



Shahid Bahonar  
University of Kerman

Journal of Development and Capital

Print ISSN: 2008-2428 Online ISSN: 2645-3606

Homepage: <https://jdc.uk.ac.ir>



Iranian E-Commerce Scientific  
Association

## Examining and Explaining the Influencing Factors on the Different Decisions of Investors in Iran

*Behrouz Mehralitabarfirouzjah*<sup>id\*</sup>

*Mehdi Baharmoghadam*<sup>id\*\*</sup>

*Kazem Shamsadini*<sup>id\*\*\*</sup>

### Abstract

**Objective:** Decision making is choosing one option from among several options. Every decision can have unique dimensions and results for every investor. Investors make different decisions in the same and different situations. The main purpose of the current research is to investigate the factors influencing the different decisions of investors in Iran.

**Method:** This research was carried out using the descriptive-correlation design and using the structural equation modeling approach. The statistical population of the research included university professors, financial experts, financial managers, managers of exchange and non-exchange companies, especially investment companies, real investors in the whole country, of which 390 people were selected by a simple random sampling method through a questionnaire. Face-to-face and online were selected. In order to collect data, a questionnaire tool was used, and structural equation modeling was used to test the hypotheses in two sections: evaluation of the measurement model and evaluation of the structural model.

**Results:** The findings of the research showed that the variables of interests, financial resources, mental capabilities, goals, information, interaction and the way of analysis have a significant effect on the different decisions of investors at the 5% error level.

**Conclusion:** The results of this research showed that in order to predict the choice of each investor, interests as a driving engine, resources as a situation, neural mental structure as a system, goals as a tool, information as a feed, interaction as a facilitator, analysis as an action approach. he does. According to the results of this research, it is suggested that the decision-making body in the country should pay more attention to investors' decisions, because each decision will have different economic effects on each stakeholder group. Therefore, it is better for the decision-making body to use an interactive approach for investment issues. According to the research results, if we want to explain the different decision making of each person. In other words, let's predict the type of decision of each person, the engine driving the decision in the first criterion is interests. Interests act as the invisible hand in decision making. The interests of each investor state why the decision is made in this way. The second criterion explains the different decision making of financial resources investors. Different sources will put different conditions in front of each person. Without resources, investment decisions will not make sense. The third criterion is the process and mental structures of people. The mental process works like a system. If we consider the inputs the same for everyone, the report or output that is provided for each person will be different because of the different neural mental structure for each person. A different report will have a different decision. The fourth criterion is investment goals. Each target has individual means and methods of slaughter. Knowing the methods and tools can express the goals of an investor. Knowing more and better the methods and tools used by an investor will help in predicting the investment decision. The fifth criterion is the investor's information and awareness process.

Journal of Development and Capital, Vol. 8, No. 2, pp. 73-90

\* Ph.D. Candidate of Accounting, Faculty of Management and Economics, Shahid Bahonar University, Kerman, Iran.

**Email:** b.mehralitabar00@gmail.com

\*\* **Corresponding Author,** Associate Professor of Accounting, Faculty of Management and Economics, Shahid Bahonar University, Kerman, Iran. **Email:** mbahar@uk.ac.ir

\*\*\* Associate Professor of Accounting, Faculty of Management and Economics, Shahid Bahonar University, Kerman, Iran.

**Email:** kshams@uk.ac.ir

**Submitted:** 22 October 2022 **Revised:** 19 November 2022 **Accepted:** 26 November 2022 **Published:** 22 December 2023

**Publisher:** Faculty of Management & Economics, Shahid Bahonar University of Kerman.

**DOI:** 10.22103/jdc.2022.20398.1309

©The Author(s).



**Abstract**

---

Information for decision-making plays the role of blood in the human body. When we decrease or increase the flow of information, the quality of decision-making will decrease or increase accordingly. Information is known as the feed for investor decision making. The sixth criterion that should be considered is the interaction of investors. Every investor will consciously or unconsciously be attracted to people who are almost at the same level as him. In other words, every person in his interaction tries to have a relationship with people who do not contradict his economic, cultural and intellectual level to face the challenge. Most people don't like change and try to maintain the current level, so knowing more about the interaction and communication of each investor will make it easier to predict decision making. The last criterion for predicting people's decision-making is the way of analysis. The analysis of each investor can be focused on profit per share, profit sharing, development plan, major shareholders, difference between daily value and intrinsic value, asset structure, debt and equity, operating cash flow, profit quality, financial cost, industry outlook, indicators The macro economy, the perspective of other investors, the security and health of investment, social responsibilities, the members of the board of directors and the CEO, the value chain and production, etc. When we find out the summary index of each investor, we can predict which option will be the decision and choice. According to the results of the research, each investor has different interests compared to other investors, the amount of financial resources can change the decision of each investor, the mental nervous structure of each investor is different from others, investment goals are determined according to the conditions of each investor, each group of special information compared to other groups, each investor has a unique interaction with others, each person's analysis is different from other people. At the end of the time, when the interests, financial resources, intellectual structure, goals, information, interaction and analysis of each investor are different from others, the investment decision of each investor will be different from each other. According to the results, it seems that the way investors make decisions is hierarchical. that the interest component is at the top of the pyramid and the analysis component is at the bottom of the pyramid, when the answer to the challenge of each level of the pyramid is not found, the decision is stopped, the rest of the steps are removed, no decision is made. The decision is implemented when there are no challenges without solutions for all levels. This research has investigated the different decisions made by investors in the capital market of Iran, at first, by using the research literature, the influencing factors on decision-making were discussed based on economic theory, behavioral finance, based on economic theory, investors behaved completely rationally and rationally when making decisions. and they always seek to maximize their profit, but based on behavioral finance, investors have not behaved completely rationally and when making decisions, they often make mistakes due to behavioral strain, these mistakes are caused by people's mental structures, which are the mental conditions and emotions of people, environmental conditions And it will lead to a difference in the decision making of the shareholders. Based on the results of this research, investors generally pay more attention to the benefits component than any other factor in the decision-making process. Benefits are very different compared to other components. This difference shows that interests have more weight in decision-making. Investors attach great importance to the component of interests in decisions. In the second stage, they evaluate financial resources, liquidity, working capital, cash inflow and outflow. Then they model ideas, mentalities, innovation and creativity, theories and theories in mental structures. The objectives of the decision-making matter are clarified. It will be collected from existing and available data and information that have the characteristics of being timely, reliable and verifiable. Investor interacts with people who can facilitate decision making for them. All conditions, leading position and previous steps will be summarized, classified, analyzed and interpreted. Therefore, the decision of each investor is made. According to the results of this research, understanding the way investors make different decisions, which are the most important pillars of this market, will lead to the growth and development of the capital market. Knowing the market elements plays an important role in the capital market process, efficiency, effectiveness and economy in the market will be better as a result in the whole country. On the other hand, knowing how each stakeholder group makes investment decisions will create an interactive approach for the decision-making body in relation to the establishment of laws, regulations, guidelines and instructions that will advance the entire market towards stable and secure growth and development. monitoring process due to the more predictable decision making of each group; It will become easier, more convenient and more effective for both supervisees and supervisors. Also, many behavioral strains will be solved for each group of investors. Investment security will increase for the decision maker. As a result, the amount of investment, production, and employment will increase and sustainable growth and development will be provided.

**Keywords:** *Different Decisions, Investors, Capital Market, Behavioral Finance.*

**JEL Classification:** D4, P45.

**Paper Type:** *Research Paper.*

**Citation:** Mehralitabarfirouzjah, B., Baharmoghadam, M., & Shamsadini, K. (2023). Examining and explaining the influencing factors on the different decisions of investors in Iran. *Journal of Development and Capital*, 8(2), 73-90 [In Persian].



## بررسی و تبیین عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری‌های متفاوت سرمایه‌گذاران در ایران

بهروز مهرعلی تبارفیروزجاه\*<sup>ID</sup>

مهدی بهارمقدم\*\*<sup>ID</sup>

کاظم شمس‌الدینی\*\*\*<sup>ID</sup>

### چکیده

هدف: تصمیم‌گیری انتخاب یک گزینه از بین چندین گزینه است. هر تصمیم می‌تواند ابعاد و نتیجه منحصر به فردی برای هر سرمایه‌گذار داشته باشد. سرمایه‌گذاران در موقعیت‌های یکسان و گوناگون تصمیم‌های متفاوتی اتخاذ می‌کنند. هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری‌های متفاوت سرمایه‌گذاران در ایران است.

روش: این پژوهش با استفاده از طرح توصیفی - همبستگی و بکارگیری فرآیند مدل‌سازی معادلات ساختاری انجام شد. جامعه آماری پژوهش شامل استادان دانشگاه، کارشناسان مالی، مدیران مالی، مدیران شرکت‌های بورسی و غیر بورسی به خصوص شرکت‌های سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران حقیقی در کل کشور بودند که تعداد ۳۹۰ نفر از آنها با روش نمونه‌گیری تصادفی ساده از طریق پرسش‌نامه به صورت حضوری و آنلاین انتخاب گردید. به منظور گردآوری داده‌ها از ابزار پرسشنامه و برای آزمون فرضیه‌ها از مدلسازی معادلات ساختاری در دو بخش ارزیابی مدل اندازه‌گیری و ارزیابی مدل ساختاری استفاده شد.

یافته‌ها: یافته‌های پژوهش نشان داد متغیرهای منافع، منابع مالی، قابلیت‌های ذهنی، اهداف، اطلاعات، تعامل و نحوه تجزیه و تحلیل در سطح خطای ۵ درصد بر تصمیم‌گیری‌های متفاوت سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری دارند.

نتیجه‌گیری: نتایج این پژوهش نشان داد برای پیش‌بینی انتخاب هر سرمایه‌گذار، منافع به عنوان موتور محرک، منابع به مانند موقعیت، ساختار ذهنی عصبی به عنوان سیستم، اهداف به مانند ابزار، اطلاعات به مانند خوراک، تعامل به عنوان تسهیلگر، تحلیل به عنوان رویکرد عمل می‌کند. با توجه به نتایج این پژوهش پیشنهاد می‌گردد نهاد تصمیم‌گیرنده در کشور، به تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران توجه بیشتری داشته باشد، چرا که هر تصمیم، اثرات اقتصادی متفاوتی بر هر گروه ذینفع خواهد داشت. بنابراین بهتر این است که نهاد تصمیم‌گیرنده از رویکرد تعاملی برای موضوعات سرمایه‌گذاری استفاده کند.

**واژه‌های کلیدی:** تصمیم‌گیری‌های متفاوت، سرمایه‌گذاران، بازار سرمایه، مالی رفتاری.

نوع مقاله: مقاله پژوهشی.

طبقه‌بندی JEL: P45, P45.

نوع مقاله: پژوهشی.

**استناد:** مهرعلی تبارفیروزجاه، بهروز؛ بهارمقدم، مهدی و شمس‌الدینی، کاظم (۱۴۰۲). بررسی و تبیین عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری‌های متفاوت سرمایه‌گذاران در ایران. *مجله توسعه و سرمایه*، ۸(۲)، ۷۳-۹۰.

مجله توسعه و سرمایه، دوره هشتم، ش ۲، صص. ۷۳-۹۰

\* نویسنده مسئول، دانشجوی دکتری گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران.

