

فصلنامه علمی (مقاله علمی-پژوهشی) جامعه‌شناسی سیاسی ایران، سال سوم، شماره چهارم (پیاپی ۱۲) زمستان ۱۳۹۹، صص ۳۴۸۶-۳۴۷۵

بررسی تأثیر سوگیری رفتاری خودکنترلی بر رفتار مالی و رفاه مالی از طریق نقش تعدیل‌گر ریسک‌گریزی با رویکرد جامعه‌شناختی ایران

<https://dx.doi.org/10.30510/psi.2021.271053.1502>

منیژه محمدی<sup>۱</sup>

آرش نادریان (نویسنده مسئول)<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۹/۱۰

مجید اشرفی<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۱۲/۰۷

جمادوردی گرگانلی دوجی<sup>۴</sup>

چکیده

اگر بازارهای سرمایه کارآ باشند، توسعه اقتصادی تحقق می‌یابد. از سوی دیگر، از آنجاکه در حال حاضر بازار سهام کشور با استقبال فراوانی از سوی سرمایه‌گذاران مواجه شده است. بی‌تردید، بررسی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران از اهمیت انکارناپذیری برخوردار می‌باشد. لذا در این مطالعه به بررسی تأثیر سوگیری رفتاری خودکنترلی بر رفتار مالی و رفاه مالی از طریق نقش تعدیل‌گر ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران با رویکرد جامعه‌شناختی ایران پرداخته شد. برای این منظور، جامعه آماری مشتمل بر سرمایه‌گذاران انفرادی، معامله‌گران و کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران بوده که به‌طور مستقیم در بازار فعالیت داشته‌اند. همچنین نمونه‌آوری با استفاده از فرمول کوکران ۴۲۱ نفر تعیین شد. جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از مدل معادلات ساختاری به روش PLS استفاده شد. نتایج نشان داد که متغیر خودکنترلی از تأثیر معنادار مثبتی بر رفتار مالی، رفاه مالی و ریسک‌گریزی برخوردار می‌باشد. بدین مفهوم که با افزایش خودکنترلی سرمایه‌گذاران بازار سهام، رفتار مالی، رفاه مالی و ریسک‌گریزی آنان افزایش می‌یابد. همچنین، با وارد کردن متغیر ریسک‌گریزی به عنوان متغیر تعدیل‌گر، شدت رابطه بین خودکنترلی و رفتار مالی افزایش می‌یابد. بدین مفهوم که ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران بازار سهام، باعث تشدید رابطه مثبت بین خودکنترلی و رفتار مالی آنان می‌شود. در نهایت، با وارد کردن متغیر ریسک‌گریزی به عنوان متغیر تعدیل‌گر، شدت رابطه بین خودکنترلی و رفاه مالی کاهش می‌یابد. بدین مفهوم که ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران بازار سهام، باعث کاهش شدت رابطه مثبت بین خودکنترلی و رفاه مالی آنان می‌شود.

واژگان کلیدی: مالی رفتاری، خودکنترلی، رفاه مالی، ریسک‌گریزی، جامعه‌شناختی ایران.

<sup>۱</sup>گروه حسابداری، واحد علی‌آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی‌آباد کتول، ایران.

mohammadi\_manizheh@yahoo.com

<sup>۲</sup>گروه حسابداری، واحد علی‌آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی‌آباد کتول، ایران.

arashnaderian@yahoo.com

<sup>۳</sup>گروه حسابداری، واحد علی‌آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی‌آباد کتول، ایران.

mjd\_ashrafi@yahoo.com

<sup>۴</sup>گروه حسابداری، واحد علی‌آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی‌آباد کتول، ایران.

