بررسی نقش میانجی‌گری ادراک ریسک سرمایه‌گذار بر رابطه بین سوگیری رفتاری و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران در شرکت: آزمون نظریه چشم‌انداز

- عباس قدرتی زوارم[۱]
- محمد نوروزی[۲]

چکیده

توسعه مالی رفتاری نشان داده است که فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری تحت تاثیر جنبه‌های روان‌شناختی و جامعه‌شناختی است. در شناخت روان‌شناختی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، نگرش‌ها، عواطف و احساسات، ویژگی‌های شخصیتی را نمی‌توان نادیده گرفت. لذا بر پایه این استدلال، پژوهش حاضر با استفاده از رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری به بررسی نقش میانجی‌گری ادراک ریسک سرمایه‌گذار بر رابطه بین سوگیری رفتاری و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران در شرکت می‌پردازد. بدین منظور، برای سنجش متغیرهای حاضر از پرسشنامه استاندارد استفاده شده است. یافته‌های فرضیه اول حاکی از آن است که سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌های آن‌ها تاثیرگذار است. همچنین مطابق با فرضیه دوم، ادراک ریسک سرمایه‌گذار، نقش میانجی‌گری بر رابطه بین سوگیری رفتاری و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران دارد.

واژگان کلیدی: ادراک ریسک سرمایه‌گذار، سوگیری رفتاری، تصمیم‌های سرمایه‌گذاران

[۱] . استادیار گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، موسسه آموزش عالی اشراق، خراسان شمالی، ایران (نویسنده مسئول)، ایمیل: Abbas.ghodratizoeram@gmail.com
[۲] گروه حسابداری، دانشگاه گنبد کاووس، گنبد کاووس، گلستان، ایران: Mohammad_n488@yahoo.com

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

۱. مقدمه

مالی رفتاری بیشتر تاکید بر درک عوامل مختلف رفتار سرمایه گذار مانند قضاوت، عوامل عاطفی، اجتماعی، فکری و توانایی‌های شناختی را که به عنوان محرک های بازار سهام هستند را نیز دارد (تریفان، ۲۰۲۰). تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری بر اساس آن عوامل برای سرمایه‌گذاران بسیار دشوار و پیچیده است، از این رو در این شرایط جستجوی یک مشاوره متخصص عملی‌تر است. علاوه بر این، پیشرفت‌های اخیر و رشد عظیم کاربرد هوش مصنوعی در خدمات مالی برای نیازهای مشتری از نظر شفافیت، کارایی هزینه و دسترسی مناسب است (شانموگاناتان، ۲۰۲۰). پس از ادغام بازارهای مالی در جهان، سرمایه‌گذاران باید در مورد نظارت و مدیریت امور مالی خود آگاه‌تر باشند. این امر به دلیل پیچیدگی محصولات و خدمات مالی ارائه شده به عموم ضروری می‌شود، که نیاز به تصمیم‌گیری آگاهانه دارد (هیستینگز و همکاران، ۲۰۱۳). سرمایه‌گذاران همیشه منطقی عمل نمی‌کنند، در واقع احساسات، سوگیری‌های اکتشافی و رفتاری به طور اساسی با تصمیمات سرمایه‌گذاری مرتبط است (باکار و یی، ۲۰۱۶؛ بیکر و همکاران، ۲۰۱۹؛ بهاتیا و همکاران، ۲۰۲۰). این رفتار غیرمنطقی است که به دلیل ارائه نادرست در ادراک و قضاوت نادرست سرمایه گذاران مبنی بر اینکه او یک سرمایه‌گذار منطقی کامل در بازار سهام است رخ می‌دهد (باباجدی و آدتیلوی، ۲۰۱۲). الگوی مکرر رفتار غیرمنطقی در فرآیند تصمیم‌گیری شامل ناسازگاری، ناتوانی یا ناتوانی در انتخاب‌های سرمایه‌گذاری تحت شرایط نامشخص است (برنشتاین، ۱۹۹۶؛ جین و همکاران، ۲۰۱۵). رفتار غیرمنطقی آن‌ها را مغرضانه می‌کند که بازار را از موقعیت واقعی خود منحرف می‌کند.

سرمایه‌گذار در حین سرمایه‌گذاری در سطح هموار و پایداری از تمایل به ریسک (داگلاس و ویلداوسکی، ۱۹۸۲؛ کامبرینک و لیو، ۲۰۲۰)، ادراک ریسک (وبر و همکاران، ۲۰۰۸) نگرش اجتناب از ریسک دارد. نگرش ریسک سرمایه‌گذار پایدار می‌شود اما درک ریسک ماهیتی پویا دارد که می‌تواند در موقعیت‌های مختلف تغییر کند. درک ریسک فراوانی معاملات را افزایش می‌دهد و سرمایه‌گذاری در بازار سهام را کاهش می‌دهد (چو و لی، ۲۰۰۶). بدین معنی که درک ریسک به تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در بازار سهام آسیب می‌رساند. همه سرمایه‌گذاران دیدگاه‌های متفاوتی دارند و رفتار متفاوتی دارند که به همان اندازه مهم تلقی می‌شود که از طرف سایر افراد عمل می‌کنند. این سرمایه‌گذاران از نظر رفتاری برای الگوهای سرمایه‌گذاری که در ازای آن واکنش بیش از حد و واکنش کم در بازار ایجاد می‌کنند، تعصب دارند (زاهرا و بانسال، ۲۰۱۸). فعالان بازار به دلیل تمایل و ادراک کم خطر که بر تصمیمات سرمایه‌گذاری آن‌ها تأثیر منفی می‌گذارد، رفتار گله‌داری را دنبال می‌کنند. رفتار گله‌داری تا حد زیادی بر انتخاب مالی و فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد (کودریاوتسف و