رایانامه: b.mehralitabar00@gmail.com

\*\* دانشیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران. رایانامه: mbahar@uk.ac.ir

\*\*\* دانشیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران. رایانامه: kshams@uk.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۷/۳۰ تاریخ بازنگری: ۱۴۰۱/۸/۲۸ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۹/۵ تاریخ انتشار برخط: ۱۴۰۲/۵/۳۱

ناشر: دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان.

DOI: 10.22103/jdc.2022.20398.1309

©The Author(s).



## مقدمه

تخصیص منابع برای حداکثر سازی منفعت شخصی اقتصادی تحت تأثیر اعتقادات، سنت‌ها و محدودیت‌های فرهنگی و مذهبی قرار نمی‌گیرد. تفاوت ارزشی و نگرشی میان افراد در کشورهای مختلف آنقدر مهم نیست که اصل ساده و جهان‌شمول منفعت شخصی یا کنشگر محاسبه‌گر را دچار تردید کند (باثر و یامی<sup>۱</sup>، ۱۹۵۷). «این نوع عقلانیت یعنی جستجوی بهترین وسیله برای دستیابی به منفعت شخصی اقتصادی با توجه به کمیابی، اصل مشترک بین کنشگران است (رودریک<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶). در علم اقتصاد متعارف، فرض بر این است که انتخاب کنشگر، مستقل از تصمیم‌گیری سایر افراد است. از همه مهم‌تر، بنیاد علم اقتصاد این‌گونه است که کنشگران ترجیحات، اولویت‌های (مطلوبیت‌ها) خاص و ثابتی نسبت به کالاها و خدمات دارند که راهنمای کنش اقتصادی آنها است. مفهوم ترجیحات به فرض بیشینه‌سازی مرتبط است که ریشه در تئوری سودمند بودن دارد. این ادعا بیان می‌کند که کنشگر بین کالاهای مختلف کالایی را انتخاب می‌کند که بیشترین سودمندی برای او دارد (نیلی<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳).

سرمایه‌گذاران اغلب در تصمیمات سرمایه‌گذاری خوشبین هستند و به همین دلیل، شانس موفقیت آنان در مسایل مالی بیشتر است. همچنین، سطح تحصیلات آنان در زمینه مباحث مالی نقش مؤثری در تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری، پایداری اقتصادی و همچنین پیشرفت اقتصادی جامعه دارد (جراردی<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۰). علاوه بر این، آوایس<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۱۶) نیز معتقدند تحصیلات مالی در کنار تجربه افراد در عرصه سرمایه‌گذاری، جزء عوامل کلیدی مؤثر بر تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری و همچنین میزان تحمل ریسک افراد سرمایه‌گذار محسوب می‌شود. هوش مالی نقش مؤثری در تصمیمات سرمایه‌گذاران دارد (بینشیان و دهدار، ۱۳۹۷).

یکی از نوآوری پژوهش حاضر این است که پژوهش‌های گذشته بیشتر مواردی مانند ریسک و بازده و عوامل اثرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاران مورد توجه قرار گرفته؛ اما پژوهش حاضر از این لایه‌ها فراتر رفته تصمیم‌های هر سرمایه‌گذار را با سایر سرمایه‌گذاران مقایسه کرده است. فراتر از ریسک و بازده، تصمیم‌گیری‌های متفاوت هر سرمایه‌گذار را با سایر سرمایه‌گذاران تجزیه و تحلیل می‌کند. بنابراین اولین هدف پژوهش حاضر، طراحی مدل مفهومی در ارتباط با تصمیم‌گیری‌های متفاوت سرمایه‌گذاران خواهد بود. هدف دوم این پژوهش، تعیین درجه اهمیت هر مؤلفه در تصمیم‌گیری متفاوت سرمایه‌گذاران است. شناسایی نحوه تصمیم‌گیری‌های متفاوت سرمایه‌گذاران که مهمترین ارکان این بازار هستند، موجب رشد و توسعه بازار سرمایه خواهد شد. شناخت ارکان بازار نقش مهمی در فرآیند بازار سرمایه دارد. کارایی، اثربخشی و صرفه اقتصادی در بازار در نتیجه در کل کشور بهتر خواهد شد. از طرفی شناخت نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری هر گروه ذینفع، موجب ایجاد یک رویکرد تعاملی برای نهاد تصمیم‌گیرنده در ارتباط با وضع قوانین، مقررات، رهنمودها و دستورالعمل‌ها خواهد شد که کلیت بازار را به سمت رشد و توسعه پایدار و مطمئن پیش خواهد برد. فرآیند نظارت به خاطر پیشینی‌پذیرتر بودن تصمیم‌گیری هر گروه؛ هم برای نظارت‌شوندگان و هم نظارت‌کنندگان آسان‌تر، مناسب‌تر اثربخش‌تر خواهد شد. همچنین بسیاری از سویه‌های رفتاری برای هر گروه سرمایه‌گذاران حل خواهد شد. امنیت سرمایه‌گذاری برای تصمیم‌گیرنده افزایش خواهد یافت. در نتیجه، حجم سرمایه‌گذاری، تولید، اشتغال بالا خواهد رفت و رشد و توسعه پایدار به ارمغان خواهد آمد.

این پژوهش می‌تواند برای نهاد تصمیم‌گیرنده کشور مانند وزارت امور اقتصادی و دارایی، سازمان بورس و اوراق

<sup>1</sup> Baure & Yamey

<sup>2</sup> Rodrik

<sup>3</sup> Neeli

<sup>4</sup> Gerardi

<sup>5</sup> Awais

بهدار، کمیته تدوین استانداردهای مرتبط با بازار سرمایه، سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی که به نحوی که هر لحظه با موضوع سرمایه درگیر هستند، اطلاعات مفیدی فراهم نماید. درک و آگاهی هر گروه از نحوه‌ی تصمیم‌گیری سایر گروه‌ها و ذینفعان می‌تواند بسیار کمک‌کننده برای کل مجموعه باشد.

سازمان‌دهی مقاله در ادامه به این شرح است: ابتدا مبانی نظری، فرضیه‌ها و پیشینه پژوهش بیان می‌شوند. روش‌شناسی پژوهش پس از پیشینه پژوهش و بعد از آن، نتایج آماری و نتایج پژوهش بیان می‌شوند؛ در بخش پایانی نیز نتیجه‌گیری و پیشنهادهاى پژوهش بیان می‌شود.

### مبانی نظری پژوهش

#### عدم تقارن اطلاعاتی

طبق مطالعه اسکات و ابریان<sup>۱</sup> (۲۰۰۳) که از تئوری نمایندگی نشأت می‌گیرد، یکی از پیامدهای ناشی از تضاد منافع میان سهامداران و مدیران، عدم تقارن اطلاعاتی است. عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از تضاد منافع بین مدیر و مالک در بستر نظریه نمایندگی، ایجاد می‌شود (حساس‌یگانه و خیرالهی، ۱۳۸۷). بر اساس الگوی جنسن و مک‌لینگ<sup>۲</sup> (۱۹۷۶) یکی از مشکلات نمایندگی، ناتوانی سهامدار در پیگیری روزانه اقدامات مدیر است. بنابراین، سهامدار اطلاعات لازم در مورد عملیات مدیر را ندارد و این حالت عدم تقارن اطلاعات نامگذاری شده است، به این معنی که اطلاعات اضافی مدیر که اطلاعات خصوصی تعریف می‌شود، در اختیار مالک نیست (نمازی، ۱۳۸۴). طبق نظریه نمایندگی زمانی که فعالیت بنگاه‌های اقتصادی گسترده‌تر می‌شود، برای اداره بهتر امور، طی قراردادی بین مدیر و مالک، اختیارات از مالک به مدیر تفویض می‌شود (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). طبق این نظریه، اگر در این قرارداد، به تمام جوانب و منافع دو طرف توجه نشود، مدیران می‌توانند با اطلاعات خود و با استفاده از اطلاعات درون‌سازمانی که در دسترس سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان نیست، با دستکاری صورت‌های مالی و سایر گزارش‌های غیرمالی، استفاده‌کنندگان را گمراه کنند. پس می‌توان در نظر داشت که در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی دستکاری‌های گزارش‌های مالی توسط مدیر، کیفیت سود نیز از این شرایط متأثر شود. عدم تقارن اطلاعات میان مدیریت و افراد برون‌سازمانی نظیر سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان فرصتی را برای مدیر فراهم می‌کند که با ابزارهایی مانند اقلام تعهدی اختیاری، رقم سود دستکاری شود و کیفیت سود متأثر از این رویداد باشد (باتاچاریا<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۲).

عدم تقارن اطلاعاتی زمانی ایجاد می‌شود که یک گروه ذینفع دارای اطلاعاتی بیشتری نسبت به سایر گروه‌های ذینفع است. این گروه با توجه به آگاهی که دارد می‌تواند نتیجه تصمیم خود را از قبل بداند اما سایر گروه‌های ذینفع، نسبت به مسئله ناآگاه هستند. در نتیجه در موقعیت ابهام و ناآگاهی نسبت به موضوع تصمیم‌گیری می‌کنند. بنابراین تصمیم هر سرمایه‌گذار، متناسب با میزان کیفیت اطلاعاتی که دارد با تصمیم سرمایه‌گذاران دیگر، متفاوت خواهد بود. با توجه به مطالب بیان شده، فرضیه اول به شرح زیر ارائه می‌شود:

فرضیه اول: اطلاعات متفاوت سرمایه‌گذاران موجب تصمیم‌گیری متفاوت آنها می‌شود.

#### اهداف سرمایه‌گذاری

کریستین سن<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۰۷) نشان دادند اقتصاددانان بیشتر احتمال دارد مالک سهام باشند تا سرمایه‌گذاران

<sup>1</sup> Scott & O'Brien

<sup>2</sup> Jensen and Meckling

<sup>3</sup> Bhattacharya et al

<sup>4</sup> Christiansen

دیگری که از جهات دیگر مانند آنها هستند. لیز<sup>۱</sup> (۱۹۷۷) بیان می‌کند سرمایه‌گذاران در درجه اول به افزایش بلندمدت سرمایه خود اهمیت می‌دادند و به منافع کوتاه مدت اهمیت زیادی نمی‌دادند. گرچه آنها زمان و پول زیادی روی سرمایه‌گذاری‌ها صرف نمی‌کردند ولی سود قابل توجهی ای‌گزارش می‌کردند و احساس رضایت می‌کردند. ولی نسبت دادن نتایج این یافته‌ها به مهارت و علم و دیگر ویژگی‌های سرمایه‌گذاران مشکل است. مؤلفه‌ای که می‌تواند این موارد را بیشتر توضیح دهد، اهداف متفاوت سرمایه‌گذاران است با توجه به مطالب بیان شده، فرضیه دوم به شرح زیر ارائه می‌شود:

فرضیه دوم: اهداف متفاوت سرمایه‌گذاران موجب تصمیم‌گیری متفاوت آنها می‌شود.