Jgorganli@yahoo.com

موضوع مالی رفتاری در دو دهه اخیر به عنوان مهمترین بحث مالی بوده است و توجه محققان مالی به این زمینه در حال افزایش است. در این حوزه، مفاهیم اقتصاد مالی و روان‌شناسی در جهت ایجاد مدل‌های دقیق‌تری از رفتار انسان در بازارهای مالی ادغام می‌شوند. همچنین، مدیریت مالی رفتاری به بررسی این موضوع می‌پردازد که چگونه مدیران اطلاعات را گردآوری، تعبیر و مورد پردازش قرار می‌دهند. به ویژه این حوزه از دانش بر روی پیش‌داوری‌های شناختی و ادراکی تمرکز دارد. در این علم تصور می‌شود که مدل‌ها می‌توانند بر روی رفتار تأثیر گذاشته و به تصمیمات شکل دهند. این پیش‌داوری‌ها می‌توانند در فرایند تصمیم‌گیری اختلال ایجاد کرده و به نتایجی پایین‌تر از سطح بهینه منجر شوند؛ زیرا عواطف بر کنترل شخصی فائق می‌آیند و به رفتار آدمی شکل می‌دهند (آکتاس و همکاران، ۲۰۱۹)<sup>۱</sup>. لذا خطاها و سوگیری‌ها در تصمیم‌گیری‌ها رخ می‌دهد که آگاهی از آن‌ها برای سرمایه‌گذاران ثربخش است. این سوگیری‌ها به دلیل تمایل به راه‌های میان‌بر و تأکید بیش از اندازه به تجربه، احساسات بی‌اساس، توهم و محاسبات سرانگشتی و بطور کلی فاصله با واقعیت رخ می‌دهد. هر چند در بعضی از مواقع این سوگیری‌ها ممکن است نتایج مثبت داشته باشند ولی احتمال بروز نتایج منفی زیاد است (کرمی و عباس، ۱۳۹۶). از طرف دیگر، برای درک بهتر در مورد چگونگی تصمیم‌گیری مالی افراد و اینکه چه مواردی جهت تصمیم‌گیری برایشان مهم است نیاز است تا ویژگی‌های روان‌شناختی مؤثر بر روی رفتار مالی و رفاه مالی افراد مورد از جمله خودکنترلی و ریسک‌گریزی بررسی قرار گیرد. در کشور ما با توجه به عدم آموزش‌های مالی افراد آن قدر هم که تصور می‌شود افراد معقول عمل نمی‌کنند و بسیاری از مردم علی‌رغم هوش و تلاش پیشرفتی در وضعیت مالیشان وجود ندارد و گاهی تصمیم‌گیری‌های مالی نامناسبی انجام می‌دهند. مردم معمولاً مقدار کمی برای بازنشستگی خود پس‌انداز می‌کنند و بیش از حد خرج می‌کنند و گاهی اوقات چیزهایی را خریداری می‌کنند که بعداً پشیمان می‌شوند. علاوه بر این برخی از مردم ممکن است نسبت به نتیجه یک رفتار مالی بیشتر یا کمتر احساس اضطراب کنند که این نتیجه ناهمگونی رفتار افراد است (آذر و همکاران، ۱۳۹۷). تحقیقات اخیر بیشتر روی فاکتورهای شناختی مثل سواد مالی تمرکز دارند و تحقیقات کمتری روی ویژگی‌های رفتاری افراد انجام شده است از جمله این ویژگی‌های رفتاری خودکنترلی افراد می‌باشد. خودکنترلی به معنی توانایی فرد در محدود ساختن خویش است به این معنی که شخص با خودکنترلی پایین‌تر قادر نیست در برابر وسوسه‌ها در یک دوره کوتاه مدت مقاومت کند. یعنی توانایی کنترل خود در برابر وسوسه‌ها را ندارد. فرض بر این است افراد دارای خودکنترلی بهتر با احتمال بیشتری پول خود را پس‌انداز می‌کنند و رفتار مالی و رفاه مالی بهتری نشان می‌دهند. همچنین نسبت به مسائل مالی احساس خطر کمتری می‌کنند و امنیت بیشتری نسبت به وضعیت آتی خود دارند (اسدیگی، ۱۳۹۵). اصطلاحاً رفتار مالی را برای ارجاع به رفتارهای مثبت و خواسته‌ای به کار می‌گیرند که توسط اقتصاددانان و مصرف‌کنندگان به عنوان راه‌های پیشرفت خوشبختی مالی پیشنهاد می‌شوند. رفتار مالی عمومی شامل فعالیت‌ها در ارتباط با پول نقد، مدیریت اعتباری و پس‌انداز است یعنی رویکرد نگرش افراد به سمت پول و اینکه پول چگونه خرج، پس‌انداز و سرمایه‌گذاری می‌شود (استرومبک و همکاران، ۲۰۱۷)<sup>۲</sup>.

۱. Aktas et al, ۲۰۱۹

۲. Strömbäck et al, ۲۰۱۷

بازارهای سرمایه نقش مهمی در اقتصاد دارند، زیرا وجوه نقد افرادی که توان استفاده از وجوه خود را ندارند، به کسانی که این توانایی را دارند، هدایت می‌کنند. طبیعتاً عملکرد خوب این بازارها عامل کلیدی در تأمین رشد اقتصادی خواهد بود، لذا اگر بازارهای سرمایه کارآ باشند، توسعه اقتصادی تحقق می‌یابد. از سوی دیگر بدلیل تصمیم‌گیری غیرمنطقی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه کارآ باشند، توسعه اقتصادی تحقق می‌یابد. از سوی موجب عدم کارایی بازار می‌شود (باباجانی محمدی و همکاران، ۱۳۹۶). از آنجاکه در حال حاضر بازار سهام با استقبال فراوانی از سوی سرمایه‌گذاران مواجه شده است، بی‌تردید بررسی تأثیر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران می‌تواند از اثرات آن بر بازار سرمایه کشور بکاهد. لذا در این مطالعه به بررسی تأثیر سوگیری رفتاری خودکنترلی بر رفتار مالی و رفاه مالی از طریق نقش تعدیل‌گر ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران با مطالعه موردی در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می‌شود.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

### ۲-۱- رویکردهای مالی رفتاری؛ تورش‌های رفتاری

علوم رفتاری از جمله دانش‌های کاربردی است که در قالب رشته تخصصی به نام روانشناسی به حوزه علم ورود پیدا کرده است. زیربنای اساسی این دانش، انسان و پیچیدگی‌های ذاتی، رفتاری و شخصیتی است که مستلزم درک و شناخت آن در چارچوبی علمی تحت عنوان روانشناسی مورد پژوهش و بررسی قرار گرفته است. بررسی تاریخی دانش روانشناسی این واقعیت را آشکار نموده است که در تعامل با سایر علوم، ضمن پاسخ کاربردی به مسائل فراروی انسان، موجب ارتقاء دانش روانشناسی از یک طرف و زمینه تعامل با سایر علوم انسانی را نیز از طرف دیگر فراهم نموده است (فدایی نژاد و همکاران، ۱۳۹۴). مالی رفتاری شاخه‌ای از علوم رفتاری است که به بررسی مسایل مالی از یک نگاه علمی اجتهامی و وسیع‌تر، شامل توجه به روانشناسی و جامعه‌شناسی و نیز حذف چارچوب‌های عقلی و منطقی صرف می‌پردازد. بر همین اساس در دو دهه اخیر تمرکز بسیاری از مباحث مالی از تحلیل‌های آماری و اقتصادسنجی بر روی قیمت‌ها و سودها به سمت روانشناسی انسانی تغییر کرده و با نگاهی بازتر و با استفاده از مفروضات واقعی‌تر نسبت به مدیریت مالی نوین به تبیین و توضیح رفتار بازارهای مالی می‌پردازند. مکتب یا دیدگاه مالی رفتاری که از تلفیق روانشناسی و مالی به وجود آمده است اظهار می‌دارد که روانشناسی در تصمیم‌گیری مالی نقش مهمی ایفا می‌نماید. از آنجا که خطاهای شناختی و انحرافات بر نظریات سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارند، بنابراین بر گزینه‌های مالی نیز تأثیر می‌گذارند (طالب‌نیا و تختایی، ۱۳۹۳). مالی رفتاری، مطالعه‌ای از نحوه تحلیل و تفهیم افراد از اطلاعات برای اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری آگاهانه می‌باشد. به عبارت دیگر مالی رفتاری به دنبال تأثیر فرآیندهای روانشناختی در تصمیم‌گیری است. امروزه ایده رفتار کاملاً عقلایی سرمایه‌گذاران که همواره به دنبال حداکثر کردن مطلوبیت‌شان هستند، در راستای توجیه رفتار و واکنش بازارها کافی نیست، بنابراین مالی رفتاری را می‌توان پارادایمی دانست که با توجه به آن، بازارهای مالی با استفاده از مدل‌هایی مورد مطالعه قرار می‌گیرند که دو فرض اصلی و محدود کننده پارادایم سنتی یعنی بیشینه‌سازی مطلوبیت مورد انتظار و عقلانیت کامل را کنار می‌گذارد. در مالی رفتاری این ادعا مطرح می‌شود که برخی اوقات به منظور یافتن پاسخی برای معماهای تجربی موجود در حوزه مالی، ضروری است تا این احتمال را بپذیریم که گاهی برخی از عوامل اقتصادی کاملاً عقلایی رفتار نمی‌کنند. اما به‌گفته رابرت اولسن<sup>۱</sup> مالی رفتاری سعی نمی‌کند