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

همکاران، ۲۰۱۳). بادلی و همکاران (۲۰۱۰) مطالعه کرد که رفتار گله‌داری به طور گسترده بر فرآیند قدرت تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی برای خرید و فروش سهام تأثیر می‌گذارد. هر سرمایه‌گذار ترجیح می‌دهد در سهام سودآورتر و با نقدشوندگی بالا سرمایه‌گذاری کند. آن‌ها همیشه در انتخاب سهام عاقلانه عمل می‌کنند و سرمایه‌گذار بودن باید مشخص باشد که سرمایه گذاران کجا سرمایه‌گذاری کنند. اما آن‌ها از نظر روانی در تصمیمات شخصی خود مغرضانه هستند و قضاوت منصفانه‌ای که در نهایت باعث تغییر در تصمیمات سرمایه‌گذاری شود، انجام نمی‌دهند. در نتیجه، اثر انحراف در بازار ایجاد شده است (فریدمن و همکاران، ۲۰۱۴). این تمایل سرمایه‌گذارانی است که سهام برندگان را خیلی زود می‌فروشند و بازنده‌ها را برای مدت طولانی نگه می‌دارند تا زمانی که این سهام به سهام برنده تبدیل شوند (فریدمن و همکاران، ۲۰۱۴؛ هندرسون، ۲۰۱۲). این امر به شدت بر تصمیم‌گیری تأثیر می‌گذارد (ارشاد و اشرف، ۲۰۱۸؛ هندرسون، ۲۰۱۲).

پومپیان (۲۰۱۱) شواهدی را ارائه کرد که هر بیانیه سرمایه‌گذاری از مشخصات یک سرمایه گذار می‌آید و کارآمدترین فرآیند برای کنترل سوگیری‌های رفتاری است. بیانیه سرمایه‌گذاری در مورد مشخصات یک سرمایه‌گذار به شناسایی سوگیری رفتاری در انتخاب سرمایه‌گذاری کمک می‌کند. سوگیری‌های رفتاری (سوگیری گله، لنگر انداختن، حسابداری ذهنی و سوگیری بیش از حد اعتماد به نفس) رابطه قوی با فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارند (کارتاسوا، ۲۰۱۳؛ پروین و همکاران، ۲۰۲۰). سرمایه‌گذاران و مدیران بیش از حد اعتماد به نفس، به ویژه ارزش شرکت را با فقدان جهت‌گیری‌های دقیق به سمت بالا هدایت می‌کنند (شاه و همکاران، ۲۰۱۸). لذا با توجه به هدف پژوهش حاضر در این پژوهش درصدد پاسخگویی به این سوال خواهیم بود آیا بین سوگیری‌های رفتاری و تصمیمات سرمایه‌گذار خواهد بود یا خیر؟ همچنین به این سوال پرداخته خواهد شد که آیا ادراک ریسک نقش میانجی بر رابطه بین سوگیری‌های رفتاری و تصمیمات سرمایه‌گذار دارد؟ در صورت مثبت بودن پاسخ‌های فوق، نوع رابطه به چه شکل است؟

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

نظریه چشم‌انداز به تشریح گرایش اجتناب از ریسک سرمایه‌گذاران مربوط به نگهداری سهام بازنده و فروش سهام برنده می‌پردازد (شفرین، ۲۰۰۲). مطابق با نظریه مطروحه، قیمت سهام دلیلی برای اجتناب از ریسک است که اثر تمایل تا حد زیادی با نظریه چشم انداز، پشیمانی‌گریزی، خودکنترلی و سوگیری حسابداری ذهنی سروکار دارد. سرمایه‌گذاران تصمیم می‌گیرند تا زیان را کاهش دهند و بیشتر به دست آورند تا آن‌ها را تشویق کنند که سهام

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

بازنده‌ها را بیش از حد طولانی نگه دارند و سهام برنده را زودتر بفروشند. ازسوی‌دیگر، رفتار گله‌داری پدیده دیگری است که در آن سرمایه‌گذار اطلاعات بازار خود را نادیده می‌گیرد و فعالان بازار را دنبال می‌کند. آن‌ها اطلاعات دیگران را مشاهده می‌کنند و اطلاعات خودشان را منع می‌کنند. در بازارهای مالی، سرمایه‌گذاران اقدامات یا حرکت‌های بازار سهام دیگری را دنبال می‌کنند و اطلاعات خصوصی آن‌ها را کاملاً نادیده می‌گیرند (بدلی و همکاران، ۲۰۱۰). این رفتار انسانی است که به جای اطلاعات خصوصی از اقدامات سرمایه‌گذاران اصلی تقلید می‌کند (لی و همکاران، ۲۰۱۱). این رفتار ناشی از احساسات سرمایه‌گذاران است که با امور مالی رفتاری مرتبط است (لوپز-کاپارکاس و همکاران، ۲۰۲۰). این احساسات به دلیل اطلاعیه‌های ارتقا و کاهش رتبه بسیار حساس هستند و به این معنی است که تحلیل‌گر نشانه‌های معاملاتی ارزشمند را به معامله‌گران ناآگاه در بازار ارائه می‌کند (کیم و همکاران، ۲۰۱۹). این احساسات بدبینانه به دلیل انتشار اخبار بد، به طور قابل توجهی بر واکنش بازده سهام به اعلام کاهش رتبه تأثیر می‌گذارد. بنابراین، احساسات سرمایه‌گذار یکی از دلایل احتمالی واکنش‌های بازار سهام برای تغییر توصیه‌های تحلیل‌گر است.