### تجزیه و تحلیل داده

تحلیلگران فنی برای ارزیابی اوراق بهادار از روش‌های آماری و قیمت‌های گذشته استفاده می‌کنند. تحلیلگران فنی به دنبال الگوها و شاخص‌هایی در مورد سهام هستند که با شناسایی آنها بتوان عملکرد آینده سهام را پیش‌بینی کرد. این نوع تحلیلها یکی از عوامل مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاران است (مختاریان، ۱۳۸۳). تحلیلگران ارزش ذاتی، قیمت جاری را تابعی از ارزش تنزیل شده جریان درآمدی آینده آنها با نسبت قیمت به درآمد می‌دانند. بدین ترتیب آنها با تعیین میزان رشد درآمد و پیش‌بینی درآمد سال آینده، قیمت ذاتی سهام را برای دوره جاری تخمین می‌زنند و با مقایسه آن با قیمت‌های واقعی به معاملات اقدام می‌کنند (سینایی و همکاران، ۱۳۸۴). نگی و آنبرگر<sup>۲</sup> (۱۹۹۴) لیستی متشکل از ۳۴ متغیر مؤثر بر تصمیم‌گیری را به شکل تصادفی بین سهامداران ۵۰۰ شرکت توزیع کردند. می‌توان نتیجه گرفت فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، شامل یک طیف به هم پیوسته‌ای از اقلام مالی و غیرمالی است. به علاوه هر سرمایه‌گذاری ممکن است برای هر کدام از این متغیرها، اهمیت نسبی متفاوتی قائل باشد. با توجه به مطالب بیان شده، فرضیه سوم به شرح زیر ارائه می‌شود:

فرضیه سوم: نحوه تجزیه و تحلیل داده متفاوت سرمایه‌گذاران موجب تصمیم‌گیری متفاوت می‌شود.

روانشناسی اقتصاد: رویکرد جدیدی در توضیح رفتار سرمایه‌گذار

روانشناسی اقتصاد، رشته‌ای است که تلاش دارد فاصله بین علوم مرتبط با مغز و اعصاب و نظریه‌های اقتصادی را به نحوی به هم نزدیک کند تا افراد درک بهتری از انتخاب‌های مالی به‌دست آورند. دانش روانشناسی اقتصاد در دانشگاه نیویورک تحقیق خود را بر تحریکات عصبی که زیربنای تصمیم‌گیری رفتاری را شکل می‌دهد متمرکز ساخته است. در این نگرش، روش‌های ریاضی اقتصاد در تصمیم‌گیری، با ابزارهای بیولوژی ترکیب می‌شوند. ما با استفاده از این ابزارها در تجزیه و تحلیل فیزیولوژیکی سیستم عصبی، قشر مخ<sup>۳</sup> و عقده‌های پایه<sup>۴</sup> امیدواریم که نگرش منسجم در مورد نحوه تصمیم‌گیری مغز را توسعه دهیم. دانشگاه استنفورد با اختصاص یک آزمایشگاه تحقیق به این حوزه جدید از نظر اعتبار و منابع، کمک شایان توجهی به روانشناسان اقتصاد کرده است. آزمایشگاه استنفورد مرکز فعالیت مهمی برای مباحثات و آزمایش‌های روانشناسان اقتصاد شده است (ام پمپین<sup>۵</sup>، ۲۰۰۶). با توجه به مطالب بیان شده، فرضیه چهارم به شرح زیر ارائه می‌شود:

فرضیه چهارم: ساختارهای ذهنی متفاوت سرمایه‌گذاران موجب تصمیم‌گیری متفاوت آنها می‌شود.

### منابع مالی سرمایه‌گذاری

جریان‌های نقدینگی یکی از شاخص‌های مهم ارزیابی واحد اقتصادی و معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها

<sup>1</sup> Lease

<sup>2</sup> Nagy, Obenberger

<sup>3</sup> cortex

<sup>4</sup> Bacal ganglia

<sup>5</sup> Pompian, Michael

است. مدیران شرکت‌هایی که دارای محدودیت در تامین منابع مالی هستند، جهت حفظ قدرت رقابتی و میزان نقدینگی، اقدام به ذخیره نمودن جریان‌های نقدی به جای مصرف آن می‌نمایند. لذا، میزان منابع نقدی نقش مهمی در تصمیمات سرمایه‌گذاری خواهد داشت. شرکت‌ها جهت انجام سرمایه‌گذاری در راستای سودآوری، نیاز به جریان‌های نقدی دارند که هر چه بالاتر باشد، در سرمایه‌گذاری فعال‌تر هستند (هاشمی و همکاران، ۱۳۹۶). محدودیت در تامین مالی یکی از عوامل تأثیرگذار بر حساسیت جریان‌های نقد سرمایه‌گذاری است که واحد اقتصادی را با کمبود منابع مواجه می‌کند و مانعی در تامین مالی برای تمامی سرمایه‌گذاری‌های مطلوب، است (بادآور نهندي و درخور، ۱۳۹۲) شرکت‌های نامحدود به آسانی درباره نحوه سرمایه‌گذاری تصمیم‌گیری می‌کنند و حساسیت کمتری به منابع خارجی دارند. اما شرکت‌های محدود به علت نداشتن اعتبار کافی برای موسسات تامین اعتبار جذاب به نظر نمی‌آیند. بنابراین، مجبورند به سرمایه‌گذاری حساسیت بیشتری داشته و هنگام تصمیم‌گیری بر جریان نقد تاکید کنند (حاجیها و محمدی‌چم‌خانی، ۱۳۹۶). با توجه به مطالب بیان شده، فرضیه پنجم به شرح زیر ارائه می‌شود:

فرضیه پنجم: منابع مالی متفاوت سرمایه‌گذاران موجب تصمیم‌گیری متفاوت آنها می‌شود.

#### تعامل سرمایه‌گذاران

کینز معتقد است افراد از ترس اینکه تصمیماتشان مغایر با عرف تلقی شود، از ایده‌ها و عقاید شخصی خود چشم‌پوشی و مطابق با نظر جمع عمل می‌کنند. بانرجی بر این عقیده است که هر فرد هنگام تصمیم‌گیری به تصمیمات افراد ماقبل خود توجه دارد. وی این شیوه تصمیم‌گیری را عمل منطقی می‌داند؛ چرا که امکان دارد افراد قبلی اطلاعات بیشتری در اختیار داشته باشند. هر چند این شیوه تصمیم‌گیری می‌تواند منطقی باشد، در نهایت ممکن است به ناکارایی بازار منجر شود (بانرجی<sup>۱</sup>، ۱۹۹۲) وایمن<sup>۲</sup> (۲۰۰۲) بیان می‌کند بسیاری از سرمایه‌گذاران اطلاعات مالی قوی ندارند و وضع بازار را به خوبی تجزیه و تحلیل نمی‌کنند، در نتیجه توصیه‌های کارگزاران می‌تواند روی تصمیم‌گیری آنها برای خرید سهام مؤثر باشد. مادیتینوس و سویک<sup>۳</sup> (۲۰۰۷) بیان می‌کنند سرمایه‌گذاران جزء، هنگام تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری، بیشتر بر اخبار رسانه‌ها روزنامه‌ها و شایعات بازار تکیه می‌کنند. درحالی‌که سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بیشتر بر تحلیل بنیادی و تکنیکی تأکید داشته و کمتر به تحلیل پرتفوی توجه می‌کنند. با توجه به مطالب بیان شده، فرضیه ششم به شرح زیر ارائه می‌شود:

فرضیه ششم: تعامل و ارتباط‌های متفاوت سرمایه‌گذاران موجب تصمیم‌گیری متفاوت آنها می‌شود.

#### منافع سرمایه‌گذاران

اساس اقتصاد و کنش اقتصادی، انتخاب عقلانی است و جامعه‌شناسی اقتصادی برای تحلیل پدیده‌های اقتصادی به ناچار مدل انتخاب عقلانی را به کار می‌گیرد. بر این اساس، نظریه انتخاب عقلانی قادر است هر کنشی را توضیح دهد و هدف جامعه‌شناسی اقتصادی به کارگیری این نظریه در عمل است. به نظر می‌رسد. برخی از جامعه‌شناسان اقتصادی با این رویکرد که جامعه‌شناسی اقتصادی بر اساس نسخ‌هایی از الگوی انتخاب عقلانی، به عنوان مبانی نظری آن، بنا نهاده می‌شود، توافق دارند و تصور تقابل جامعه‌شناسی اقتصادی در برابر نظریه انتخاب عقلانی را نادرست میدانند (کلمن<sup>۴</sup>، ۱۹۹۰؛ هکتر<sup>۵</sup>، ۱۹۹۴ و کيسر و هکتر<sup>۶</sup>، ۱۹۹۸) این جامعه‌شناسان معتقدند و بر پیشگام نظریه انتخاب عقلانی است. و بر با طرح کنش عقلانی

<sup>1</sup> Banerjee

<sup>2-44</sup> Wayman

<sup>3</sup> Maditinos, & Sevic

<sup>4</sup> Coleman

<sup>5</sup> Heckter

<sup>6</sup> Kiser & Hechter

معطوف به هدف به عنوان مهمترین کنش در دنیای جدید راه را برای توسعه این نظریه فراهم کرده است. بر اساس این رویکرد، مدل انتخاب عقلانی چارچوب مناسبی برای تحلیل کنش اقتصادی و سایر پدیده‌های اقتصادی در اختیار جامعه‌شناسان قرار می‌دهد. از نظر کلمن، نظریه انتخاب عقلانی و مفهوم منفعت می‌تواند بنیاد جامعه‌شناسی قرار گیرد. کلمن در کتاب بنیادهای نظریه اجتماعی (۱۹۹۰) پیشنهاد می‌کند جامعه‌شناسی با این فرض نظریه انتخاب عقلانی شروع کند که کنشگر به دنبال افزایش منفعت شخصی اقتصادی با محاسبه‌گری است. این گزاره روشن می‌کند که کلمن کاملاً تحت تأثیر نظریه انتخاب عقلانی است و آن را مهمترین نیروی کنش به طور عام و کنش اقتصادی به طور خاص می‌داند. به عبارتی، منفعت شخصی اقتصادی و محاسبه عقلانی نیروی اصلی پیش‌برنده کنش اقتصادی است.

با توجه به مطالب بیان شده، فرضیه هفتم به شرح زیر ارائه می‌شود:

فرضیه هفتم: منافع متفاوت سرمایه‌گذاران موجب تصمیم‌گیری متفاوت آنها می‌شود.

### پیشینه تحقیق

#### مطالعات خارجی

**اختر و هوکو<sup>۱</sup> (۲۰۲۲)** به این نتیجه رسیدند نگرش سرمایه‌گذاران، توانایی برنامه‌ریزی مالی و درک ریسک‌ها و منافع مالی عوامل مهمی هستند که بر تصمیم‌گیری‌های آنها در مشارکت در بازار سهام تأثیر می‌گذارد. **هالا<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۲۰)** به این نتیجه رسیدند که رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در بخش دارایی‌های مالی در مقایسه با تصمیم‌گیری‌های مربوط به سرمایه‌گذاری دارایی‌های واقعی، نیازمند تصمیمات پیچیده‌تری است. **ادی<sup>۳</sup> (۲۰۱۸)** نشان داد که تجربه، آگاهی از بازارهای سرمایه و مدیریت احساسات خوب، سطح ثبات روانی را تعیین می‌کند و رفتار سوگیری را کاهش می‌دهد که می‌تواند بازده را افزایش دهد. **گیسلر و آلوود<sup>۴</sup> (۲۰۱۸)** بیان می‌کنند سبک‌های تصمیم‌گیری را می‌توان به عنوان یک الگوی آموخته شده که توسط فرد هنگام مواجه شدن با یک موقعیت خاص اجرا می‌شود، تعریف کرد. **بکر و چوی بی<sup>۵</sup> (۲۰۱۶)** به این نتیجه رسیدند بیش اطمینانی، محافظه‌کاری و تعصب در دسترس بودن اثرات قابل توجهی در تصمیمات سرمایه‌گذاران گذاشته است در حالی که رفتار توده وار تأثیر معناداری در تصمیم سرمایه‌گذاران نداشته است، همچنین عوامل روانی تحت تأثیر جنسیت شخص بوده است. **بارنا و چادھاری<sup>۶</sup> (۲۰۰۹)** بیان کرده‌اند سرمایه‌گذاران همیشه منطقی عمل نمی‌کنند و مواقعی که با تصمیم‌گیری‌های سخت روبرو هستند غیرمنطقی و احساسی تصمیم می‌گیرند.