۱. Robert Olsen

نشان دهد رفتار عقلایی نادرست است، بلکه در تلاش است که کاربرد فرایندهای تصمیم‌گیری روانشناختی را در شناخت و پیش‌بینی بازارهای مالی نشان دهد (برینبرگ، ۲۰۱۱).<sup>۱</sup>

طرفداران مالی رفتاری اعتقاد راسخی دارند که آگاهی از تمایلات روان شناختی در عرصه سرمایه‌گذاری، کاملاً ضروری و نیازمند توسعه جدی دامنه تحقیقاتی است و برای افرادی که نقش روانشناختی 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 دانیل کانمن<sup>۲</sup> و پروفیسور ورنون اسمیت<sup>۳</sup> می‌باشد. این دو محقق در سال ۲۰۰۲ بطور مشترک جایزه نوبل اقتصادی را به خود اختصاص دادند. موسسه نوبل، کانمن را به خاطر وارد کردن بینش‌های روانشناسی به علوم اقتصادی، به ویژه توجه به قضاوت و تصمیم‌گیری افراد تحت شرایط عدم قطعیت و اسمیت را به خاطر استفاده از تجربیات آزمایشگاهی به عنوان ابزاری در تحلیل‌های تجربی اقتصادی مورد قدردانی قرار داد (رهنمای رودپشتی و زندیه، ۱۳۹۱). پیشینه مالی رفتاری به طور تقریبی به اوایل دهه ۷۰ باز می‌گردد. این شاخه ترکیبی علوم مالی که در واقع علوم روانشناسی و گاهی جامعه‌شناسی را برای تحلیل بهتر مسایل بازارهای مالی مورد استفاده قرار می‌دهد، اغلب به بررسی فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و واکنش آنان در قبال شرایط مختلف بازارهای مالی می‌پردازد و تاکید آن بیشتر به تاثیر شخصیت، فرهنگ و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است (طالب‌نیا و تختایی، ۱۳۹۳). ساختارهای خاص فرهنگی در ایران و اثرگذاری آن‌ها بر رفتارهای فردی و گروهی افراد به ویژه در بازار سرمایه، لزوم شناخت تئوری‌ها و مدل‌های تحلیلی و شناختی مالی رفتاری را برای فعالان و دست‌اندرکاران بازار، اجتناب ناپذیر می‌نماید. این که گاهی مشاهده می‌شود که در بازار به جای تقاضای دو طرفه و داشتن خریداران و فروشندگان در یک زمان، با تقاضای یک طرفه و صف‌های خرید یا صرفاً فروش مواجه هستیم، بی‌شک از مصادیق الگوهای رفتاری خاص حاکم بر بازار است. مالی رفتاری کمک می‌کند تا با فرموله کردن مدل‌های رفتاری، بهتر بتوان بازار سرمایه را شناخته و در رفع برخی تنگناهای ناشی از الگوهای رفتاری بهتر عمل کرد (فدایی‌نژاد و همکاران، ۱۳۹۴). در مالی رفتاری، ویژگی‌های رفتاری که بر فرآیند تصمیم‌گیری‌های افراد موثرند مورد مطالعه قرار می‌گیرند. این ویژگی‌ها «تورش‌ها یا سوگیری‌های رفتاری» نامیده می‌شوند. تحقیقات مختلفی در زمینه انواع خطاهای ادراکی و چگونگی تاثیر این خطاها بر تصمیم‌گیری مالی سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی انجام شده و به این نتیجه دست یافته‌اند که تصمیم‌های سرمایه‌گذاران تحت تاثیر چندین خطا قرار می‌گیرد. از شاخص‌ترین پژوهشگران در این حوزه، کانمن و تورسکی بودند که با مطرح نمودن تئوری انتظار به بسط این دانش کمک چشم‌گیری نمودند؛ همچنین اشن ایدر، ویس، بودسکو و توماس پژوهشگرانی بودند که با ارائه مقالات در زمینه مالی رفتاری، نقش مهمی در مدیریت مالی ایفا نموده و سهم عظیمی جهت کمک به سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیم‌های مالی دارند (فلاح پور و عبدالمی، ۱۳۹۰). پمپیان<sup>۴</sup> (۲۰۰۶) در مطالعه‌ای ۲۲ سوگیری رفتاری را شناسایی کرد که عبارتند از:

۱. دنباله روی از جمع (Herd Behavior) ۲. کوته بینی (Narrow Framing)

