناختی، اعتماد به نفس بیش از حد بر رفتار سرمایه‌گذاران مؤثر است و سفسطه قمارباز بر تصمیمات سرمایه‌گذار تکنیکی تأثیرگذار نیست. این یافته با مطالعات کنگازارن (۲۰۱۴)، چاندارا (۲۰۰۸) مطابقت دارد.

جدول ۸: نتایج فرضیه دوم با آزمون t-test

متغیر	میانگین	آماره t	سطح معناداری	نتیجه آزمون
متغیرهای رفتاری	۳/۵۲۳	۱۲/۱۱۳	۰/۰۰۰	رد H_0
نمایندگی	۴/۴۶۱	۳۳/۲۰۷	۰/۰۰۰	رد H_0
اعتماد بیش از حد	۳/۱۷۹	۲/۵۴۵	۰/۰۱۳	رد H_0
رفتار توده‌وار	۳/۶۴۴	۸/۷۱۲	۰/۰۰۰	رد H_0
ناهماهنگی شناختی	۳/۲۳۴	۲/۵۰۲	۰/۰۱۴	رد H_0
سفسطه قمارباز	۳/۱۵۹	۱/۵۷۹	۰/۱۱۸	قبول H_0
حسابداری ذهنی	۳/۶۵۲	۷/۵۴۹	۰/۰۰۰	رد H_0
لنگر انداختن	۳/۵۸۶	۸/۲۲۰	۰/۰۰۰	رد H_0
پشیمان‌گریزی	۳/۲۶۷	۳/۳۷۶	۰/۰۰۱	رد H_0

فرضیه سوم:

H_1 : متغیرهای رفتاری بر تصمیم‌گیری سهامدارانی که در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود از سایر تکنیک‌ها استفاده می‌کنند، تأثیرگذار است.

H_0 : متغیرهای رفتاری بر تصمیم‌گیری سهامدارانی که در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود از سایر تکنیک‌ها استفاده می‌کنند، تأثیرگذار نیست.

جدول ۹: نتایج فرضیه سوم با آزمون t-test

متغیر	میانگین	آماره t	سطح معناداری	نتیجه آزمون
متغیرهای رفتاری	۳/۵۰۰	۱۲/۲۷۳	۰/۰۰۰	رد H_0
نمایندگی	۳/۸۶۲	۱۲/۶۳۰	۰/۰۰۰	رد H_0
اعتماد بیش از حد	۳/۴۱۰	۵/۴۸۶	۰/۰۰۰	رد H_0
رفتار توده‌وار	۳/۵۹۳	۷/۸۹۶	۰/۰۰۰	رد H_0
ناهماهنگی شناختی	۳/۴۷۰	۷/۱۷۶	۰/۰۰۰	رد H_0
سفسطه قمارباز	۳/۴۳۵	۵/۹۲۷	۰/۰۰۰	رد H_0
حسابداری ذهنی	۳/۴۶۹	۶/۳۷۴	۰/۰۰۰	رد H_0
لنگر انداختن	۳/۴۶۳	۷/۰۹۷	۰/۰۰۰	رد H_0
پشیمان‌گریزی	۳/۲۷۳	۴/۱۴۹	۰/۰۰۰	رد H_0

نتایج فرضیه ۳ نیز در جدول ۹ آمده و حاکی از آن است که سایر متغیرهای رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سهامدارانی که از سایر تکنیک‌ها استفاده می‌کنند تأثیرگذار است و متغیرهای نمایندگی و رفتار توده‌وار بیش‌ترین اثر را بر رفتار سهامداران دارد و بعد از آن به ترتیب متغیر ناهماهنگی‌شناختی، حسابداری ذهنی، لنگر انداختن، سفسطه قمارباز، اعتماد بیش از حد و پشیمان‌گریزی بر رفتار سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است. این یافته با مطالعات لشکری و مرتاضی (۱۳۹۰)، مطابقت دارد.

فرضیه چهارم:

H₁: تفاوت معناداری در تأثیر متغیرهای رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سهامداران با توجه به سبک‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها وجود دارد.

H₀: تفاوت معناداری در تأثیر متغیرهای رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سهامداران با توجه به سبک‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها وجود ندارد.