#### مطالعات داخلی

**بادپا و شیری (۱۴۰۱)** نشان داده‌اند متغیرهای هوش مالی، ریسک‌پذیری، تجربه کاری و تحصیلات حسابداری تأثیر مثبت و معناداری در سطح معناداری یک درصد (اطمینان ۹۹ درصد) بر قصد کارآفرینانه دانشجویان رشته حسابداری در ایران دارند، اما تأثیر متغیر خوش‌بینی بر قصد کارآفرینانه دانشجویان رشته حسابداری از لحاظ آماری تأیید نشد.

**تک‌روستا (۱۴۰۱)** بیان می‌کند پنج مؤلفه شامل عوامل مدیریتی، عوامل ساختاری، قوانین و مقررات، وضعیت بازار مالی، عوامل اجتماعی و اقتصادی، بر تصمیمات سرمایه‌گذاری صندوق‌بازنشستگی نیروهای مسلح تأثیرگذار بوده و عوامل ساختاری تأثیر بیشتری نسبت به سایر مؤلفه‌ها دارد.

<sup>1</sup> Akhter & Hoque

<sup>2</sup> Hala

<sup>3</sup> Ady

<sup>4</sup> Geisler & Allwood

<sup>5</sup> Bakar & Chui

<sup>6</sup> Barua & Chowdhury



**ملانظری و همکاران (۱۴۰۰)** نشان دادند چگونه یک عامل روان‌شناختی می‌تواند کیفیت قضاوت و تصمیم‌گیری‌های مربوط به جایگزینی دارایی را کاهش دهد، از این رو، آگاهی از وجود این گونه خطاهای شناختی، می‌تواند به غناپذیری دانش در تحقیقات بودجه‌بندی سرمایه‌ای بینجامد.

**یحیی‌زاده‌فر و همکاران (۱۳۹۹)** بیان کرده‌اند هرچه قدر نقدشوندگی بالا باشد کارایی سرمایه‌گذاری حتی در شرایط کم بودن فرصت سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. علاوه بر این در شرکت‌هایی با محدودیت مالی و ریسک عملیاتی نقدشوندگی تأثیر بیشتری بر سرمایه‌گذاری دارد.

**خوشکار و همکاران (۱۳۹۸)** به « بررسی تأثیر افشای اطلاعات بر کیفیت حسابرسی و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران » پرداختند و نتایج بیانگر این بود که کیفیت افشای اطلاعات بر کیفیت حسابرسی و تصمیم‌گیری مدیران یعنی افزایش حجم معاملات تأثیر معنادار و مثبتی داشته است. **خدائی و رستمی (۱۳۹۵)** نشان دادند از میان ابعاد خرید الکترونیکی سهام، بعد امنیت با ضریب ۰/۷۲ در رتبه اول قرار گرفته و بالاترین میزان رابطه را با تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران داشته است. خدمات مشتری با ضریب ۰/۶۴ در رتبه دوم، طراحی وبسایت با ۰/۵۱ درصد در رتبه سوم، و تجربه کیفیت سرویس با ۰/۳۱ در رتبه چهارم قرار گرفته است.

**اردکانی و همکاران (۱۳۹۴)** به این نتیجه رسیدند با وقوع رویدادهای ناگهانی، نوسان‌های مربوط به بازده افزایش یافته است. همچنین نتایج پژوهش حاکی از مبهم بودن واکنش سرمایه‌گذاران منطبق بر پیش‌بینی فرضیه اطلاعات درباره اخبار مطلوب است.

**وکیلی فرد و همکاران (۱۳۹۲)** به این نتیجه رسیده‌اند که سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران با احتمال چهل درصد، در رفتارها و تصمیمات خرید و فروش سهام شرکت‌ها دارای رفتار توده وار هستند و در سی و سه درصد مواقع، آنها فرآیند مشخص و دقیقی به منظور تصمیم‌گیری و فروش انتخاب کرده‌اند و منطقی رفتار کرده‌اند و حدود بیست و دو درصد رفتارهای سرمایه‌گذاران واکنشی است و حدود پنج درصد تصمیمات خرید و فروش سهام آنها شهودی است.

### روش تحقیق

روش تحقیق حاضر از لحاظ رویکرد، طبیعت‌گرایانه و از لحاظ هدف پژوهش، کاربردی، از لحاظ ماهیت، اصیل و از لحاظ نوع پژوهش کیفی و از نظر روش شناخت، توصیفی از نوع همبستگی و نیز پیمایشی، از نظر نوع استدلال، قیاسی-استقرایی و از لحاظ زمان آینده‌نگر و از منظر طول زمان، مقطعی و به لحاظ روش جمع‌آوری اطلاعات، کتابخانه‌ای، مصاحبه‌ای و پرسشنامه‌ای است که با استفاده از رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری انجام شده است.

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، استادان و متخصصین دانشگاه، مدیران و معاونین شرکت‌های سرمایه‌گذاری بورسی و غیر بورسی به خصوص شرکت‌های سرمایه‌گذاری، کارشناسان مالی، سرمایه‌گذاران حقیقی بودند. روش نمونه‌گیری از نوع تصادفی و گلوله برفی بود. که با توجه به نامشخص بودن جامعه آماری با استفاده از فرمول کوکران حداقل تعداد ۳۸۴ نمونه به دست آمد. پرسشنامه به صورت حضوری و الکترونیکی در سامانه گوگل فرم طراحی شد لینک الکترونیکی پرسشنامه از طریق ایمیل، تلگرام و واتساپ برای نمونه آماری توزیع شد در نهایت ۳۹۰ پرسشنامه تکمیل و جمع‌آوری گردید.

## ابزار پژوهش

پرسشنامه به عنوان یکی از متداول‌ترین ابزارهای جمع‌آوری اطلاعات در تحقیقات پیمایشی است که از مجموعه‌ای از پرسش‌های هدف محور تشکیل شده که با بهره‌گیری از مقیاس‌های گوناگون، دیدگاه و بینش فرد پاسخگو را مورد سنجش قرار می‌دهد. در این پژوهش به منظور طراحی سوالات پرسشنامه از متخصصین رشته مصاحبه‌ای انجام شده است. پرسشنامه دیگری طراحی شد. با توجه به مصاحبه و پرسشنامه، هفت مؤلفه اصلی و مهم که بیشترین درصد فراوانی را داشته‌اند انتخاب گردید برای سنجش هر مؤلفه سه سوال طراحی گردید سپس اصلاحات مورد نیاز با نظرخواهی از استادان انجام شد. قسمت اول پرسشنامه شامل سوالاتی برای سنجش تحصیلات، رشته، سابقه کار، مرتبه شغلی بود. در بخش بعدی برای هفت مؤلفه اطلاعات، اهداف، نحوه‌ی تجزیه و تحلیل، ساختار ذهنی و عصبی، منابع مالی، تعامل و منفعت شخصی هر کدام سه سوال در غالب طیف پنج نقطه‌ای لیکرت (کاملاً مخالفم، مخالفم، بی‌نظرم، موافقم، کاملاً موافقم) طراحی شد. برای سنجش روایی پرسشنامه از نظرات استادان محترم دانشگاه و صاحب‌نظران حرفه، برای سنجش پایایی مقیاس‌های مختلف پرسشنامه از ضرایب بارهای عاملی، ضریب آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی استفاده شده است.

## تحلیل داده‌ها

برای بررسی فرضیه‌های تحقیق از مدل‌سازی معادلات ساختاری نرم‌افزار SmartPLS نسخه ۳ استفاده شده است. برای این منظور، از آماره‌های توصیفی مانند فراوانی، درصد، میانگین و انحراف معیار و در بخش آمار استنباطی از تحلیل مدل‌سازی معادلات ساختاری و فرآیند تخمین حداقل مربعات جزئی بهره گرفته شد. در بخش ارزیابی مدل اندازه‌گیری، روایی، پایایی و برازش مدل اندازه‌گیری متغیر نهفته پژوهش و در بخش ارزیابی مدل ساختاری، فرضیه‌ها در غالب مدل پیشنهادی پژوهش آزمون شدند.

## نتایج پژوهش

## آمار توصیفی

جدول ۱. آمار توصیفی بخش عمومی

| میزان تحصیلات | کارشناسی      | کارشناسی ارشد | دکتری        |               |                   |
|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|-------------------|
| فراوانی       | ۶۸            | ۱۵۰           | ۱۷۲          |               |                   |
| درصد فراوانی  | ۱۷            | ۳۸            | ۴۵           |               |                   |
| رشته          | حسابداری      | اقتصاد        | مدیریت       | سایر          |                   |
| فراوانی       | ۱۱۷           | ۸۳            | ۱۱۳          | ۷۷            |                   |
| درصد فراوانی  | ۳۰            | ۲۱            | ۲۹           | ۲۰            |                   |
| سابقه کار     | کمتر از ۵ سال | ۵ تا ۱۵ سال   | ۱۵ تا ۲۵ سال | بیش از ۲۵ سال |                   |
| فراوانی       | ۳۱            | ۱۶۲           | ۱۳۲          | ۶۵            |                   |
| درصد فراوانی  | ۸             | ۴۱            | ۳۴           | ۱۷            |                   |
| مرتبه شغلی    | استاد دانشگاه | مدیریت        | مدیریت مالی  | کارشناس مالی  | سرمایه‌گذار حقیقی |
| فراوانی       | ۵۳            | ۱۴۵           | ۶۴           | ۵۴            | ۷۴                |
| درصد فراوانی  | ۱۴            | ۳۷            | ۱۶           | ۱۴            | ۱۹                |

همانطور که در جدول ۱ مشاهده می‌شود، از میان پاسخ‌دهندگان به پرسشنامه از لحاظ میزان تحصیلات، بیشترین درصد را افراد دارای مدرک دکتری؛ از لحاظ رشته تحصیلی، بیشترین درصد را افراد دارای رشته تحصیلی حسابداری؛ بیشترین

درصد پاسخ دهندگان برحسب سابقه کار، ۵ تا ۱۵ سال؛ بیشترین درصد پاسخ دهندگان را برحسب مرتبه شغلی را افراد دارای مرتبه مدیریت به خود اختصاص داده‌اند.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

| Std. Deviation | Max | Min | Median | Mean  | N   | Q           |
|----------------|-----|-----|--------|-------|-----|-------------|
| ۰/۷۸۵          | ۵   | ۱   | ۴      | ۴/۱۹۳ | ۳۹۰ | Information |
| ۱/۰۷۲          | ۵   | ۱   | ۴      | ۴/۰۰۷ | ۳۹۰ | Objective   |
| ۱/۰۸۷          | ۵   | ۱   | ۴      | ۳/۸۷۵ | ۳۹۰ | Analyze     |
| ۰/۷۴۵          | ۵   | ۱   | ۴      | ۴/۱۶۳ | ۳۹۰ | Maind       |
| ۰/۹۳۲          | ۵   | ۱   | ۴      | ۴/۰۳۳ | ۳۹۰ | Resource    |
| ۰/۱۳۶          | ۵   | ۱   | ۴      | ۳/۸۹۱ | ۳۹۰ | Interaction |
| ۰/۸۱۲          | ۵   | ۱   | ۴      | ۴/۱۱۰ | ۳۹۰ | profit      |

با توجه به جدول ۲ آمار توصیفی و ابعاد آنها از نظر شاخص‌های آماری میانگین، میانه، حد پایین، حد بالا، انحراف استاندارد برای هر متغیر ارائه شد.