۱. Birnberg, ۲۰۱۱

۲. Daniel Kahneman

۳. Vernon Smith

۴. Pompian, ۲۰۰۶



بر عملکرد شرکت تأثیر منفی دارد اما هنگامی که اطمینان بیش از حد و کوتاه‌بینی به طور مشترک در نظر گرفته شوند، می‌توانند مفید واقع شوند. گیل و همکاران (۲۰۱۸)<sup>۱</sup> به بررسی عوامل مؤثر بر رفتار تصمیم سرمایه‌گذاری با نقش میانجی جستجوی اطلاعات پرداختند. برای این منظور تأثیر دو دسته از عوامل از جمله تورش رفتاری اعتماد به نفس بیش از حد و انتظارات اقتصادی بر روی رفتار تصمیم‌گذاری سرمایه‌گذاران بازار سهام پاکستان بررسی شد. نتایج این تحقیق نشان داد که رابطه مثبت و معناداری بین انتظارات اقتصادی و رفتار تصمیم سرمایه‌گذاری وجود دارد و جستجوی اطلاعات تأثیر معناداری بر رابطه بین انتظارات اقتصادی و رفتار تصمیم سرمایه‌گذاری ندارد. همچنین، رابطه مثبت و معناداری بین اعتماد به نفس بیش از حد و رفتار تصمیم سرمایه‌گذاری وجود دارد و جستجوی اطلاعات تأثیری معناداری بر رابطه بین اعتماد به نفس بیش از حد و رفتار تصمیم سرمایه‌گذاری دارد. جاین و همکاران (۲۰۱۹)<sup>۲</sup> به ارزیابی اثرات تورش‌های رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران انفرادی در کشور هند پرداختند. برای این منظور از روش تحلیل سلسله‌مراتبی فازی (FAHP) استفاده کردند. نتایج مطالعه آنان نشان داد که مهمترین تورش‌های رفتاری عبارتند از: رفتار رمه‌ای، ریسک‌گریزی و اطمینان به نفس بیش از حد.

حسینی چگنی و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل معادلات ساختاری پرداختند. جامعه آماری شامل کلیه سرمایه‌گذاران (سهامداران) حقیقی است که از سال ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۱ بررسی شده و نمونه تحقیق با استفاده از فرمول کوکران ۳۸۴ برآورد شده است. یافته‌ها نشان داد، خطاهای ادراکی مطرح شده در پژوهش رابطه معناداری با تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران دارد. همچنین، بین تورش‌های کوتاه‌نگری، بهینه‌بینی، خوداسنادی، توان‌پنداری و دیرپذیری با تصمیمات سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد و تورش رفتاری ابهام‌گریزی به صورت مثبت و معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران تأثیر ندارد. سهرابی (۱۳۹۴) به بررسی رابطه بین تورش اعتماد بیش از حد، ادراک ریسک و رفتار ریسک‌پذیری متخصصان امور مالی پرداخت. جامعه آماری شامل کلیه متخصصان امور مالی ۷۸ شرکت تأمین سرمایه، سب‌گردان و کارگزاری‌های دارای مجوز سب‌گردانی بوده که در نهایت متخصصان امور مالی ۶۳ شرکت حاضر به همکاری شدند. نتایج حاصل از تحلیل‌های تک متغیره نشان داد که متخصصان امور مالی در تمام سطوح اعتماد بیش از حد، فرا اعتماد هستند. همچنین، بین خوش‌بینی و ریسک‌پذیری رابطه معنادار و مثبت وجود دارد، اما میان سطوح دیگر اعتماد بیش از حد (تورش دقت تخمین، بالاتر از میانگین و توهم کنترل) و ریسک‌پذیری رابطه معناداری مشاهده نشد. علاوه بر این، نتایج وجود رابطه معنادار و معکوس را میان ادراک ریسک و ریسک‌پذیری تأیید کرد. به علاوه میان درآمد متخصصان و ریسک‌پذیری آن‌ها رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد، اما میان جنسیت، تأهل، تحصیلات، سن، و تجربه فعالیت با ریسک‌پذیری رابطه معناداری مشاهده نشد. محمدی و فخاری (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر میزان خودکنترلی و رعایت تعهدات دینی مدیران مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان دو ویژگی فردی آن‌ها، بر کیفیت افشای اطلاعات و ابعاد آن پرداختند. بدین منظور اطلاعات مربوط به ویژگی‌های فردی مدیران مالی در سال ۱۳۹۳ از طریق پرسش‌نامه تانجی و نیز پرسشنامه خدایاری‌فرد و همکاران، جمع‌آوری شده و میزان تأثیر این عوامل بر کیفیت افشای اطلاعات و افزاز آن، از طریق روش توصیفی تحلیل مسیر، مورد مطالعه

۱. Gill et al, ۲۰۱۸  
۲. Jain et al, ۲۰۱۹

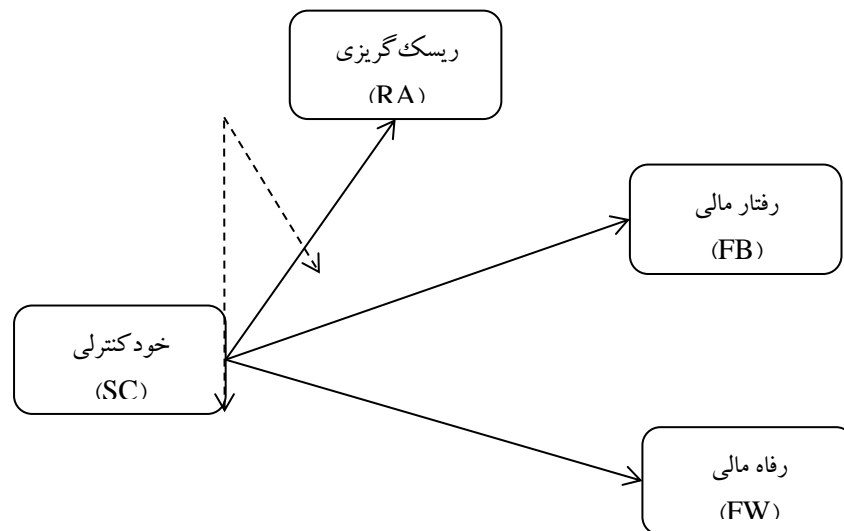
قرار گرفته است. نتایج حاصل از تحلیل مسیر داده‌ها نشان داد که میزان خود کنترلی مدیران مالی بر کیفیت افشای اطلاعات تاثیر مثبت دارد ولی رعایت تعهدات دینی آنان بر کیفیت افشای اطلاعات اثری نمی‌گذارد. باباجانی محمدی و همکاران (۱۳۹۶) به شناسایی عمده‌ترین سوگیری‌های سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران با استفاده از روش فراتحلیل پرداختند. به همین جهت، با بررسی نظام‌مندی که در پایگاه‌های معتبر داخلی و خارجی (در دوره زمانی ۲۰۱۶-۱۹۸۰) صورت گرفته، در نهایت با بررسی تعداد ۶۰ مقاله که از روش تحلیل آماری یکسان در مورد سوگیری‌های سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه استفاده کرده بودند، عمده‌ترین سوگیری‌های شناختی و عاطفی سرمایه‌گذاران مشخص گردید. سوگیری‌های شناختی شامل؛ اعتماد بیش از حد، اتکاء و تعدیل، نمایندگی، خوداسنادی، محافظه‌کاری، ابهام‌گریزی، حسابداری ذهنی، رویدادهای اخیر، شکل‌دهی، اثر وضعی، خودکنترلی، و سوگیری‌های عاطفی عبارت از: خوش‌بینی، زیان‌گریزی و پشیمان‌گریزی بودند.