جدول ۱۰: نتایج فرضیه چهارم با آزمون ANOVA

متغیر	آماره f	سطح معناداری	نتیجه آزمون
متغیرهای رفتاری	۰/۰۸۷	۰/۹۱۷	قبول H ₀
نمایندگی	۲۶/۳۶	۰/۰۰۰	رد H ₀
اعتماد بیش از حد	۲/۹۳۲	۰/۰۵۵	قبول H ₀
رفتار توده‌وار	۰/۱۱۹	۰/۸۸۸	قبول H ₀
ناهماهنگی شناختی	۶/۳۷۳	۰/۰۰۲	رد H ₀
سفسطه قمارباز	۲/۶۶۹	۰/۰۷۱	قبول H ₀
حسابداری ذهنی	۲/۸۶۳	۰/۰۵۹	قبول H ₀
لنگر انداختن	۲/۷۳۹	۰/۰۹۴	قبول H ₀
پشیمان‌گریزی	۱/۰۳۹	۰/۳۵۵	قبول H ₀

جدول ۱۰ نیز نتایج فرضیه چهارم را نشان می‌دهد و گویای آن است که تفاوت معناداری در تأثیر متغیرهای رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سهامداران با توجه به سبک‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها وجود ندارد. در تحلیل نتایج حاصل از فرضیه‌های فرعی تفاوت معناداری در تأثیر متغیر نمایندگی و ناهماهنگی شناختی بر رفتار سرمایه‌گذاران در سبک‌های مختلف سرمایه‌گذاری

مشاهده می‌شود. در مورد سایر متغیرها نتایج پژوهش حاکی از آن است که تفاوت معناداری در تأثیر متغیرهای رفتاری بر رفتار سرمایه‌گذاران در سبک‌های مختلف سرمایه‌گذاری وجود ندارد.

۱۰. نتیجه‌گیری و بحث

این پژوهش به بررسی تأثیر متغیرهای رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سهامداران بر اساس سبک‌های مختلف سرمایه‌گذاری (بنیادی، تکنیکال و سایر تکنیک‌ها) در بورس اوراق بهادار می‌پردازد.

در تفسیر نتایج فرضیه اول باید گفت سرمایه‌گذاران بنیادی معتقدند که ارزش ذاتی سهام را می‌توان از طریق متغیرهای بنیادی برآورد کرد و تغییرات قیمت سهام در نتیجه تغییر در ارزش ذاتی شرکت‌ها روی می‌دهد. اما نتایج حاکی از آن است که رفتار خرید و فروش سهامداران علاوه بر متغیرهای بنیادی از متغیرهای رفتاری متعددی نیز تأثیر می‌پذیرد از میان متغیرهای مورد مطالعه پژوهش نمایندگی بیش‌ترین تأثیر را بر رفتار خرید و فروش سرمایه‌گذار بنیادی دارد و روند تغییرات قیمت سهم نقش تعیین‌کننده‌ای در تصمیمات خرید سهامداران بنیادی ایفا می‌کند. حسابداری ذهنی در مرتبه دوم بیش‌ترین تأثیر را بر رفتار خرید و فروش سرمایه‌گذار بنیادی داشته است. بدین معنا که سرمایه‌گذار بنیادی حساب‌های جداگانه‌ای برای پرتفوی خود در نظر گرفته و آن‌ها را به طور جداگانه ارزیابی می‌کند در صورتی که این امر به اتخاذ تصمیمات ناکارا و عدم نتایج بهینه منجر خواهد شد. لنگر انداختن در اولویت سوم بر رفتار سرمایه‌گذار بنیادی تأثیرگذار است. این متغیر تمایل سرمایه‌گذار جهت قرار دادن نقاط مرجعی برای معاملات خود را نشان می‌دهد. با توجه به نتایج پژوهش به نظر می‌رسد سرمایه‌گذاران بنیادی تصمیمات خرید و فروش خود را بر اساس نقاط مرجع که معمولاً قیمت خرید سهم است انجام می‌دهند. رفتار توده‌وار نیز در مرتبه چهارم، بیش‌ترین تأثیر را بر رفتار سرمایه‌گذار بنیادی دارد. رفتار توده‌وار عبارتست از آن دسته رفتارهای سرمایه‌گذاران در بازار، که منجر به نادیده گرفتن عقاید خود در رابطه با قیمت سهم و اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری تنها بر پایه رفتار کلی بازار می‌شود. به عبارت دیگر یک سرمایه‌گذار بنیادی از حرکت بازار پیروی می‌کند.