### برازش مدل اندازه‌گیری

برای بررسی برازش مدل‌های اندازه‌گیری سه مورد استفاده می‌شود: پایایی شاخص<sup>۱</sup> (ضرایب بارهای عاملی، ضرایب آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی)، روایی همگرا و روایی واگرا (هالند<sup>۲</sup>، ۱۹۹۹).

جدول ۳. نتایج معیار آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی و همگرایی متغیرهای پنهان تحقیق

| متغیرهای مکنون | ضریب آلفای کرونباخ $\alpha > 0.7$ | ضریب پایایی ترکیبی $CR > 0.7$ | میانگین واریانس استخراجی $AVE > 0.5$ |
|----------------|-----------------------------------|-------------------------------|--------------------------------------|
| اطلاعات        | ۰/۹۳۵                             | ۰/۹۵۸                         | ۰/۸۸۵                                |
| اهداف          | ۰/۹۴۳                             | ۰/۹۶۳                         | ۰/۸۹۸                                |
| تحلیل          | ۰/۹۰۶                             | ۰/۹۴۱                         | ۰/۸۴۲                                |
| ساختار ذهنی    | ۰/۹۵۰                             | ۰/۹۶۸                         | ۰/۹۰۹                                |
| منابع مالی     | ۰/۹۵۳                             | ۰/۹۷۰                         | ۰/۹۱۴                                |
| تعامل          | ۰/۹۳۰                             | ۰/۹۵۶                         | ۰/۸۷۸                                |
| منافع          | ۰/۹۷۳                             | ۰/۹۸۲                         | ۰/۹۴۸                                |
| تصمیم‌گیری     | ۰/۹۹۱                             | ۰/۹۹۲                         | ۰/۸۵۴                                |

جدول ۴. نتایج روایی واگرا

| اطلاعات | اهداف | تحلیل | ذهن   | منابع | تعامل | منفعت | تصمیم |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| اطلاعات | ۰/۹۴۱ |       |       |       |       |       |       |
| اهداف   | ۰/۱۸۰ | ۰/۹۴۷ |       |       |       |       |       |
| تحلیل   | ۰/۰۹۰ | ۰/۱۳۵ | ۰/۹۱۸ |       |       |       |       |
| ذهن     | ۰/۱۸۰ | ۰/۳۰۸ | ۰/۲۳۹ | ۰/۹۵۳ |       |       |       |
| منابع   | ۰/۱۷۹ | ۰/۱۹۹ | ۰/۱۸۶ | ۰/۲۳۵ | ۰/۹۵۶ |       |       |
| تعامل   | ۰/۰۳۹ | ۰/۱۸۵ | ۰/۱۸۸ | ۰/۲۱۴ | ۰/۲۶۳ | ۰/۹۳۷ |       |
| منفعت   | ۰/۱۳۱ | ۰/۲۴۶ | ۰/۱۲۹ | ۰/۱۸۱ | ۰/۲۸۳ | ۰/۳۲۰ | ۰/۹۷۴ |
| تصمیم   | ۰/۵۲۱ | ۰/۵۵۴ | ۰/۴۳۷ | ۰/۵۶۲ | ۰/۵۷۰ | ۰/۵۴۴ | ۰/۹۲۴ |

با توجه به نتایج جدول ۳، ضرایب آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی و روایی همگرایی تحقیق تأیید می‌شود. مطابق با

<sup>1</sup> Item reliability

<sup>2</sup> Hulland

ماتریس جدول ۴، مقدار جذر AVE تمامی متغیرهای مرتبه اول از مقدار همبستگی میان آن‌ها بیشتر است که این امر روایی و اگرایی مناسب و برازش خوب مدل‌های اندازه‌گیری را نشان می‌دهد. همچنین در شکل ۱ اعداد ضرایب بارهای عاملی سؤالات از ۰,۴ بیشتر است که این نشان از برازش مناسب مدل اندازه‌گیری تحقیق دارد.

### مدل ساختاری پژوهش

بخش مدل ساختاری برخلاف مدل‌های اندازه‌گیری، به سؤالات (متغیرهای آشکار) کاری ندارد و تنها متغیرهای پنهان همراه با روابط میان آنها بررسی می‌گردد. مقادیر t-values، معیار R Squares یا  $R^2$  و معیار  $Q^2$  بررسی شده است. با توجه به نتایج تحقیق تمامی ضرایب معناداری t از ۱/۹۶ بیشتر هستند که این امر معنادار بودن روابط میان متغیرها را در سطح ۹۵٪ تأیید می‌نماید. مقادیر ۰/۱۹، ۰/۳۳ و ۰/۶۷ به عنوان مقادیری برای ملاک ب ضعیف، متوسط و قوی  $R^2$  ارائه شده است. براساس نتایج، ضرایب  $R^2$  برای سازه‌های درونزای پژوهش ۱ به دست آمده است که با توجه به سه مقدار ملاک ارائه شده در بالا، قوی بودن برازش مدل ساختاری را تأیید می‌سازد.

معیار  $Q^2$  قدرت پیش‌بینی مدل را بیان می‌کند. در صورتی که مقدار  $Q^2$  در مورد یک سازه درون‌زا سه مقدار ۰/۰۲، ۰/۱۵ و ۰/۳۵ باشد، به ترتیب نشان از قدرت پیش‌بینی ضعیف، متوسط و قوی سازه یا سازه‌های برون‌زای مربوط به آن را دارد. بر اساس نتایج جدول زیر، مقدار ۰/۸۵ محاسبه شد که برازش قوی در مدل ساختاری را تأیید می‌کند.

### برازش مدل کلی

مدل کلی پژوهش که شامل بخش اندازه‌گیری و بخش ساختاری می‌شود. در مدل سازی معادلات ساختاری به روش حداقل مربعات جزئی، شاخص  $GOF^1$  شاخص کاملی به منظور بررسی کارایی مدل است این معیار توسط **تننهاوس<sup>۲</sup>** و همکاران (۲۰۰۴) ابداع شده است و به نحو زیر ارائه شده است:

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

جدول ۵. میزان Commuality و  $R^2$  متغیرهای تحقیق

| متغیرهای مکنون | Commuality | $R^2$ |
|----------------|------------|-------|
| اطلاعات        | ۰/۸۸۵      | ۰     |
| اهداف          | ۰/۸۹۸      | ۰     |
| تحلیل          | ۰/۸۴۲      | ۰     |
| ذهن            | ۰/۹۰۹      | ۰     |
| منابع          | ۰/۹۱۵      | ۰     |
| تعامل          | ۰/۸۷۸      | ۰     |
| منافع          | ۰/۹۴۸      | ۰     |
| تصمیم‌گیری     | ۰/۸۰۵      | ۱     |

جدول ۶. نتایج برازش مدل کلی

| GOF   | $R^2$ | Commuality |
|-------|-------|------------|
| ۰/۸۸۶ | ۱     | ۰/۷۸۵      |

با توجه به مقدار به دست آمده برای GOF به میزان ۰/۸۸۶، برازش بسیار مناسب مدل کلی تأیید می‌شود.

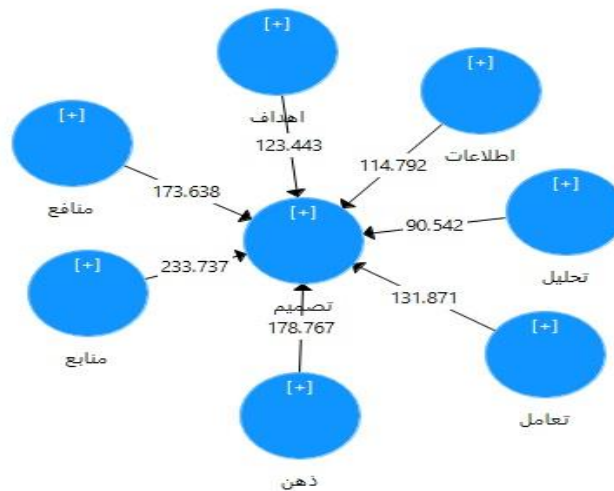
### نتایج فرضیه‌های تحقیق

نتایج فرضیه‌های این پژوهش بر اساس سطح خطای ۵ درصد (با اطمینان ۹۵ درصد) ارائه می‌شود؛ به عبارتی اگر آماره

<sup>1</sup> Goodness of Fit

<sup>2</sup> Tenenhaus





شکل ۲. مدل ساختاری تحقیق همراه با ضرایب معناداری Z

مطابق شکل ۱ و ۲ ضریب مسیر فرضیه هفتم، رابطه منافع (اولویت اول) و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ۰/۱۵۶ و آماره تی برای این مسیر ۱۷۳/۶ و مقدار آن بالاتر از آستانه معناداری یعنی ۱/۹۶ به دست آمده است. پس با اطمینان ۹۵ درصد منافع سرمایه‌گذاران باعث تصمیم‌گیری متفاوت سرمایه‌گذاران می‌شود. ضریب مسیر فرضیه پنجم، رابطه منابع مالی (اولویت دوم) و تصمیم‌گیری متفاوت سرمایه‌گذاران ۰/۱۵۱ و آماره تی برای این مسیر ۲۳۳/۷ و مقدار آن بالاتر از آستانه معناداری یعنی ۱/۹۶ به دست آمده است. پس با اطمینان ۹۵ درصد منابع مالی سرمایه‌گذاران باعث تصمیم‌گیری متفاوت سرمایه‌گذاران می‌شود. ضریب مسیر فرضیه چهارم، رابطه ساختار ذهنی سرمایه‌گذاران (اولویت سوم) و تصمیم‌گیری متفاوت سرمایه‌گذاران ۰/۱۴۸ و آماره تی برای این مسیر ۱۷۸/۷ و مقدار آن بالاتر از آستانه معناداری یعنی ۱/۹۶ به دست آمده است. پس با اطمینان ۹۵ درصد ساختار ذهنی سرمایه‌گذاران باعث تصمیم‌گیری متفاوت سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران می‌شود. ضریب مسیر فرضیه دوم، رابطه اهداف سرمایه‌گذاران (اولویت چهارم) و تصمیم‌گیری متفاوت سرمایه‌گذاران ۰/۱۴۶ و آماره تی برای این مسیر ۱۲۳/۴ و مقدار آن بالاتر از آستانه معناداری یعنی ۱/۹۶ به دست آمده است. پس با اطمینان ۹۵ درصد اهداف سرمایه‌گذاران باعث تصمیم‌گیری متفاوت سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران می‌شود. ضریب مسیر فرضیه اول، رابطه اطلاعات سرمایه‌گذاران (اولویت پنجم) و تصمیم‌گیری متفاوت سرمایه‌گذاران ۰/۱۴۵ و آماره تی برای این مسیر ۱۱۴/۷ و مقدار آن بالاتر از آستانه معناداری یعنی ۱/۹۶ به دست آمده است. پس با اطمینان ۹۵ درصد اطلاعات سرمایه‌گذاران باعث تصمیم‌گیری متفاوت سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران می‌شود. ضریب مسیر فرضیه ششم، رابطه تعامل سرمایه‌گذاران (اولویت ششم) و تصمیم‌گیری متفاوت سرمایه‌گذاران ۰/۱۴۴ و آماره تی برای این مسیر ۱۳۱/۸ و مقدار آن بالاتر از آستانه معناداری یعنی ۱/۹۶ به دست آمده است. پس با اطمینان ۹۵ درصد تعامل و ارتباط سرمایه‌گذاران باعث تصمیم‌گیری متفاوت سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران می‌شود. ضریب مسیر فرضیه سوم، رابطه نحوه تجزیه و تحلیل داده‌های سرمایه‌گذاران (اولویت هفتم) و تصمیم‌گیری متفاوت سرمایه‌گذاران ۰/۱۳۳ و آماره تی برای این مسیر ۹۰/۵ و مقدار آن بالاتر از آستانه معناداری یعنی ۱/۹۶ به دست آمده است. پس با اطمینان ۹۵ درصد نحوه تجزیه و تحلیل داده‌های سرمایه‌گذاران باعث تصمیم‌گیری متفاوت سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران می‌شود.