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

مطالعه حاضر به دنبال آزمون فرضیه‌های زیر می‌باشد:

- ۱- خود کنترلی از تأثیر معناداری بر رفتار مالی برخوردار می‌باشد.
- ۲- خود کنترلی از تأثیر معناداری بر رفاه مالی برخوردار می‌باشد.
- ۳- خود کنترلی از تأثیر معناداری بر ریسک‌گریزی برخوردار می‌باشد.
- ۴- ریسک‌گریزی از نقش تعدیل‌گر معناداری بین خودکنترلی و رفتار مالی برخوردار می‌باشد.
- ۵- ریسک‌گریزی از نقش تعدیل‌گر معناداری بین خودکنترلی و رفاه مالی برخوردار می‌باشد.

همچنین، متغیرها و مدل مفهومی تحقیق عبارتند از:



شکل ۱: مدل مفهومی و ارتباط میان متغیرهای پژوهش

جهت اندازه‌گیری متغیر رفتار مالی (FB) از سؤالات ۱ تا ۱۲، جهت اندازه‌گیری متغیر رفاه مالی (FW) از سؤالات ۱۳ تا ۱۹، جهت اندازه‌گیری متغیر خودکنترلی (SC) از سؤالات ۲۰ تا ۲۸ پرسشنامه استرومبک و همکاران (۲۰۱۷) و جهت اندازه‌گیری متغیر ریسک‌گریزی (RA) از پرسشنامه ۸ سؤالی لینکولن (۲۰۱۲)<sup>۱</sup> استفاده شد. علاوه بر این، جامعه این پژوهش، سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران هستند که به

۱. Lincoln, ۲۰۱۲

طور مستقیم در بازار فعالیت دارند؛ این سرمایه‌گذاران دارای ویژگی‌های متفاوتی هستند و تلاش خواهد شد که نمونه به شیوه تصادفی و به نحوی از میان آن‌ها انتخاب شود که ویژگی‌های انواع سرمایه‌گذاران را در برگیرد. بطوریکه تمامی سرمایه‌گذاران، تبعه‌های ایرانی، شامل سرمایه‌گذاران انفرادی، معامله‌گران و کارگزاران در بازار سرمایه ایران را تشکیل داده و علایق کسب منفعت و سود در سرمایه‌گذاری در آن‌ها قابل مشاهده باشد. همچنین جهت تعیین حجم نمونه از فرمول کوکران به صورت زیر استفاده شد:

$$n = \frac{t^2 \cdot s^2}{d^2} \rightarrow n = \frac{1.96^2 \times 0.274}{(0.05)^2} \cong 421$$

در نهایت جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌های تحقیق از مدل‌یابی معادلات ساختاری به روش حداقل مربعات جزئی (PLS) استفاده شد.

#### ۴- تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

جدول زیر توصیف آماری نمونه مورد مطالعه را نشان می‌دهد:

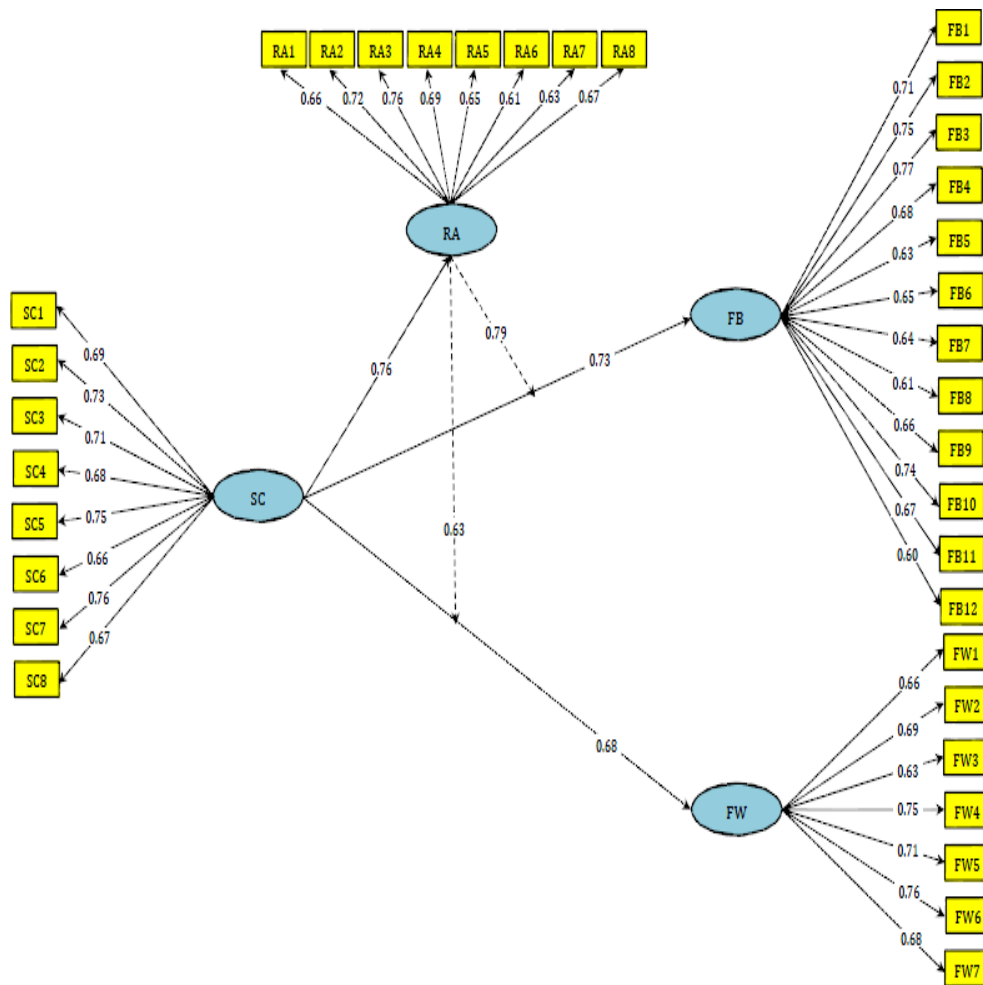
جدول ۱: ویژگی‌های نمونه مورد بررسی

ارتباط با بازار سهام		تحصیلات		سن		جنسیت	
سال	درصد	مقطع	درصد	سال	درصد	جنس	درصد
۲ تا ۳	۲۷/۰	زیر دیپلم	۸/۵	کمتر از ۲۰	۱/۵	زن	۱۲/۵
۳ تا ۵	۳۱/۰	دیپلم	۱۷/۵	۲۰-۳۰	۲۵/۵	مرد	۸۷/۵
۵ تا ۱۰	۲۲/۰	فوق دیپلم	۲۱	۳۰-۴۰	۴۱/۵		
بیش از ۱۰	۲۰/۰	لیسانس	۲۸/۵	۴۰-۵۰	۲۶		
		فوق لیسانس و بالاتر	۲۴/۵	بیش از ۵۰	۵/۵		

یافته‌های جدول فوق نشان می‌دهد که اکثر سهامداران مورد مطالعه مرد (۸۷/۵ درصد)، در مقطع سنی ۳۰-۴۰ سال (۴۱/۵ درصد)، دارای مدرک تحصیلی لیسانس (۲۸/۵ درصد) و بطور متوسط بین ۳ تا ۵ سال (۳۱/۰ درصد) با بازار سهام در ارتباط بوده‌اند.

پس از اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق، مدل ساختاری که بیانگر ارتباط بین متغیرهای مکنون تحقیق است، حاصل شد. شکل زیر مدل کلی ارتباط میان متغیرهای تحقیق و بررسی تأثیر سوگیری رفتاری خودکنترلی بر رفتار مالی و رفاه مالی از طریق نقش تعدیل‌گر ریسک‌گریزی در بورس اوراق بهادار تهران را با روش حداقل مربعات جزئی (PLS) نشان می‌دهد:





شکل ۲- مدل کلی معادلات ساختاری و ارتباط میان متغیرهای تحقیق

جدول ۲: شاخص‌های برازش مدل

آماره	$\chi^2/df$	P-Value	RMSEA	GFI	AGFI
مقدار	۲.۹۲	۰.۰۳۰	۰.۰۱۴	۹۴.۵۵۸	۹۲.۳۱۲

آزمون  $\chi^2$  نشان می‌دهد که آیا بیان مدل، ساختار روابط میان متغیرهای مشاهده شده را توصیف می‌کند یا خیر. هر اندازه مقدار  $\chi^2$  کوچکتر باشد، بهتر است.  $\chi^2/df$  که شکل تعدیل شده  $\chi^2$  می‌باشد نیز، به عنوان یک معیار تناسب تطبیق و تعدیل آن با اندازه نمونه بوده و مقدار این آزمون بهتر است کمتر از ۳ باشد. شاخص خوبی تناسب یا برازش (GFI) و تعدیل شده آن (AGFI) تحت تأثیر اندازه نمونه قرار نمی‌گیرد و بر علیه خروج از فرض نرمال بودن بسیار قدرت مند می‌باشد. همچنین، مقدار مطلوب آن بیش از ۹۰ درصد می‌باشد. در نهایت، شاخص RMSR معیار میانگین اختلاف بین داده‌ها و ماتریس واریانس-کواریانس باز تولید شده می‌باشد. هر اندازه که این معیار کوچکتر باشد، برای تناسب مدل با داده‌ها بهتر می‌باشد. بنابراین، با توجه به مقادیر شاخص تناسب به دست آمده، مشخص می‌شود که اندازه‌گیری مدل مناسب بوده و تمامی اعداد و پارامترهای مدل معنادار می‌باشد.

همچنین، بر اساس مدلیابی معادلات ساختاری شکل ۲، روابط زیر قابل استخراج می‌باشد:

جدول ۳: برآورد تأثیر متغیرهای مکنون بر یکدیگر با استفاده از مدل یابی معادلات ساختاری

نوع تأثیر	متغیرهای مکنون	ضریب	آماره t
اثرات مستقیم	تأثیر خودکنترلی بر رفتار مالی (SC→FB)	$\gamma_1 = 0.73$	۲.۵۸۹***
	تأثیر خودکنترلی بر رفاه مالی (SC→FW)	$\gamma_2 = 0.68$	۲.۴۱۲**
	تأثیر خودکنترلی بر ریسک‌گریزی (SC→RA)	$\gamma_3 = 0.76$	۲.۶۹۶***
اثرات غیرمستقیم	تأثیر تعدیل‌گر ریسک‌گریزی بین خودکنترلی و رفتار مالی (SC→RA→FB)	$\beta_1 = 0.79$	۲.۸۰۲***
	تأثیر تعدیل‌گر ریسک‌گریزی بین خودکنترلی و رفاه مالی (SC→RA→FW)	$\beta_1 = 0.63$	۲.۲۳۴**

مأخذ: یافته‌های تحقیق \* معنادار در سطح ۱۰٪ - \*\* معنادار در سطح ۵٪ - \*\*\* معنادار در سطح ۱٪