نظریه ریسک‌گریزی مبتنی بر پدیده اجتناب از ریسک توسط سرمایه‌گذار است. سهام بلو چیپ عملکرد حذف ریسک سهام را انجام می‌دهد که بر سود و منافع درک شده تأکید دارد (بیلی و بال، ۲۰۰۶). محققین سهام بلو چیپ در امور مالی رفتاری را به عنوان سرمایه‌گذاری در سازمان‌های قوی و با شهرت به منظور اجتناب از ریسک در نظر گرفتند (چال و لامبکین، ۲۰۱۷). سرمایه‌گذاران خارجی به احتمال زیاد در سهام بلوچیپ سرمایه‌گذاری می‌کنند. تصمیمات مالی مربوط به سرمایه‌گذاری در سهام نگرانی زیادی با سطح بالای ریسک زیان دارد (آیدین و همکاران، ۲۰۰۵؛ گروال و همکاران، ۱۹۹۴). این تصمیم‌های مالی با عامل ریسک به ویژه در خرید یا فروش سرمایه‌گذاری در ارتباط هستند (نوسیر و همکاران، ۲۰۱۴) این به ریسک درک شده یک سرمایه‌گذاری کمک می‌کند. ریسک درک شده به عنوان عدم قطعیت و پیامدهای مربوط به یک سرمایه‌گذاری خاص نامیده می‌شود (شیفمن و همکاران، ۲۰۱۱). بنابراین، مطابق با مبانی نظری مطروحه، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: بین سوگیری‌های رفتاری و تصمیم‌های سرمایه‌گذار رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: ادراک ریسک نقش میانجی‌گری بر رابطه بین سوگیری‌های رفتاری و تصمیم های سرمایه‌گذار دارد.

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

پیشینه تجربی پژوهش

الگبیلی و همکاران (۲۰۲۱) در تحقیقی به بررسی تاثیر خوش‌بینی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که میزان خوش‌بینی تاثیر قابل توجهی بر ارزش سرمایه‌گذاری دارد و منجر به سرمایه‌گذاری‌های بزرگتر می‌شود در حالی که این تاثیرگذاری تحت شرایط عدم دسترسی به منابع نقدی تعدیل می‌گردد. لیندنر و همکاران (۲۰۲۱) در تحقیقی به بررسی نقش انگیزش‌های اجتماعی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری پرداخته اند. نتایج این تحقیق نشان داده که ریسک‌پذیری افراد به دلیل انگیزه‌های ذاتی افزایش می‌یابد. با این حال، رفتار سرمایه‌گذاران عمدتا توسط انگیزه های شهرت و سطح ریسک پذیری تعیین می شود. این نتایج نشان می دهد که افراد حرفه‌ای در مقایسه با غیرحرفه‌ای‌ها انگیزه‌های ذاتی بیشتری برای عملکرد بهتر نسبت به دیگران نشان می‌دهند، اما می‌توان با افزودن مشوق های معتبر، رفتار مشابهی را در میان افراد کم تجربه‌تر ایجاد کرد. سمال و ماهاپوترا (۲۰۲۰) در تحقیقی به بررسی تاثیر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران برتصمیمات سرمایه‌گذاری آن‌ها پرداخته‌اند. نتایج این تحقیق نشان داده که تعصبات رفتاری در میان سرمایه‌گذاران وجود دارد و هریک از تورش‌های بیزاری از پشیمانی، گله داری، ترس از دست دادن، اعتماد به نفس بیش از حد و ناهماهنگی شناختی تاثیر معناداری بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاران داشته‌اند. بشیری منش و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی تاثیر سوگیری رفتاری مدیران بر تصمیم گیری و کیفیت اطلاعات مالی با استفاده از یک نمونه متشکل از ۱۶۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد، بیش اطمینانی مدیران، سطح قابلیت اتکای اطلاعات مالی و ارائه به موقع اطلاعات را کاهش می‌دهد. خودشیفتگی مدیران نیز منجر به کاهش قابلیت اتکای صورت‌های مالی شده و کاهش تاخیر در ارائه گزارش‌های مالی می‌شود. مدیران کوته‌بین نیز به این دلیل که موقعیت و امتیاز طلبی خود را در کوتاه‌مدت می‌بینند اقدام به دستکاری سود حسابداری نموده و منجر به کاهش قابلیت اتکای اطلاعات مالی می‌شوند ولی این ویژگی رفتاری تاثیری بر ارائه به موقع اطلاعات ندارد. همچنین یافته‌ها نشان داد، بیش‌اطمینانی مدیران با سطح نگهداشت وجه نقد و سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه مثبت و معناداری دارد. خودشیفتگی مدیران نیز منجر به افزایش سطح نگهداشت وجه نقد شده ولی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد تاثیر معناداری ندارد. کوته‌بینی مدیران نیز تاثیر منفی و معناداری بر مخارج سرمایه‌گذاری دارد ولی بر سطح نگهداشت وجه نقد تاثیری ندارد. زینی وند و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی به سوگیری‌های رفتاری و تصمیمات سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی مبتنی بر اطلاعات تکنیکال در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی اثرات متفاوتی