با توجه به نتایج تحقیق در شکل یک، شکل دو و جدول ۸، اگر ما بخواهیم تصمیم‌گیری متفاوت هر فرد را توضیح دهیم. به عبارتی نوع تصمیم هر فرد را پیشینی کنیم، موتور محرک تصمیم‌گیری در معیار اول، منافع است. منافع به عنوان دست نامرئی در تصمیم‌گیری عمل می‌کند. منافع هر سرمایه‌گذار بیان می‌کند چرا تصمیم‌گیری بدین شکل اتخاذ شده است. معیار دوم در توضیح تصمیم‌گیری متفاوت سرمایه‌گذاران منابع مالی است. منابع مختلف، شرایط متفاوتی در پیش روی هر فرد قرار خواهد داد. بدون داشتن منابع تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری مفهوم نخواهد داشت. معیار سوم فرآیند و ساختارهای ذهنی افراد است. فرآیند ذهنی به مانند یک سیستم عمل می‌کند. اگر ورودی‌ها را برای همه یکسان در نظر بگیریم به خاطر ساختار ذهنی عصبی متفاوت برای هر فرد، گزارش یا خروجی که برای هر فرد فراهم می‌شود متفاوت است. گزارش متفاوت، تصمیم متفاوتی هم خواهد داشت. معیار چهارم اهداف سرمایه‌گذاری است. هر هدف ابزارها و روش‌های منحربه فردی دارد. شناخت روش‌ها و ابزارها می‌تواند اهداف یک سرمایه‌گذار را بیان کند. شناخت بیشتر و بهتر روشها و ابزارهای مورد استفاده یک سرمایه‌گذار در پیش‌بینی تصمیم سرمایه‌گذاری کمک خواهد کرد. معیار پنجم فرآیند اطلاعات و آگاهی سرمایه‌گذار است. اطلاعات برای تصمیم‌گیری نقش خون در بدن انسان را بازی می‌کند. زمانی که جریان اطلاعاتی را کاهش یا افزایش دهیم، کیفیت تصمیم‌گیری هم به تناسب کاهش یا افزایش پیدا خواهد کرد. اطلاعات به عنوان خوراک تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار شناخته می‌شود. معیار ششم که باید در نظر داشت تعامل سرمایه‌گذاران است. هر سرمایه‌گذار به صورت خودآگاه یا ناخودآگاه به افرادی جذب خواهد شد که تقریباً هم سطح ایشان است. به عبارتی هر فرد در تعامل خود تلاش می‌کند با افرادی ارتباط داشته باشد که متناقض سطح اقتصادی، فرهنگی و فکری ایشان نباشد که با چالش روبه رو شود. اکثر افراد تغییر را دوست ندارند سعی می‌کنند سطح فعلی را حفظ کنند بنابراین شناخت هر چه بیشتر تعامل و ارتباط هر سرمایه‌گذار، پیش‌بینی تصمیم‌گیری را آسانتر خواهد کرد. معیار آخر برای پیش‌بینی تصمیم‌گیری افراد نحوه‌ی تجزیه و تحلیل است. تحلیل هر سرمایه‌گذار می‌تواند متمرکز بر سود هر سهم، تقسیم سود، طرح توسعه، سهامداران عمده، تفاوت ارزش روز با ارزش ذاتی، ساختار دارایی بدهی و حقوق صاحبان سهام، جریان نقد عملیاتی، کیفیت سود، هزینه مالی، چشم انداز صنعت، شاخص‌های کلان اقتصادی، چشم انداز سایر سرمایه‌گذاران، امنیت و سلامت سرمایه‌گذاری، مسئولیت‌های اجتماعی، اعضای هیات مدیره و مدیرعامل، زنجیره ارزش و تولید و ... باشد. زمانی که ما شاخص خلاصه هر سرمایه‌گذار را دریابیم می‌توانیم پیش‌بینی کنیم تصمیم‌گیری و انتخاب کدام گزینه خواهد بود.

با توجه به نتایج پژوهش، هر سرمایه‌گذار منافع متفاوتی نسبت به سایر سرمایه‌گذاران دارد، میزان منابع مالی می‌تواند تصمیم‌گیری هر سرمایه‌گذار را تغییر دهد، ساختار عصبی ذهنی هر سرمایه‌گذار با سایرین متفاوت است، اهداف سرمایه‌گذاری متناسب با شرایط هر سرمایه‌گذار تعیین می‌شود، هر گروه اطلاعات خاصی نسبت به بقیه گروه‌ها خواهد داشت، هر سرمایه‌گذار تعامل منحصر به فردی نسبت به سایرین دارد، تحلیل هر فرد متفاوت از افراد دیگر است. در پایان زمانی که منافع، منابع مالی، ساختار فکری، اهداف، اطلاعات، تعامل و تحلیل هر سرمایه‌گذار نسبت به بقیه متفاوت باشد، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری هر سرمایه‌گذار با یکدیگر متفاوت خواهد بود.

با توجه به نتایج به نظر می‌رسد نحوه‌ی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران به صورت سلسله‌مراتبی است. که مؤلفه منافع، بالای هرم قرار دارد و مؤلفه تحلیل در ذیل هرم قرار می‌گیرد زمانی که پاسخ برای چالش هر سطح هرم پیدا نشود تصمیم‌گیری متوقف بقیه مراحل حذف می‌شود، تصمیمی گرفته نمی‌شود. زمانی تصمیم عملی می‌گردد که برای تمامی سطوح، چالش بدون پاسخ وجود نداشته باشد.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادهاى پژوهش

این پژوهش به بررسی تصمیم‌گیری‌های متفاوت سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران پرداخته است، در ابتدا با استفاده از ادبیات پژوهش به عوامل تأثیرگذار بر تصمیم‌گیری براساس تئوری اقتصادی، مالی رفتاری پرداخته شد، براساس تئوری اقتصادی سرمایه‌گذاران هنگام تصمیم‌گیری کاملاً عقلایی و منطقی رفتار کرده و همواره در پی حداکثر ساختن منفعت خویش هستند اما براساس مالی رفتاری سرمایه‌گذاران کاملاً عقلایی رفتار نکرده اند و موقع تصمیم‌گیری اغلب دچار خطای ناشی از سوگیری رفتاری می‌شوند، این اشتباهات ناشی از ساختارهای ذهنی افراد است که شرایط روحی و احساسات اشخاص، شرایط محیطی و زمانی منجر به ایجاد تفاوت در تصمیم‌گیری سهامداران خواهد شد.

براساس نتایج این پژوهش سرمایه‌گذاران به صورت کلی در فرآیند تصمیم‌گیری به مؤلفه منافع، بیش از هر عامل دیگری توجه می‌کنند منافع نسبت به سایر مؤلفه‌ها اختلاف زیادی دارد. این اختلاف بیان می‌کند منافع در تصمیم‌گیری وزن بیشتری دارد سرمایه‌گذاران اهمیت زیادی به مؤلفه‌ی منافع در تصمیم‌گیری‌ها می‌دهند. در مرحله دوم منابع مالی، نقدینگی، سرمایه در گردش، ورود خروج نقد را ارزیابی می‌کنند. سپس ایده‌ها، ذهنیت‌ها، نوآوری و خلاقیت‌ها، نظریه‌ها و تئوری‌ها را در ساختارهای ذهنی مدلسازی می‌کنند. اهداف موضوع تصمیم‌گیری روشن می‌شود. از داده‌ها و اطلاعات موجود و دردسترس که دارای ویژگی‌های به موقع بودن، قابلیت اتکا و تأیید شدن باشند، جمع‌آوری خواهد شد. سرمایه‌گذار با افرادی که می‌توانند تصمیم‌گیری را برای آنها تسهیل کنند، تعامل برقرار می‌کند. کلیه شرایط، موقعیت پیشرو و مراحل قبلی خلاصه، طبقه‌بندی، تحلیل و تفسیر خواهد شد. بنابراین تصمیم هر سرمایه‌گذار گرفته می‌شود.

با توجه به نتایج این پژوهش درک نحوه‌ی تصمیم‌گیری‌های متفاوت سرمایه‌گذاران که مهمترین ارکان این بازار هستند، موجب رشد و توسعه بازار سرمایه خواهد شد. شناخت ارکان بازار نقش مهمی در فرآیند بازار سرمایه دارد. کارایی، اثربخشی و صرفه اقتصادی در بازار در نتیجه در کل کشور بهتر خواهد شد. از طرفی شناخت نحوه‌ی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری هر گروه ذینفع، موجب ایجاد یک رویکرد تعاملی برای نهاد تصمیم‌گیرنده در ارتباط با وضع قوانین، مقررات، رهنمودها و دستورالعمل‌ها خواهد شد که کلیت بازار را به سمت رشد و توسعه پایدار و مطمئن پیش خواهد برد. فرآیند نظارت به خاطر پیشینی‌پذیرتر بودن تصمیم‌گیری هر گروه؛ هم برای نظارت‌شوندگان و هم برای نظارت‌کنندگان آسان‌تر، مناسب‌تر اثربخش‌تر خواهد شد. همچنین بسیاری از سوگیری‌های رفتاری برای هر گروه سرمایه‌گذاران حل خواهد شد. امنیت سرمایه‌گذاری برای تصمیم‌گیرنده افزایش خواهد یافت. در نتیجه، حجم سرمایه‌گذاری، تولید، اشتغال بالا خواهد رفت و رشد و توسعه پایدار فراهم می‌شود. بنابراین نتایج آزمون فرضیات این پژوهش با نتایج پژوهش‌های بادپا و شیری (۱۴۰۱)، یحیی زاده‌فر و همکاران (۱۳۹۹)، خوشکار و همکاران (۱۳۹۸)، اختر و هوکو (۲۰۲۲)، ادی (۲۰۱۸)، چن و همکاران (۲۰۱۷) و بکر و چویی (۲۰۱۶) همسو است. با توجه به نتایج این پژوهش پیشنهاد می‌گردد نهاد تصمیم‌گیرنده در کشور، به تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران توجه بیشتری داشته باشد، چرا که هر تصمیم، اثرات متفاوتی بر هر گروه ذینفع خواهد داشت. بنابراین بهتر این است که نهاد تصمیم‌گیرنده از رویکرد تعاملی برای موضوعات سرمایه‌گذاری استفاده کند.