با توجه به نتایج حاصل از فرضیه دوم رفتار نمایندگی بیش‌ترین تأثیر را بر رفتار سرمایه‌گذار تکنیکی داشته است. در تفسیر نتایج حاصله می‌توان گفت که اساساً تحلیل تکنیکال بر مطالعه قیمت‌های گذشته سهام استوار است و این سرمایه‌گذاران بر اساس روندهای خاصی آینده سهام را پیش‌بینی می‌کنند. متغیر رفتاری نمایندگی نیز در این پژوهش به معنای تأثیرپذیری از رفتار اخیر سهام و قاعده اعداد کوچک است. برای تفسیر این نتیجه می‌توان گفت سرمایه‌گذار تکنیکی

همواره رفتار گذشته سهام را در تصمیمات خود مورد توجه قرار می‌دهد و بنابراین از این متغیر رفتاری بیش‌ترین تأثیر را می‌پذیرد. حسابداری ذهنی نیز در مرتبه دوم بالاترین تأثیر را بر رفتار سرمایه‌گذار تکنیکی دارد. بدین معنا که سرمایه‌گذار تکنیکی هر یک از ورقه‌های خود را به صورت جداگانه بررسی می‌کند. در مرتبه سوم نیز یک سرمایه‌گذار تکنیکی از متغیر رفتار توده‌وار تأثیر می‌پذیرد و با پیروی از دیگران تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را انجام می‌دهد. در مرتبه چهارم نیز لنگر انداختن بر رفتار سرمایه‌گذار تکنیکی تأثیرگذار است و یک سرمایه‌گذار تکنیکی به قیمت خرید خود به عنوان نقطه مرجع توجه کرده و ارزیابی و تصمیمات خرید و فروش خود را براساس این نقطه مرجع انجام خواهد داد.

در تفسیر نتایج حاصل از فرضیه سوم سرمایه‌گذارانی که از سایر تکنیک‌ها استفاده می‌کنند، بیش‌تر تحت تأثیر نمایندگی و رفتار توده‌وار قرار می‌گیرند بدین معنا که در هنگام انجام معاملات خود بیش‌تر به قیمت‌های گذشته سهم و رفتار کلی بازار توجه می‌کنند. ناهماهنگی شناختی نیز در مرتبه سوم بر رفتار این گروه از سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است. ناهماهنگی شناختی به عنوان ناراحتی تجربه شده انسان است، زمانی که فرد تشخیص می‌دهد که تصمیم‌گیری آن با عقاید وی ناسازگار و ناهماهنگ است. مارچند (۲۰۱۲) بنابراین این عامل رفتاری نیز می‌تواند منجر به تصمیمات ناکارا شود زیرا سرمایه‌گذار سعی می‌کند به جای اصلاح خطای خود نگرش خود را تغییر دهد و خود را متقاعد کند که تصمیمات وی درست و منطقی است.

همانطور که از نتایج به دست آمده بر می‌آید متغیرهای رفتاری پشیمان‌گریزی، سفسطه قمارباز و اعتماد به نفس بیش‌تر به طور کلی کم‌ترین تأثیر را بر رفتار سرمایه‌گذار داشته است و تفاوت معناداری در تأثیر متغیرهای رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سهامداران با توجه به سبک‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها وجود ندارد.

با توجه به مباحث صورت گرفته، به نظر می‌رسد تصمیم‌گیری و انتخاب گزینه‌ها توسط سرمایه‌گذاران، فرآیندی است که علاوه بر فنون مختلف ارزشیابی سهام از متغیرهای رفتاری متعددی نیز تأثیر می‌پذیرد که در بسیاری مواقع خود سرمایه‌گذار نیز از آن‌ها بی‌اطلاع است. بنابراین پیشنهاد می‌شود برای پیش‌بینی قیمت سهام و شناخت رفتار سرمایه‌گذار و بازار این متغیرهای رفتاری باید در نظر گرفته و شناسایی شوند.

منابع

تلنگی، ا. (۱۳۸۳). "تقابل نظریه نوین مالی و مالی رفتاری". *تحقیقات مالی*، بهار و تابستان ۱۳۸۳. سال ششم، (۱۷)، ۳-۲۶.