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

بر تصمیمات سرمایه‌گذاری آن‌ها در سطوح مقاومت و حمایت داشته اند و همچنین تورش‌های رفتاری در بین سرمایه‌گذاران حقیقی، قدرت پیش‌بینی‌کنندگی بیشتری از تصمیمات سرمایه‌گذاری آن‌ها داشته است. نتایج همچنین نشان داد که تورش‌های رفتاری کوته نگری، خوش‌بینی مفرط و تحلیل تک بعدی بین این دو گروه از سرمایه‌گذاران یکسان بوده است. اصولیان و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهش خود به بررسی تفکر شهودی، سوگیری‌های رفتاری و عملکرد سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بورس اوراق بهادار تهرانبا استفاده از یک نمونه متشکل از ۳۱۱ سرمایه گذار حرفه ای در بازار سرمایه پرداختند. تایج پژوهش نشان داد که اعتماد به شهود بر سوگیری اتکا و تعدیل و سوگیری سفسطه ارتباط، تأثیر مثبت و معناداری دارد، در حالی که توانایی شناختی بر سوگیری سفسطه ارتباط، تأثیر منفی و معناداری می‌گذارد. افزون بر این، سوگیری سفسطه ارتباط بر بازدهی کسب شده تأثیر منفی و معناداری دارد. نتایج تحلیل رگرسیون نیز نشان داد که جنسیت، تأثیر منفی توانایی شناختی و تأثیر مثبت اعتماد به شهود بر سوگیری سفسطه ارتباط را تقویت می‌کند.

روش پژوهش، جامعه و نمونه‌آماری

روش تحقیق از نوع پیمایشی – توصیفی است. روش تحقیق پیمایشی مجموعه‌ای از روش‌های منظم و استاندارد است که برای جمع‌آوری اطلاعات درباره افراد، خانواده‌ها و یا مجموعه‌های بزرگ‌تر مورداستفاده قرار می‌گیرد. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های صنعتی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که جهت انتخاب نمونه از فرمول کوکران استفاده خواهد شد. جهت جمع‌آوری اطلاعات از پرسش‌نامه ساختاریافته استفاده خواهد شد و سپس داده‌های جمع‌آوری شده به‌وسیله نرم‌افزار اس پی اس اس[۱] و اسمارت پی ال اس نسخه چهارم[۲] مورد تجزیه‌وتحلیل قرار خواهند گرفت. مراحل انجام مدل‌سازی معادلات ساختاری بدین ترتیب است که ابتدا به بررسی برازش مدل (شامل برازش مدل‌های اندازه‌گیری، برازش مدل ساختاری و برازش مدل کلی) و سپس به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته می‌شود.

متغیرها و مدل مفهومی پژوهش

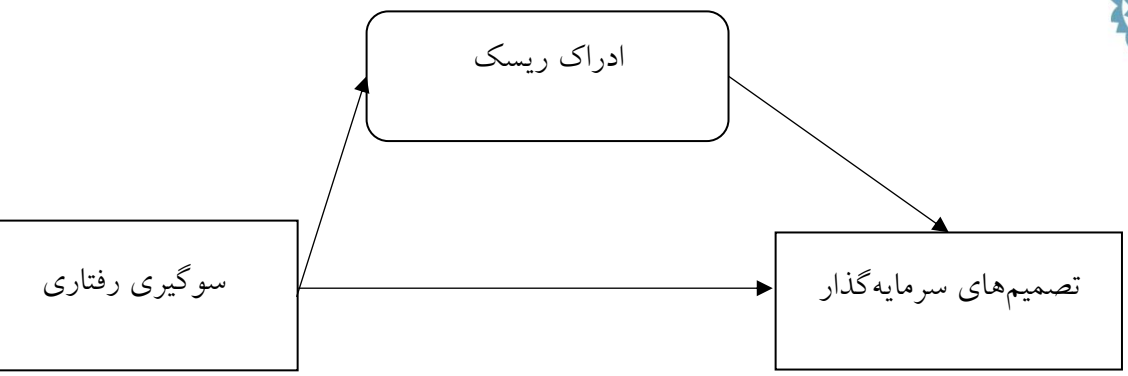
با توجه به مبانی نظری پژوهش، چارچوب مدل مفهومی پژوهش حاضر بر اساس رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری در شکل(۱) ترسیم‌شده است.

---

[۱] Software SPSS
[۲] Software Smart PLS

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

پژوهش مفهومی شکل(۱)- مدل



متغیرها و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها

متغیر مستقل: سوگیری‌های رفتاری

سوگیری‌های رفتاری با استفاده از پرسشنامه استاندارد احمد و همکاران (۲۰۲۲) استفاده شده است که بر اساس طیف لیکرت از یک مقیاس ۵ گزینه ای کاملاً مخالفم تا کاملاً موافقم تشکیل شده است.

متغیر وابسته: تصمیمات سرمایه‌گذار

تصمیمات سرمایه‌گذار با استفاده از پرسشنامه احمد و همکاران (۲۰۲۲) استفاده شده است که بر اساس طیف لیکرت از یک مقیاس ۵ گزینه ای کاملاً مخالفم تا کاملاً موافقم تشکیل شده است.

متغیر میانجی: ادراک ریسک

ادراک ریسک با استفاده از پرسشنامه احمد و همکاران (۲۰۲۲) بدست خواهد آمد که بر اساس طیف لیکرت از یک مقیاس ۵ گزینه ای کاملاً مخالفم تا کاملاً موافقم تشکیل شده است.