همچنین پیشنهاد می‌گردد بسترها و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، در جهت خدمت به نظام اقتصادی کشور باشد در غیر این صورت کل سیستم اقتصادی جامعه از این مسئله متضرر خواهد شد.



با توجه به نتایج این پژوهش، شفافیت می تواند برای کل ذینفعان اطلاعات مفیدی را فراهم کند تا این ذینفعان بتوانند یک تصمیم درست، منطقی و مناسب داشته باشند.

تصویب قوانین در ارتباط با سرمایه گذاری در مجلس هم می تواند در این زمینه بسیار راهگشا باشد و نقش وزارت امور اقتصادی و دارایی به عنوان یک مرجع بالاتر در حل عدم هماهنگی ها و عدم همکاری نهاد های ذیربط بسیار مؤثر است.

در پایان آگاه سازی نهاد های تصمیم گیرنده از مزایا و معایب، می تواند بسیار حائز اهمیت باشد که بخشی از این کار بر عهده محققین دانشگاهی و غیر دانشگاهی است.

با توجه به اهمیت مفهوم منافع سرمایه گذاران پیشنهاد می گردد در پژوهش های آتی به ارائه الگو و مدل جامعی در راستای عوامل تأثیر گذار بر منافع و تصمیم گیری سرمایه گذاران پرداخته شود. همچنین عواملی مؤثر در انتخاب منابع مالی در تصمیم گیری سرمایه گذاران بررسی گردد. نحوه پردازش در ساختار عصبی ذهنی به صورت مدل سیستمی برای هر گروه سرمایه گذاران تبیین و روشن گردد. در شرایط مختلف اقتصادی هر نحوه تصمیم گیری سرمایه گذاران و مؤلفه های مورد توجه هر گروه سرمایه گذار بررسی گردد.

### تقدیر و تشکر

بدینوسیله از معاونت محترم تحقیقات و فناوری دانشگاه شهید باهنر کرمان به خاطر حمایت معنوی در اجرای پژوهش حاضر سپاسگزاری می شود.

### منابع

- سعید اردکانی، سعید، بهلکه، آیناز؛ میرزاد، نگار و توسلی، طاهره السادات (۱۳۹۴). بررسی واکنش سرمایه گذاران نسبت به رویدادهای ناگهانی در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۱۷(۱)، ۱۲۲-۱۰۳. [https://jfr.ut.ac.ir/article\\_52759\\_e27193811481344752594c26ac23f2ad.pdf](https://jfr.ut.ac.ir/article_52759_e27193811481344752594c26ac23f2ad.pdf)
- بادآورنندی، یونس و درخور، سعید (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین محدودیت مالی، ارزش وجه نقد و خالص سرمایه گذاری. *پژوهش های تجربی حسابداری*، ۲(۸)، ۱۸۹-۱۶۷. [https://jera.alzahra.ac.ir/article\\_578\\_a5972154e1e5823cf3f1e4b97ba1d2c8.pdf](https://jera.alzahra.ac.ir/article_578_a5972154e1e5823cf3f1e4b97ba1d2c8.pdf)
- بادپا، بهروز و شیر، نعمت اله (۱۴۰۱). اثر مؤلفه های تصمیم گیری مالی و سرمایه گذاری بر قصد کارآفرینانه دانشجویان رشته حسابداری ایران. *مجله دانش حسابداری*، ۱۳(۳)، ۸۸-۶۵. [https://jak.uk.ac.ir/article\\_3113\\_0765edcee695d05b8b99d070281a3dd4.pdf](https://jak.uk.ac.ir/article_3113_0765edcee695d05b8b99d070281a3dd4.pdf)
- بینشیان، زهرا و دهدار، فرهاد (۱۳۹۷). ارائه مدل رابطه هوش مالی با گرایش های رفتاری و اثر آنها بر تصمیمات سرمایه گذاری بر اساس نظریه رفتار برنامه ریزی شده. *دانش سرمایه گذاری*، ۷(۲۵)، ۲۲۲-۲۰۳. [https://jjk.srbiau.ac.ir/article\\_12124\\_c2a00157f70c73db963335dc206f48e3.pdf](https://jjk.srbiau.ac.ir/article_12124_c2a00157f70c73db963335dc206f48e3.pdf)
- تکروستا، حسین (۱۴۰۱). بررسی مؤلفه های تأثیر گذار بر تصمیمات سرمایه گذاری صندوق بازنشستگی نیروهای مسلح. *اقتصاد دفاع*، ۷(۲۳)، ۵۲-۳۷. [https://journals.sndu.ac.ir/article\\_1967\\_ad17c3834229f0a2e2cbc626dd43746e.pdf](https://journals.sndu.ac.ir/article_1967_ad17c3834229f0a2e2cbc626dd43746e.pdf)
- سینایی، حسنعلی؛ مرتضوی، سعید و تیموری اصل؛ یاسر (۱۳۸۴). پیش بینی شاخص بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از شبکه مصنوعی. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۲(۴۱)، ۸۳-۵۹. [https://acctgrev.ut.ac.ir/article\\_18463\\_6b7f7841b56f612d84bb0d85fa12c8a5.pdf](https://acctgrev.ut.ac.ir/article_18463_6b7f7841b56f612d84bb0d85fa12c8a5.pdf)
- حاجیه، زهره و محمدی چمخانی، زهره (۱۳۹۶). حساسیت منابع خارجی به جریان وجه نقد در شرایط محدودیت های مالی داخلی و خارجی در شرکت های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۵(۲)، ۵۰-۳۷. [https://amf.ui.ac.ir/article\\_21572\\_5c353db025230c550cd5261bd449ef26.pdf](https://amf.ui.ac.ir/article_21572_5c353db025230c550cd5261bd449ef26.pdf)
- حساس یگانه، یحیی و خیرالهی، مرشد (۱۳۸۷). حاکمیت شرکتی و شفافیت. *حسابدار*، ۲۰۳، ۷۹-۷۴. <https://www.sid.ir/paper/466481/fa>
- خدائی وله زافرده، محمد و رستمی نوروزآباد، مجتبی (۱۳۹۵). واکنش پذیری تصمیم گیری سرمایه گذاران از کیفیت خرید الکترونیکی سهام. *مطالعات مدیریت فناوری اطلاعات*، ۴(۱۶)، ۶۱-۳۵. [https://journals.atu.ac.ir/article\\_6983\\_4e8d7f2d77bde38cdfda3c42f6aa4dd5.pdf](https://journals.atu.ac.ir/article_6983_4e8d7f2d77bde38cdfda3c42f6aa4dd5.pdf)

- خوشکار، فرزین؛ محمدرضایی، وحید و پناهی، رضا (۱۳۹۸). بررسی تأثیر افزایش اطلاعات بر کیفیت حسابرسی و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران. پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی، ۳(۴)، ۲۰-۱۱ <https://www.noormags.ir/view/fa/articlepage/1611944>
- آقایی، محمدعلی و مختاریان، امید (۱۳۸۳). بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۱(۲)، ۳-۲۵ [https://acctgrev.ut.ac.ir/article\\_10447\\_bcdd2fc6061fe3d490db6e9d9c394347.pdf](https://acctgrev.ut.ac.ir/article_10447_bcdd2fc6061fe3d490db6e9d9c394347.pdf)
- ملانظری، مهناز؛ پارسایی، منا و تقی ملایی، سعید (۱۴۰۰). تأثیر تامين مالی از طریق استقراض بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بر اساس تئوری حسابداری ذهنی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۸(۴)، ۷۳۸-۷۱۳ [https://acctgrev.ut.ac.ir/article\\_85114\\_e6822435162ebb49ffed103cdf909e23.pdf](https://acctgrev.ut.ac.ir/article_85114_e6822435162ebb49ffed103cdf909e23.pdf)
- میشل ام. پمپین (۲۰۰۶). دانش مالی رفتاری و مدیریت دارایی. ترجمه: احمد بدری، ۱۳۸۸، انتشارات کیهان، نوبت اول.
- هاشمی، سیدعباس؛ امیری، هادی و افیونی، علیرضا (۱۳۹۶). بررسی نوسانات جریان‌های نقدی عملیاتی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با در نظر گرفتن محدودیت تأمین مالی. مجله دانش حسابداری، ۸(۲۸)، ۴۹-۲۹ [https://jak.uk.ac.ir/article\\_1646\\_743b96ea49906dced87ae00f14402169.pdf](https://jak.uk.ac.ir/article_1646_743b96ea49906dced87ae00f14402169.pdf)
- نمازی، محمد (۱۳۸۴). بررسی کاربردهای تئوری نمایندگی در حسابداری مدیریت. پیشرفت‌های حسابداری، ۲۲(۲)، ۱۶۴-۱۴۷ [https://jaa.shirazu.ac.ir/article\\_3477\\_b172b199570ffed6970b6477b39df4d1.pdf](https://jaa.shirazu.ac.ir/article_3477_b172b199570ffed6970b6477b39df4d1.pdf)
- وکیلی فرد، حمیدرضا، فروغ‌نژاد، حیدر و خشنودی، مهدی (۱۳۹۲). ارزیابی رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با روش فرآیند تحلیل شبکه‌ای. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱(۲)، ۳۴-۱۹ [https://amf.ui.ac.ir/article\\_19847\\_ebfa26e4bfcfb96bb25a7cc5e9e10259.pdf](https://amf.ui.ac.ir/article_19847_ebfa26e4bfcfb96bb25a7cc5e9e10259.pdf)
- یحیی‌زاده‌فر، محمود؛ علیقلی، منصوره و ذبیحی، فاطمه (۱۳۹۹). بررسی رابطه بین نقدشوندگی و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به محدودیت مالی و ریسک عملیاتی. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۱۲(۴۵)، ۲۲-۵ [https://www.iaaar.com/article\\_107121\\_19203d19a4c4b7edae1ce83de623d32f.pdf](https://www.iaaar.com/article_107121_19203d19a4c4b7edae1ce83de623d32f.pdf)