یافته‌های جدول فوق نشان می‌دهد که خودکنترلی از تأثیر معنادار مثبتی بر رفتار مالی در سطح ۹۹٪ برخوردار می‌باشد. بدین مفهوم که با افزایش خودکنترلی سرمایه‌گذاران بازار سهام، رفتار مالی آنان بهبود می‌یابد. از این رو، فرضیه اول تحقیق تأیید می‌گردد. همچنین، خودکنترلی از تأثیر معنادار مثبتی بر رفاه مالی در سطح ۹۵٪ برخوردار می‌باشد. بدین مفهوم که با افزایش خودکنترلی سرمایه‌گذاران بازار سهام، رفاه مالی آنان افزایش می‌یابد. از این رو، فرضیه دوم تحقیق تأیید می‌گردد. علاوه بر این، خودکنترلی از تأثیر معنادار مثبتی بر ریسک‌گریزی در سطح ۹۹٪ برخوردار می‌باشد. بدین مفهوم که با افزایش خودکنترلی سرمایه‌گذاران بازار سهام، ریسک‌گریزی آنان نیز افزایش می‌یابد. از این رو، فرضیه سوم تحقیق تأیید می‌گردد. از طرف دیگر، ریسک‌گریزی از نقش تعدیل‌گر معنادار مثبتی بر رابطه بین خودکنترلی و رفتار مالی در سطح ۹۹٪ برخوردار می‌باشد. همچنین، با وارد کردن متغیر ریسک‌گریزی به عنوان متغیر تعدیل‌گر، شدت رابطه بین خودکنترلی و رفتار مالی از ۰.۷۳ به ۰.۷۹ افزایش می‌یابد. بدین مفهوم که ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران بازار سهام، باعث تشدید رابطه مثبت بین خودکنترلی و رفتار مالی آنان می‌شود. از این رو، فرضیه چهارم تحقیق تأیید می‌گردد. در نهایت، ریسک‌گریزی از نقش تعدیل‌گر معنادار مثبتی بر رابطه بین خودکنترلی و رفاه مالی در سطح ۹۵٪ برخوردار می‌باشد. همچنین، با وارد کردن متغیر ریسک‌گریزی به عنوان متغیر تعدیل‌گر، شدت رابطه بین خودکنترلی و رفاه مالی از ۰.۶۸ به ۰.۶۳ کاهش می‌یابد. بدین مفهوم که ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران بازار سهام، باعث کاهش شدت رابطه مثبت بین خودکنترلی و رفاه مالی آنان می‌شود.

#### ۵- جمع بندی

در این مطالعه به بررسی تأثیر سوگیری رفتاری خودکنترلی بر رفتار مالی و رفاه مالی از طریق نقش تعدیل‌گر ریسک‌گریزی در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. برای این منظور، جامعه آماری مشتمل بر سرمایه‌گذاران انفرادی، معامله‌گران و کارگزاران در بورس اوراق بهادار تهران بوده که به طور مستقیم در بازار فعالیت داشته‌اند. همچنین نمونه آماری با استفاده از فرمول کوکران ۴۲۱ نفر تعیین شد. علاوه بر این، جهت اندازه‌گیری متغیرهای رفتار مالی، رفاه مالی و خودکنترلی از پرسشنامه استرومبک و همکاران (۲۰۱۷) و جهت

اندازه‌گیری متغیر ریسک‌گریزی از پرسشنامه لینکولن (۲۰۱۲) استفاده شد. جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌های تحقیق، از مدل معادلات ساختاری به روش PLS استفاده شد. نتایج نشان داد که اکثر سهامداران مورد مطالعه مرد (۸۷/۵ درصد)، در مقطع سنی ۴۰-۳۰ سال (۴۱/۵ درصد)، دارای مدرک تحصیلی لیسانس (۲۸/۵ درصد) و بطور متوسط بین ۳ تا ۵ سال (۳۱/۰ درصد) با بازار سهام در ارتباط بوده‌اند. همچنین، متغیر خودکنترلی از تأثیر معنادار مثبتی بر رفتار مالی، رفاه مالی و ریسک‌گریزی برخوردار می‌باشد. بدین مفهوم که با افزایش خودکنترلی سرمایه‌گذاران بازار سهام، رفتار مالی، رفاه مالی و ریسک‌گریزی آنان افزایش می‌یابد. همچنین، با وارد کردن متغیر ریسک‌گریزی به عنوان متغیر تعدیل‌گر، شدت رابطه بین خودکنترلی و رفتار مالی از ۰.۷۳ به ۰.۷۹ افزایش می‌یابد. بدین مفهوم که ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران بازار سهام، باعث تشدید رابطه مثبت بین خودکنترلی و رفتار مالی آنان می‌شود. در نهایت، با وارد کردن متغیر ریسک‌گریزی به عنوان متغیر تعدیل‌گر، شدت رابطه بین خودکنترلی و رفاه مالی از ۰.۶۸ به ۰.۶۳ کاهش می‌یابد. بدین مفهوم که ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران بازار سهام، باعث کاهش شدت رابطه مثبت بین خودکنترلی و رفاه مالی آنان می‌شود.

بازار سهام ایران در مقابل رفتار سرمایه‌گذاران واکنش نشان داده و در نتیجه بعضاً کارایی عقلایی خود را از دست می‌دهد. لذا شناخت این رفتارها، از طرفی برای سوق دادن بازار به سمت عقلانیت توسط سیاست‌گذاران بازار و از طرفی دیگر به عنوان مبنای طراحی راهبردهای سرمایه‌گذاری برای مدیران سرمایه‌گذاری می‌تواند حائز اهمیت باشد. همچنین، با توجه به تأثیر ویژگی‌های رفتاری سهامداران بر بازار سهام، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود هنگامی که در بازار اخبار هیجانی و احساساتی وجود دارد، با دقت بیشتری به خرید و فروش سهام مبادرت ورزند و از نظرات کارشناسان استفاده نمایند. علاوه بر این، از آنجاکه دانش مالی رفتاری، دانشی نوپا در دنیا بوده و تعداد پژوهش‌های صورت گرفته در ایران نیز اندک می‌باشد، به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود تأثیر سایر عوامل رفتاری مانند اعتماد بیش از حد، کوتاه بینی، دنباله روی از جمع، پشیمان‌گریزی و ... سرمایه‌گذاران بر سیاست‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بررسی شود.