یافته‌های پژوهش

برازش مدل‌های اندازه‌گیری

در برازش مدل اندازه‌گیری از معیار پایایی نیز استفاده شده است که از سه طریق، سنجش بارهای عاملی، آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی بررسی می‌گردد. مقدار ملاک برای مناسب بودن

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

ضـرایب بارهـای عـاملی، ۰/۴ مـی‌باشـد. بـا توجـه بـه جـدول (۱)، تمـامی ضـرایب بارهـای عـاملی از ۰/۴ بیشتر اسـت کـه بیـانگر مناسـب بـودن مـدل‌هـای انـدازه‌گیـری مورداسـتفاده در ایـن پـژوهش می‌باشد.

جدول ۱. بار عاملی هر یک از متغیرهای آشکار پژوهش

سازه‌ها	عنوان در مدل	بار عاملی
سوگیری رفتاری	BB	۰/۹۱۰ ۰/۹۶۲ ۰/۸۶۴ ۰/۷۱۵ ۰/۹۳۱ ۰/۵۶۶
تصمیم‌های سرمایه‌گذار	ID	۰/۹۳۳ ۰/۹۴۰ ۰/۵۰۳ ۰/۷۴۹ ۰/۳۳۶ ۰/۸۹۴
ادراک ریسک	RP	۰/۷۹۰ ۰/۶۰۸ ۰/۷۴۴ ۰/۸۰۵ ۰/۹۶۷ ۰/۹۹۳ ۰/۵۱۶

ضرایب آلفـای کرونبـاخ و پایـایی ترکیبـی نیـز درصـورتی‌کـه بـالاتر از ۰/۷ باشـد، حـاکی از پایـایی مناسب مدل می‌باشند. با توجه به جـدول (۲) مقـادیر مربـوط بـرای تمـامی سـازه‌هـا بـالاتر از ۰/۷ بـوده که نشان‌دهنده پایایی مناسب مدل‌های اندازه‌گیری پژوهش است.

جدول ۲. ضرایب آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی متغیرهای پنهان

متغیرهای پنهان	عنوان در مدل	ضریب آلفای کرونباخ	ضریب پایایی ترکیبی
سوگیری رفتاری	BB	۰/۹۱۴	۰/۹۳۳
تصمیم‌های سرمایه‌گذار	ID	۰/۸۶۷	۰/۹۲۴
ادراک ریسک	RP	۰/۹۰۸	۰/۸۹۶

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

برازش مدل ساختاری

بخش مدل ساختاری برخلاف مدل‌های اندازه‌گیری پژوهش، به متغیرهای آشکار کاری ندارد، بلکه تنها متغیرهای پنهان پژوهش همراه با روابط میان آن‌ها بررسی می‌شود. اولین معیار برای بررسی برازش مدل ساختاری در یک پژوهش، ضرایب R۲ مربوط به متغیرهای درون‌زا (وابسته) مدل است. R۲ معیاری است که نشان‌دهنده تأثیر یک متغیر برون‌زا بر یک متغیر درون‌زا بوده و سه مقدار ۰/۱۹؛ ۰/۳۳ و ۰/۶۷ به‌عنوان مقدار ملاک برای مقادیر ضعیف، متوسط و قوی R۲ در نظر گرفته می‌شود. مطابق با جدول (۳) مقدار R۲ برای متغیر درون‌زای پژوهش محاسبه‌شده است که با توجه به مقادیر ملاک، می‌توان مناسب بودن برازش مدل ساختاری پژوهش را تائید نمود. لازم به ذکر است که این ضریب برای متغیرهای برون‌زا محاسبه نمی‌گردد.

جدول ۳. نتایج معیار R^2 متغیر درون‌زا

متغیر درون‌زا	عنوان در مدل	R^2
سوگیری رفتاری	BB	۰/۳۴۴
تصمیم‌های سرمایه‌گذار	ID	۰/۳۷۶
ادراک ریسک	RP	۰/۴۱۷

دومین معیار برای بررسی برازش مدل ساختاری پژوهش، مقدار Q ۲ متغیرهای درون‌زای مدل است. این معیار قدرت پیش‌بینی مدل را مشخص می‌سازد. هنسلر و همکاران (۲۰۰۹) هر یک از سه مقدار ۰/۰۲، ۰/۱۵ و ۰/۳۵ برای این معیار را به ترتیب بیانگر قدرت پیش‌بینی ضعیف، متوسط و قوی در مورد سازه مربوطه معرفی نموده‌اند. با توجه به جدول (۴)، مقدار Q۲ متغیر درون‌زا از ۰/۱۵ بیشتر شده است که نشان از قدرت پیش‌بینی قوی مدل دارد و برازش مناسب مدل ساختاری پژوهش را تائید می‌کند.

جدول ۴. نتایج معیار Q در پیش‌بینی مدل

کل	SSE	SSO	$Q^2 = 1 - \frac{SSE}{SSO}$
سوگیری رفتاری	۴۵	۳۰۰	۰/۸۵۱
تصمیم‌های سرمایه‌گذار	۵۶	۳۶۰	۰/۸۴۵
ادراک ریسک	۵۰	۳۴۸	۰/۸۵۷

برازش مدل کلی

پس از بررسی برازش مدل‌های اندازه‌گیری و مدل ساختاری، مدل کلی معادلات ساختاری پژوهش باید با استفاده از معیار نیکویی برازش (GOF) بررسی گردد. مدل کلی شامل هر دو بخش مدل اندازه‌گیری و ساختاری می‌شود و با تائید برازش آن، بررسی برازش در یک مدل