## References

- Hajjha, Z., & Mohamadi Chamkhani, Z. (2017). The comparative investigation of the relationship between internal and external financial constraints in liquidity-intensive companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Asset Management and Financing*, 5(2), 37-50 [https://amf.ui.ac.ir/article\\_21572\\_5c353db025230c550cd5261bd449ef26.pdf](https://amf.ui.ac.ir/article_21572_5c353db025230c550cd5261bd449ef26.pdf) [In Persian].
- Ady, S. (2018). The cognitive and psychological bias in investment decision-making behavior: Evidence From Indonesian investor's behavior. *Journal of Economics and Behavioral Studies*, 10(1), 86 DOI: 10.22610/jeb.v10i1.2092.
- Akhter, T., & Hoque, M.E. (2022). Moderating effects of financial cognitive abilities and considerations on the attitude-intentions nexus of stock market participation. *International Journal of Financial Studies*, 10(1), 5 <https://doi.org/10.3390/ijfs10010005>.
- Saeida Ardakani, S., Behlkeh, A., Mirzad, N., & Tavassoli, T. (2015). Investigating the reaction of investors to sudden events in Tehran Stock Exchange. *Financial Research*, 17(1), 122-103 [https://jfr.ut.ac.ir/article\\_52759\\_e27193811481344752594c26ac23f2ad.pdf](https://jfr.ut.ac.ir/article_52759_e27193811481344752594c26ac23f2ad.pdf) [In Persian].
- Awais, M., Laber, M.F., Rasheed, N., & Khurshed, A. (2016). Impact of financial literacy and investment experience on risk tolerance and investment decisions: empirical evidence from Pakistan. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(1), 73-79 <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/1414>.
- Badavarnhandi, Y., & Darkhor, S. (2013). Investigating the relationship between financial constraints, cash value and net investment. *Accounting Empirical Research*, 2(8), 189-167 [https://jera.alzahra.ac.ir/article\\_578\\_a5972154e1e5823cf3f1e4b97ba1d2c8.pdf](https://jera.alzahra.ac.ir/article_578_a5972154e1e5823cf3f1e4b97ba1d2c8.pdf) [In Persian].
- Badpa, B., & Shiri, N. (1401). The effect of financial decision-making and investment components on the entrepreneurial intention of accounting students in Iran. *Journal of Accounting Knowledge*, 13(3), 65-88 [https://jak.uk.ac.ir/article\\_3113\\_0765edcee695d05b8b99d070281a3dd4.pdf](https://jak.uk.ac.ir/article_3113_0765edcee695d05b8b99d070281a3dd4.pdf) [In Persian].
- Bakar, S., & Chui Yi, A. (2016). The impact of psychological factors on investors' decision making in Malaysian stock market: A case of Klang valley and Pahang. *Procedia Economics and Finance*, 35, 319-328 [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)00040-X](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)00040-X).
- Banerjee, A. (1992). A simple model of herd behavior. *Quarterly Journal of Economics*, 107(3) 797-817 <https://www.jstor.org/stable/2118364>.
- Bauer, P., & Yamey, B.S. (1957). The economic of underdeveloped countries. Chicago: University of Chicago Press.

- Barua, S., & Chowdhury, A. (2009). General characteristics and investment determinants in bangladesh capital markets: Evidence from dhaka stock exchange. *Finance and Tourism Management*, 9(2), 138-161 <https://ssrn.com/abstract=2283674>.
- Bhattacharya, N., Ecker, F., Olsson, P.M., & Schipper, K. (2012). Direct and mediated associations among earnings quality, information asymmetry, and the cost of equity. *The Accounting Review*, 87(2), 449-482 <https://www.jstor.org/stable/23245611>.
- Bineshian, Z., & Dehdar, F. (2018). Present the model of the relationship between Financial intelligence behavioral trends and their impact on investors decisions based on the theory of planned behavior. *Journal of Investment Knowledge*, 7(25), 203-222 [https://jik.srbiau.ac.ir/article\\_12124\\_c2a00157f70c73db963335dc206f48e3.pdf](https://jik.srbiau.ac.ir/article_12124_c2a00157f70c73db963335dc206f48e3.pdf) [In Persian].
- Chen, T., Xie, L., & Zhang, Y. (2017). How does analysts' forecast quality relate to corporate investment efficiency? *Journal of Corporate Finance*, 43, 217-240 <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.12.010>.
- Christiansen, C., Schroter, J., Rangvid, J., & Rangvid, J. (2007). Are economists more likely to hold stocks? *Review of Finance*, 12(3), 465-496 <https://doi.org/10.1093/rof/rfm026>.
- Coleman, J. (1990). Foundations of social theory. Cambridge, MA: Belknap Press.
- Gerardi, K., Goette, L., & Meier, S. (2010). Financial literacy and subprime mortgage delinquency: evidence from a survey matched to administrative data. Federal Reserve Bank of Atlanta. *Working Paper*, 2010-10.
- Geisler, M., & Allwood, C.M. (2018). Relating decision-making styles to social orientation and time approach. *Behavioral Decision Making*, 31(3), 415-429 DOI: [10.1002/bdm.2066](https://doi.org/10.1002/bdm.2066).
- Hala, Y., Abdullah, M.W., Andayani, W., Ilyas, G.B., & Akob, M. (2020). The financial behavior of investment decision making between real and financial assets sectors. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(12), 635-645 DOI: [10.13106/jafeb.2020.vol7.no12.635](https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no12.635).
- Hechter, M. (1994). The role of values in rational choice theory. *Rationality & Society*, 6(3), 318-334 <https://doi.org/10.1177/10434631940060030>.
- Hasas Yeganeh, Y., & Kheirollahi, M. (2008). Corporate governance and transparency. *Accountant*, 203, 74-79 <https://www.sid.ir/paper/466481/fa> [In Persian].
- Hashemi, S.A., Amiri, H., & Efioni, A. (2016). Investigating the fluctuations of operational cash flows in investing companies, taking into account the limitation of financing. *Journal of Accounting Knowledge*, 8(28), 29-49 [https://jak.uk.ac.ir/article\\_1646\\_743b96ea49906dced87ae00f14402169.pdf](https://jak.uk.ac.ir/article_1646_743b96ea49906dced87ae00f14402169.pdf) [In Persian].
- Hulland, J. (1999). Use of partial least squares (PLS) in strategic management research: a review of four recent studies. *Strategic Management Journal*, 20(2), 195-204 <https://www.jstor.org/stable/3094025>.
- Khodaei, M., & Rostami Norouzabad, M. (2016). Investors' decision-making responsiveness of e-stock quality. *Quarterly Journal of Information Technology Management Studies*, 4(16), 35-61 [https://journals.atu.ac.ir/article\\_6983\\_4e8d7f2d77bde38cdfda3c42f6aa4dd5.pdf](https://journals.atu.ac.ir/article_6983_4e8d7f2d77bde38cdfda3c42f6aa4dd5.pdf) [In Persian].
- Khoshkar, F., & Panahi, R. (2019). The effect of information disclosure on the quality of auditing and decision making of investors. *Quarterly Journal of Research in Accounting and Economic Sciences*, 3(4), 11-20 <https://www.noormags.ir/view/fa/articlepage/1611944> [In Persian].
- Kiser, E., & Hechter, M. (1998). The debate on historical sociology rational choice theory and its critics. *American Journal of Sociology*, 104(3), 758-791 <https://www.jstor.org/stable/10.1086/210086>.
- Lease, W.G., Lewellen, R.C., & Schlarbaum, G.G. (1977). Patterns of investment strategy and behavior among individual investors. *Journal of Business*, 50, 296-333 <https://www.jstor.org/stable/2352539>.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 4(3), 305-360 [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- Nagy, R.A., & Obenberger, R.W. (1994). Factors influencing individual behavior. *Financial Analysis Journal*, 50(4), 63-68 <https://www.jstor.org/stable/4479763>.
- Namazi, M. (2005). Investigating the applications of representative theory in management accounting. *Accounting Advances*, 22(2), 47-164 [https://jaa.shirazu.ac.ir/article\\_3477\\_b172b199570ffed6970b6477b39df4d1.pdf](https://jaa.shirazu.ac.ir/article_3477_b172b199570ffed6970b6477b39df4d1.pdf) [In Persian].
- Neeli, M. (2013). Fundamentals of Economics. Publication. Tehran: Ney publication.
- Michelle, M. Pompin. (2006). Behavioral financial knowledge and asset management. Translation: Ahmad Badri, 2008, Kayhan Publications, first edition [In Persian].

- Maditinos, D.I., Sevic, Z., & Theriou, N.G. (2007). Investor behavior in the athens stock exchange. *Studies in Economics and Finance*, 24(1), 32-50 DOI: [10.1108/10867370710737373](https://doi.org/10.1108/10867370710737373).
- Aghaei, M.A., & Mokhtarian, O. (2004). Investigating factors influencing investors' decision making in Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Review*, 11(2), 3-25 [https://acctgrev.ut.ac.ir/article\\_10447\\_bcdd2fc6061fe3d490db6e9d9c394347.pdf](https://acctgrev.ut.ac.ir/article_10447_bcdd2fc6061fe3d490db6e9d9c394347.pdf) [In Persian].
- Molanazari, M., Parsai, M., & Taghi Molei, S. (2021). The impact of financing through borrowing on investment decisions based on the theory of mental accounting. *Quarterly Journal of Accounting and Auditing*, 28(4), 713-738 [https://acctgrev.ut.ac.ir/article\\_85114\\_e6822435162ebb49ffd103cdf909e23.pdf](https://acctgrev.ut.ac.ir/article_85114_e6822435162ebb49ffd103cdf909e23.pdf) [In Persian].
- Rodrik, D. (2016). Economics rules: The rights and wrongs of the dismal science. Translated into Persian Mohammadreza Farhadi. Tehran: Ashayan Publication.
- Scott, W.R., & O'Brien, P.C. (2003). Financial accounting theory. *The Journal of Business*, 72(1), 1-33.
- Sinaei, H.A., Mortazavi, S., & Timouri Asl, Y. (2005). Prediction of Tehran Stock Exchange index using artificial network. *Accounting And Auditing Reviews*, 12(41), 83-59 [https://acctgrev.ut.ac.ir/article\\_18463\\_6b7f7841b56f612d84bb0d85fa12c8a5.pdf](https://acctgrev.ut.ac.ir/article_18463_6b7f7841b56f612d84bb0d85fa12c8a5.pdf) [In Persian].
- Tekrosta, H. (2022). Investigating the factors influencing the investment decisions of the Armed forces pension fund. *Defense Economics Journal*, 7(23), 52-37 [https://journals.sndu.ac.ir/article\\_1967\\_ad17c3834229f0a2e2cbc626dd43746e.pdf](https://journals.sndu.ac.ir/article_1967_ad17c3834229f0a2e2cbc626dd43746e.pdf) [In Persian].
- Tenenhaus, M., Amato, S., & Esposito Vinzi, V. (2004). A global goodness-of-fit index for PLS structural equation modeling. *Scientific Meeting*, 739-742.
- Vakilifard, H., Foroughnejad, H., & Khoshnodi, M. (2013). Evaluation of investors' behavior in Tehran Stock Exchange by network analysis process method. *Quarterly Journal of Asset Management and Financing*, 1(2), 19-34 [https://amf.ui.ac.ir/article\\_19847\\_ebfa26e4bfcfb96bb25a7cc5e9e10259.pdf](https://amf.ui.ac.ir/article_19847_ebfa26e4bfcfb96bb25a7cc5e9e10259.pdf) [In Persian].
- Wayman, R. (2002). How to evaluate the “quality” of EPS? [www.investopedia.com/university/EPS](http://www.investopedia.com/university/EPS).
- Yahyazadeh Far, M., Aghili, M., & Zabihi, F. (2020). Investigating the relationship between liquidity and investment efficiency due to financial constraints and operational risk. *Accounting and Auditing Research*, 12(45), 5-22 [https://www.iaaar.com/article\\_107121\\_19203d19a4c4b7edae1ce83de623d32f.pdf](https://www.iaaar.com/article_107121_19203d19a4c4b7edae1ce83de623d32f.pdf) [In Persian].