توکلی‌محمدی، م. و قاضی‌زاده، م. (۱۳۸۸). "بررسی رفتار مدیران سرمایه‌گذار و تحلیل‌گران مالی در مورد پیش‌بینی بازار و انتخاب سهام در بورس اوراق بهادار تهران". *دو ماهنامه علمی پژوهشی دانشور رفتار دانشگاه شاهد*، ۱۶ (۳۵)، ۱-۱۰.

راعی، ر. و فلاح‌پور، س. (۱۳۸۳). "مالیه رفتاری، رویکردی متفاوت در حوزه مالی". *تحقیقات مالی، پاییز و زمستان ۱۳۸۳*، ۱۸ (۱)، ۷۷-۱۰۶.

شهرآبادی، ا. و بشیری، ن. (۱۳۸۹). *مدیریت سرمایه‌گذاری و بورس اوراق بهادار، تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار، اطلاع‌رسانی و خدمات بورس*.

لشکری، م. و مرتاضی، ه. (۱۳۹۰). "نظریه مالی رفتاری و تأثیر آن بر حجم سرمایه‌گذاری افراد در بورس اوراق بهادار تهران". *مجله راهبرد، شماره ۲۶*.

صمدی، ع.، سهرابی، ر. و خزائی، م. (۱۳۹۱). "شناسایی سوگیری‌های رفتاری تأثیرگذار بر تصمیم‌گیری سهامداران فردی در خرید و فروش سهام در تالار بورس منطقه‌ای همدان". *فصلنامه مدیریت، سال نهم، (۲)*، ۸۵-۱۰۰.

مؤمنی، م. و فعال‌قیومی، ع. (۱۳۹۱). *تحلیل‌های آماری با استفاده از SPSS. چاپ پنجم، تهران، انتشارات مهربان*.

هاشمی، ع.، حق‌شناس، ا. و ولیبیدگلی، م. (۱۳۸۶). "بررسی روش مدیریت سرمایه‌گذاری در بورس منطقه‌ای اصفهان در زمینه پیش‌بینی بازار و انتخاب سهام". *مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، سال نوزدهم، (۱)*، ۱۰۹-۱۳۵.

Aguila, N. (2009). "Behavioral Finance: Learning From Market Anomalies and Psychological Factors". *Revista de Instituciones, Ideas y Mercados*, N 50, Mayo 2009. 47-104.

Amin, A., Sehrish, S. and Khan, Z. (2009). "Gambler's Fallacy And Behavioral Finance In The Financial Markets (A Case Study Oflahore Stock Exchange)". *Journal of Social Sciences*, 3 (2): 67-73.

Bich, N. and Thi, L. (2013). "Behavior Pattern of Individual Investors in, International". *Journal of Business and Management*, 9 (1): 1-16.

Borovas, G., Konstantinidis, A., Katarachia, A. and Voutsas, M.E. (2012). From Efficient Market Hypothesis To Behavioural Finance: Can Behavioural Finance Be The New Dominant Model For Investing?, *Scientific Bulletin-Economic Sciences*, 11 (2): 16-26.

Cekauskas, K. and Vytutas, L. (2011). Behavioural Biases of the Disposition Effect and Overconfidence and their Impact on the Estonian

Stock Market, Riga, Rigas Ekonomikas Augstskola Stockholm School of Economics in Riga.

Chandra, A. (2008). *Decision-Making In The Stock Market: Incorporating Psychology With Finance*, Delhi, Department of Commerce & Business Studies.

Drees, B. and Eckwert, B. (2005). "Asset Mispricing Due to Cognitive Dissonance". *International Monetary Fund*, 5 (9): 1-30.

Kengatharan, L. (2014). "The Influence of Behavioral Factors in Making Investment Decisions and Performance: Study on Investors of Colombo Stock Exchange". *Asian Journal of Finance & Accounting*, 6 (1).

Latif, M., Arshad, S., Fatima, M. and Farooq, S. (2011). "Market Efficiency, Market Anomalies, Causes, Evidences, and Some Behavioral Aspects of Market Anomalies". *Research Journal of Finance and Accounting*, 2 (9/10): 1-14.

Marchand, M. (2012). *Behavioral biases in financial decision making*. Tilburg University, Bachelor Thesis Finance, 18 mei 2012.

Mwangi, G.G. (2011). *Behavioral Factors Influencing Investment Decisions in the Kenyan Property Market*, Master Thesis, Strathmore University.