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

کامل می‌شود. برای بررسی برازش مدل کلی، از معیار GOF به شرح رابطه زیر، استفاده می‌شود:

$$GOF = \sqrt{\overline{communalities} \times \overline{R^2}}$$

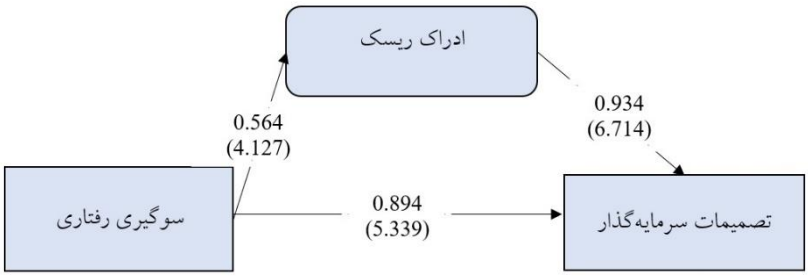
که در آن:

$\overline{Communalities}$: میانگین مقادیر اشتراکی متغیرهای پنهان و $\overline{R^2}$: میانگین مقادیر ضریب تعیین متغیرهای درون‌زای مدل است. سه مقدار ۰/۰۱، ۰/۲۵ و ۰/۳۶ به ترتیب به‌عنوان مقادیر ضعیف، متوسط و قوی برای GOF در نظر گرفته می‌شود. با توجه به این‌که مقدار به‌دست‌آمده برای مدل پژوهش، ۰/۴۸۷ است لذا برازش بسیار مناسب مدل کلی پژوهش تائید می‌شود.

نتایج آزمون فرضیه‌ها

پس از بررسی برازش مدل‌های اندازه‌گیری و مدل ساختاری و داشتن برازش مناسب مدل کلی و با توجه به شکل‌های (۲) به بررسی نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته می‌شود که نتایج آن در جدول (۵) ارائه‌شده است:

شکل (۲)- مدل پژوهش همراه با ضریب استانداردشده مسیر و آماره تی



پژوهش فرضیه آزمون به مربوط جدول ۵. نتایج

مسیر	علامت اختصاری	ضریب مسیر	tآماره	آزمون نتیجهٔ فرضیه
تصمیم‌های سرمایه‌گذار---> سوگیری‌های رفتاری	BB ---> ID	۰/۸۹۴	۵/۳۳۹	پذیرش فرضیه
ادراک ریسک---> سوگیری‌های رفتاری	BB ---> RP	۰/۵۶۴	۴/۱۲۷	پذیرش فرضیه

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

تصمیم‌های ---> سرمایه‌گذار	سوگیری‌های رفتاری---ادراک ریسک	RP ---> BB---> ID	۰/۹۳۴	۶/۷۱۴	پذیرش فرضیه

همان‌طور که در جدول فوق ملاحظه می‌شود ضریب مسیر بین سوگیری‌های رفتاری و تصمیم‌های سرمایه‌گذار، مثبت (۰/۸۹۴) و آماره t آن (۵/۳۳۹) بزرگ‌تر از مقدار ۱/۹۶ بوده که حاکی از وجود رابطه مثبت معنادار بین سوگیری‌های رفتاری و تصمیم‌های سرمایه‌گذار می‌باشد. بر این اساس، فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که آماره t مربوط به متغیر میانجی‌گری ادراک ریسک بر رابطه بین سوگیری‌های رفتاری و تصمیم‌های سرمایه‌گذار (۶/۷۱۴) بزرگ‌تر از مقدار ۱/۹۶ بوده و ضریب مسیر آن نیز (۰/۹۳۴) مثبت به‌دست‌آمده است. بدین ترتیب، فرضیه دوم پژوهش نیز در سطح خطای ۵ درصد تائید می‌گردد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

پژوهش حاضر با هدف بررسی نقش میانجی‌گری ادراک ریسک سرمایه‌گذار بر رابطه بین سوگیری رفتاری و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران در شرکت می‌پردازد. نتایج یافته‌های حاصل نشان‌دهنده آن است که اثر انحراف گرایش سرمایه‌گذار به نگه داشتن بازنده و فروش فوری سهام برنده است. عوامل تمایل ادراک به ریسک سرمایه‌گذاران یا رفتار ریسک درک شده بر اساس تئوری چشم‌انداز است که احتمال واقعی اجتناب از عدم قطعیت و بهینه‌سازی ارزش یا سود را ارزیابی می‌کند. بیزاری از دست دادن در تئوری چشم‌انداز، تمایل سرمایه‌گذاران به نگهداری سهام بازنده و فروش سهام برنده را خیلی زود به دلیل درک ریسک توضیح می‌دهد. اثر انحراف همیشه به دلیل سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به جای سرمایه‌گذاری بلندمدت ایجاد می‌شود. آن‌ها از سهام برندگان سود می‌برند زیرا ریسک سرمایه‌گذاری را نمی‌خواهند. سرمایه‌گذاران به دلیل تأثیرات موجود در بازار، به جای ریسک‌پذیری، ریسک‌گریز هستند. آن‌ها بلافاصله پس از کسب سود سهام برنده را می‌فروشند. افراد حرفه‌ای نسبت به سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای، سهام زیان ده را با اشتیاق بیشتری نگه می‌دارند. همچنین کمک می‌کند که تصمیم‌های سرمایه‌گذاری اثر تمایل را کاهش می‌دهد و متخصصان تمایلی به درک ضرر ندارند و در تصمیم‌های مخاطره‌آمیز مغرضانه‌تر هستند. لذا سرمایه‌گذاران همیشه ترجیح می‌دهند به جای سرمایه‌گذاری بلندمدت، سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت انجام دهند. اکثر سرمایه‌گذاران ریسک‌ها را درک نمی‌کنند و این ناشی از سوگیری‌های رفتاری در هنگام سرمایه‌گذاری

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

توسط سرمایه‌گذاران است. سرمایه‌گذاری در سهام، درک ریسک سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد. آن‌ها ترجیح می‌دهند در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که دارای حسن نیت قوی و قیمت‌های بهتر در بازار هستند. سرمایه‌گذاری در سهام بلو چیپ به سرمایه‌گذاران شانس کمتری برای ضرر می‌دهد زیرا این سهام معمولاً سود سهام خود را به دست می‌آورند و به همین دلیل است که سرمایه‌گذاران در پاکستان ترجیح می‌دهند در این سهام سرمایه‌گذاری کنند. درک ریسک فقط بین سهام بلوچیپ و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری به دلیل ترجیح سرمایه‌گذار در سهام واسطه است.