#### منابع

- آذر، عادل. سارنج، علیرضا. صادقی مقدم، علی اصغر. رجب زاده، علی. معزز، هاشم. (۱۳۹۷)، مدل سازی عامل گرای رفتاری سهامداران در بازار سرمایه ایران، تحقیقات مالی، ۲۰(۲): ۱۳۰-۱۵۰.
- اسدیگی، فرزانه. (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر خطاهای رفتاری سرمایه‌گذاران بر ظرفیت ریسک‌پذیری و تورش‌های رفتاری مدیران سرمایه‌گذار در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اقتصادی، دانشگاه پیام نور تهران.
- باباجانی محمدی، سعیده، مرتضوی، سعید، مهارتی، یعقوب، تهرانی، رضا. (۱۳۹۶) شناسایی عمده‌ترین سوگیری‌های سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران با استفاده از روش فراتحلیل، فصلنامه انجمن علوم مدیریت ایران، ۱۲(۴۶): ۸۰-۶۱.
- حسینی چگنی، الهام. حفقو، بهناز. رحمانی نژاد، لیلا. (۱۳۹۳)، بررسی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل معادلات ساختاری، راهبرد مدیریت مالی، ۲(۷).
- رهنمای رودپشتی، فریدون، زندیه، وحید. (۱۳۹۶). مالی رفتاری و مالی عصبی اثر فرویدون رهنمای رود پستی و وحید زندیه، انتشارات عرفان، دانشگاه آزاد اسلامی، چاپ اول

- سهرابی، عاطفه. (۱۳۹۴)، بررسی رابطه بین اعتماد بیش از حد، ادراک ریسک و رفتار ریسک پذیری متخصصان امور مالی، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده اقتصاد و حسابداری، دانشگاه الزهرا (س).
- طالب نیا، قدرت الله، تختائی، نصرالله. (۱۳۹۳)، ارزیابی ارتباط اطلاعات مالی با رفتار سرمایه گذاران هنگام خرید و فروش سهام، دانش و پژوهش حسابداری، انجمن حسابداری ایران، ۹(۳۶): ۱۰-۱
- فدایی نژاد، محمد اسماعیل. مایلی، محمد رضا. امام دوست، مصطفی. (۱۳۹۴) اثرگذاری عوامل رفتاری و انعکاس سوگیری دیرپذیری در رفتار معاملاتی سرمایه گذاران، مطالعات حسابداری و حسابرسی، ۴(۱۴): صفحات: ۴-۱۵
- فلاح پور، سعید. عبداللهی، غلامرضا. (۱۳۹۰)، شناسایی و وزن دهی تورش های رفتاری سرمایه گذاران در بازار بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد فازی، تحقیقات مالی، ۱۳(۳۱): ۱۲۰-۹۹
- کریمی، غلامرضا. حسنی، عباس. (۱۳۹۶)، اثر سوگیری رفتاری سرمایه گذاران در بازده عرضه اولیه عمومی و نقش کیفیت سود در کاهش این اثر، تحقیقات مالی، ۱۹(۴): ۵۹۵-۶۱۴.
- محمدی، جواد. فخاری، حسین. (۱۳۹۵)، تاثیر خودکنترلی و تعهدات دینی مدیران مالی بر کیفیت افشای اطلاعات، حسابداری ارزشی و رفتاری، ۱(۲): ۶۳-۴۱
- Aktas, N., Louca, C., & Petmezas, D. (۲۰۱۹). "CEO Overconfidence and the Value of Corporate Cash Holdings. *Journal of Corporate Finance*" ۵۴, ۸۵-۱۰۶.
- Bakar, S., & Chui Yi, A. N. (۲۰۱۶) "The Impact of Psychological Factors on Investors' Decision Making in Malaysian Stock Market: A Case of Klang Valley and Pahang" *Procedia Economics and Finance*, ۳۵, ۳۱۹-۳۲۸.
- Birnberg, J. G. (۲۰۱۱) "A Proposed Framework for Behavioral Accounting Research. *Behavioral Research in Accounting*" ۲۳(۱), ۱-۴۳.
- Gill, S., Khurshid, M. K., Mahmood, S., & Ali, A. (۲۰۱۸) "Factors Effecting Investment Decision Making Behavior: The Mediating Role of Information Searches" *European Online Journal of Natural and Social Sciences*, ۷(۴), ۷۵۸-۷۶۷.
- Jain, J., Walia, N., & Gupta, S. (۲۰۱۹) "Evaluation of behavioral biases affecting investment decision making of individual equity investors by fuzzy analytic hierarchy process" *Review of Behavioral Finance*. doi: ۱۰.۱۱۰۸/RBF-۰۳-۲۰۱۹-۰۰۴۴.
- Kang, J. (۲۰۱۷). "Curbing Managerial Myopia: The Role of Managerial Overconfidence in Owner Managed Firms and Professionally Managed Firms" Retrieved from: <https://ssrn.com/abstract=۲۹۴۴۹۹۸>
- Ohaness, G. P., Kevin, J., Stephen, B., & Robert, K. (۲۰۱۵) "Financial Literacy and Behavioral Biases among Traditional Age College Students" *Financial Education*, ۴۵, ۱۶۳-۱۸۱. doi: ۱۰.۵۴۳۰/afr.v4n1p3۰
- Pompian, M. M. (۲۰۰۶) *Behavioral Finance & Wealth Management* Jon Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
- Strömbäck, C., Lind, T., Skagerlund, K., Västfjäll, D., & Tinghög, G. (۲۰۱۷) "Does self-control predict financial behavior and financial welfare?" *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, ۱۴, ۳۰-۳۸. doi: ۱۰.۱۰۱۶/j.jbef.۲۰۱۷.۰۴.۰۲