درک ریسک به دلیل ذهنیت متفاوت سرمایه‌گذاران، نقش میانجی بین اثر تمایل، رفتار گله‌ای و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری ایفا نمی‌کند. سرمایه‌گذار قبلاً از الگوی رفتاری پیروی می‌کند و این باعث تأثیر مستقیم بر تصمیم سرمایه‌گذاری می‌شود. اطلاعات ارائه شده به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا تصمیمات سرمایه‌گذاری کارآمدی اتخاذ کنند. این به آن‌ها کمک می‌کند تا در یک موقعیت خاص رفتار بهینه داشته باشند و بتوانند بازدهی بهتری از سرمایه‌گذاری کسب کنند. مشاغل سرمایه‌گذاری باید هنگام تصمیم‌گیری برای هر نوع تصمیم گیری، عوامل رفتاری و ادراک ریسک را در نظر بگیرند. آن‌ها باید به سراغ تحلیل تکنیکال بورس بروند و سپس به سراغ تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری بروند. به این ترتیب می‌توانند از زیان مالی هنگفت در آینده جلوگیری کنند. بنابراین بر اساس نتایج بدست آمده، این مطالعه به سرمایه‌گذاران در طراحی پرتفوی فعلی و آتی اوراق بهادار بر این اساس کمک می‌کند. نتیجه بدست آمده را می‌توان با پژوهش احمد و همکاران (۲۰۲۲) همسو دانست.

منابع

اشرفی، حمیدرضا (۱۳۹۸). تأثیر تورش‌های رفتاری مدیران صندوق بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، کارشناسی ارشد، دانشگاه خوارزمی، دانشکده علوم مالی.

جامی الاحمدی، معصومه؛ رازدار، محمدرضا. (۱۳۹۷). تورش های رفتاری و تاثیر آن بر تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار، کنفرانس بین المللی تازه های مدیریت حسابداری و اقتصاد، تهران.

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

خلف، صدرا (۱۳۹۶). تاثیر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بر بازدهی سرمایه‌گذاری آن‌ها با توجه به نقش تعدیلگری تیپ شخصیتی(مورد مطالعه: بورس اوراق بهادار تهران)، کارشناسی ارشد، دانشگاه کاشان.

اصولیان، محمد؛ حسن نژاد، محمد؛ صادقی شریف، سیدجلال و حمزه نژادی، یاسر. (۱۴۰۰). تفکر شهودی، سوگیری‌های رفتاری و عملکرد سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، دوره ۲۳، شماره ۱، صص ۳۹-۱۷.

آقاجانی، وحدت؛ پاک مرام، عسگر؛ عبدی، رسول و نریمانی، محمد. (۱۳۹۹). رابطه تیپ‌های رفتاری و تصمیمات سرمایه گذاری با میانجی گری خودکارآمدی. پژوهش‌های نوین روانشناختی، سال ۱۵، شماره ۶۰، صص ۱۱۶- ۱۳۰.

بشیری منش، نازنین؛ حاجی زاده، زهرا و قبادی، سعید. (۱۴۰۱). تاثیر سوگیری رفتاری مدیران بر تصمیم‌گیری و کیفیت اطلاعات مالی. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۱۲(۱)، ۱۴۱- ۱۶۰

زینی وند، محمد؛ جنانی، محمد حسن؛ همت فر، محمود و ستایش، محمدرضا. (۱۴۰۰). سوگیری‌های رفتاری و تصمیمات سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی مبتنی بر اطلاعات تکنیکال در بورس اوراق بهادار تهران، دوره ۱۵، شماره ۵۷، صص ۲۵۸-۲۳۳.

عبدالرحیمیان، محمد حسین؛ ترابی، تقی؛ صادقی شریف، سیدجلال و دارابی، رویا. (۱۳۹۷). ارایه الگوی رفتاری تصمیم گیری سرمایه گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادارتهران. دانش سرمایه‌گذاری، ۷(۲۶)، ۱۳۰-۱۱۳.

Aftab, M., (۲۰۲۰). Behavioral Biases as Predictors of Investment Decision of Individual Investors in Pakistan. Available at https://ssrn.com/abstract=۳۶۱۹۵۸۰.

Arshad, M. U., & Ashraf, M. A. (۲۰۱۸). Credit risk factors in Islamic banking: A case of Pakistan. Alqalam

Atif Sattar M., Toseef M., Fahad Sattar M., (۲۰۲۰). Behavioral Finance Biases in Investment Decision Making, International Journal of Accounting, Finance and Risk Management. ۵(۲), ٦۹-۷۵.

Babajide, A. A., & Adetiloye, K. A. (۲۰۱۲). Investors' behavioural biases and the security market: An empirical study of the Nigerian security market. Accounting and Finance Research, ۱(۱), ۲۱۹–۲۲۹.

Baddeley, M., Burke, C., Schultz, W., & Tobler, T. (۲۰۱۰). Impacts of personality on herding in financial decision making (Cambridge Working Papers in Economics). Faculty of Economics, University of Cambridge

Bakar, S., & Yi, A. N. C. (۲۰۱٦). 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.

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

Baker, H. K., Kumar, S., Goyal, N., & Gaur, V. (۲۰۱۹). How financial literacy and demographic variables relate to behavioral biases. Managerial Finance, ٤٥, ١٢٤–١٤٦. https://doi. org/١٠,١١٠٨/mf-٠١-٢٠١٨-٠٠٠٣
Barberis, N., & Thaler, R. (۲۰۰۳). A survey of behavioral finance. Handbook of the Economics of Finance, ۲٥(۲), ١٠٥٣–١١٢٨.
Bernstein, P. L. (١٩٩٦). Against the Gods: The remarkable story of risk. John Wiley & Sons Inc.
Bhatia, A., Chandani, A., & Chhateja, J. (۲۰۲۰). Robo advisory and its potential in addressing the behavioral biases of investors— A qualitative study in Indian context. Journal of Behavioral and Experimental Finance, ۲٥, ١–٩.
Cho, J., & Lee, J. (۲۰۰٦). An integrated model of risk and riskreducing strategies. Journal of Business Research, ٥٩(١), ١١٢–١٢٠.
Combrink, S., & Lew, C. (۲۰۲۰). Potential underdog bias, overconfidence and risk propensity in investor decision-making behavior. Journal of Behavioral Finance, ۲١(٤), ٣٣٧–٣٥١.
Douglas, M., & Wildavsky, A. B. (١٩٨٢). Risk and culture: An essay on the selection of technical and environmental dangers. University of California.
Elgebeily E., Guermat C., Vendrame V., (۲۰۲۱). Managerial optimism and investment decision in the UK, Journal of Behavioral and Experimental Finance, Vol. ٣١, ١٠٠٥١٩.
Frydman, C., Barberis, N., Camerer, C., Bossaerts, P., & Rangel, A. (۲۰۱٤). Using neural data to test a theory of investor behavior: An application to realization utility. The Journal of Finance, ٦٩(۲), ٩٠٧–٩٤٦
Hastings, J. S., Madrian, B. C., & Skimmyhorn, W. L. (۲۰۱۳). Financial literacy, financial education, and economic outcomes. Annual Review of Economics, ٥(۲), ٣٤٧–٣٧٣.
Henderson, V. (۲۰۱۲). Prospect theory, liquidation, and the disposition effect. Management Science, ٥٨(۲), ٤٤٥–٤٦٠
Kudryavtsev, A., Cohen, G., & Hon-Snir, S. (۲۰۱۳). “Rational” or “Intuitive”: Are behavioral biases correlated across stock market investors? Contemporary Economics, ۷(۲), ٣١–٥٣.
Lindner F., Kirchler M., Rosenkranz S., Weitzel U., (۲۰۲۱). Social Motives and Risk-Taking in Investment Decisions, Journal of Economic Dynamics and Control, Vol. ١٢٧, ١٠٤١١٦.
Markowitz, H. (١٩٥٢). Portfolio selection. Journal of Finance, ۷(١), ۷۷–٩١.
Parveen, S., Satti, Z. W., Subhan, Q. A., & Jamil, S. (۲۰۲۰). Exploring market Overreaction, investors’ sentiments and investment decisions in an emerging stock market. Borsa Istanbul Review, ۲٠(٣), ٢٢٤–٢٣٥

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]

Pompian, M. M. (۲۰۱۱). Behavioral finance and wealth management: How to build investment strategies that account for investor biases (Vol. ٦٦٧). John Wiley & Sons.

Samal A., Mohapatra K., (۲۰۲۰). IMPACT OF BEHAVIORAL BIASES ON INVESTMENT DECISIONS: A STUDY ON SELECTED RISK AVERSE INVESTORS IN INDIA, International Journal of Advanced Science and Technology, ۲۹ (٦), ۲٤۰۸-۲٤۲٥.

Shah, S. S. H., Xinping, X., Khan, M. A., & Harjan, S. A. (۲۰۱۸). Investor and manager overconfidence bias and firm value: Microlevel evidence from the Pakistan equity market. International Journal of Economics and Financial Issues, ۸(٥), ۱۹۰–۱۹۹.

Shanmuganathan, M. (۲۰۲۰). Behavioural finance in an era of artificial intelligence: Longitudinal case study of robo-advisors in investment decisions. Journal of Behavioral and Experimental Finance, ۲۷, ۱۰۰۲۹۷.

Trifan, R. (۲۰۲۰). Behavioural biases and stock market reaction: Evidence from six post-communist countries. Journal of Economics, ٦۸(۸), ۸۱۱–۸۲٦

Weber, O., Koellner, T., Habegger, D., Steffensen, H., & Ohnemus, P. (۲۰۰۸). The relation between the GRI indicators and the financial performance of firms: Progress in industrial ecology. An International Journal, ٥(۳), ۲۳٦–۲٥٤

Zahera, S. A., & Bansal, R. (۲۰۱۸). Do investors exhibit behavioral biases in investment decision making? A systematic review. Qualitative Research in Financial Markets, ۱۰(۲), ۲۱۰–۲٥۱. https://doi.org/۱۰,۱۱۰۸/qrfm-۰٤-۲۰۱۷-۰۰۲۸

[Downloaded from danesh.dmk.ir on 2026-11-12]