

## بررسی تأثیر عوامل فرهنگی، اجتماعی، و روانی بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی بورس اوراق بهادار

بهرام عبادپور<sup>\*</sup>، محمدحسن ابراهیمی سروعلیا<sup>۱</sup>، جعفر باباجانی<sup>۲</sup>، پیام حنفی‌زاده<sup>۴</sup>

۱. دانشجوی دکتری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران
۲. استادیار، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران
۳. استاد، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران
۴. دانشیار، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران

(تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۷/۱۷ - تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۱۲/۰۱)

### چکیده

این پژوهش بر توسعه پیشینه علمی در خصوص تبیین عوامل فرهنگی و اجتماعی و روانی اثرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی متمرکز است تا رهیافتی برای شفاف‌سازی تصمیم‌گیری ایشان در بورس اوراق بهادار از این منظر ارائه کند. با توجه به نقش پررنگ مسائل فرهنگی و پدیده‌های اجتماعی در جامعه ایران، طبیعتاً تبیین این عوامل و بررسی تأثیر آنها بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی (که بالغ بر پنجاه درصد حجم معاملات و نود درصد تعداد معاملات بورس را به خود اختصاص داده‌اند) در کنار عوامل روانی می‌تواند چارچوبی برای طراحی آتی و شفاف‌سازی بیشتر فضای بورس اوراق بهادار ترسیم کند. در این تحقیق، پس از بررسی عمیق پیشینه نظری، با کمک روش فراترکیب، چارچوب مفهومی اولیه به نظرخواهی خبرگان به روش دلفی سپرده شد و پس از آن پرسشنامه لازم برای پیمایش تهیه شد. پرسشنامه میان نمونه آماری تحقیق، که شامل چهارصد نفر بود، توزیع و سپس جمع‌آوری شد و اطلاعات حاصل، با استفاده از تکنیک‌های آماری، تجزیه و تحلیل شد تا چارچوب نظری تحقیق حاصل شود. در نهایت، تأثیر عوامل مزبور بر رفتار سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تأیید و میزان تأثیر هر یک بررسی شد.

### کلیدواژگان

بورس اوراق بهادار، رفتار، سرمایه‌گذاران حقیقی، عوامل رفتاری.

\* رایانامه نویسنده مسئول: bahramebadpoor@yahoo.com

## مقدمه

بورس اوراق بهادار، که در آن خرید و فروش اوراق بهادار تحت ضوابط و قوانین خاص صورت می‌گیرد، یک بازار اقتصادی بزرگ است. با عنایت به عرضه سهام بزرگ‌ترین و مهم‌ترین واحدهای اقتصادی کشور در تالارهای بورس، هر گونه تغییر در شرایط اجتماعی و فرهنگی و روانی و ... فرد یا جامعه می‌تواند به سرعت بر بورس اوراق بهادار تأثیر گذارد و آن را دچار نوسان کند. بررسی و تحلیل مالیه رفتاری سرمایه‌گذاران و فعالان بازار یکی از مباحث نوپای رشته مدیریت مالی محسوب می‌شود. بر مبنای رویکردهای موجود در این زمینه، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران صرفاً بر مبنای تجزیه و تحلیل کمی و عقلایی انجام نمی‌شود و عوامل دیگر نیز تأثیر زیادی بر نحوه واکنش سهامداران به فعل و انفعالات بازار خواهد گذاشت. بررسی این عوامل که روند عقلایی را بر هم می‌زند از اهداف علم مالیه رفتاری است. به دیگر سخن، مالیه رفتاری را می‌توان ادغام اقتصاد کلاسیک و علوم روان‌شناسی و تصمیم‌گیری دانست. بدیهی است مالیه رفتاری تلاش نمی‌کند نشان دهد رفتار عقلایی نادرست است؛ بلکه در تلاش است که کاربرد فرایندهای تصمیم‌گیری روان‌شناختی را در شناخت و پیش‌بینی بازارهای مالی نشان دهد. به طور کلی، سرمایه‌گذاران حقیقی در زمان تصمیم‌گیری به دو عامل مهم ریسک و بازده توجه دارند. برخلاف سرمایه‌گذاران عمده، که ابزارها و امکانات گسترده‌ای را برای ایجاد تناسب بین این دو متغیر در اختیار دارند، سرمایه‌گذاران انفرادی غالباً فاقد این گونه ابزارها هستند. به علاوه، بالا بودن میزان نوسانات اقتصادی و سیاسی، بی‌ثباتی قوانین و مقررات، و ... به افزایش ریسک تصمیم‌گیری در بورس اوراق بهادار منجر می‌شود. مجموعه این عوامل باعث می‌شود بازار سرمایه با ریسک ثانویه ناشی از فردگرایی و پیش‌بینی ناپذیر بودن رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی مواجه شود. این تحقیق به دنبال پاسخگویی به این سؤال است که بین عوامل تأثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی آیا عوامل فرهنگی و اجتماعی و روانی هم مؤثر است؟ تا ضمن برشماری شاخص‌های این مؤلفه‌ها بر شفاف‌تر شدن بازار بورس اوراق بهادار بیفزاید.

## مبانی نظری و پیشینه تحقیق

بیکر و هاسلم در تحقیق خود به بررسی عوامل مهم برای سهامداران پرداختند. نتایج تحقیق

نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران در درجه اول نگران آینده قیمت سهام خود هستند و مهم‌ترین موضوع برای سرمایه‌گذاران اطلاعاتی است که آن‌ها را برای برنامه‌ریزی درباره آینده سهامشان یاری کند (Baker & Haslem 1974: 469-476). کوهن و آدر شواهد تجربی کاهش ریسک‌گریزی اشخاص، هنگام افزایش ثروت آن‌ها، را در بورس‌های معتبر جهان ارائه کردند (Cohen & Ader 1975: 333-341). برون و بارنول در مطالعات خود دریافتند که رفتار سرمایه‌گذار در بازار را می‌توان بر اساس ویژگی‌های سبک زندگی، میزان ریسک‌گریزی، و شغل فرد پیش‌بینی کرد (Brown & Barnwell 1987: 124).

همچنین، ریلی و چو دریافتند که بین ریسک‌گریزی افراد و سن، درآمد، ثروت، و تحصیلات رابطه معناداری وجود دارد. با افزایش درآمد و ثروت و تحصیلات افراد، درجه ریسک‌پذیری آن‌ها نیز افزایش می‌یابد. ولی بین سن افراد و ریسک‌پذیری رابطه عکس وجود دارد (Riley & Chow 1992: 32-37). مطالعات لبرون و همکارانش ثابت کرد که درجه ریسک‌گریزی افراد تابعی از عوامل درونی شخص است و به ملاحظات بیرونی بازار ارتباطی ندارد (LeBaron et al 1992: 1731-1764). یافته‌های مطالعات لولین و بدرینات نشان می‌دهد بین ترجیحات سرمایه‌گذاری افراد و سن و جنسیت و تحصیلات آن‌ها رابطه معناداری وجود دارد (Lewellen & Badrinath 1997: 77-122). هیل به بررسی چگونگی واکنش سرمایه‌گذاران به تحولات اجتماعی در بازار جنوب شرق آسیا پرداخته است. او سیزده عامل را ارزیابی کرده که مهم‌ترین آن‌ها ناآرامی اجتماعی و فرهنگ فساد بوده است (Hill 1997: 188).

مریکاس و پراساد از راه مطالعه پیمایشی سعی کردند عوامل تأثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی را در بازار سرمایه یونان شناسایی کنند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد معیار تصمیم‌گیری افراد در خرید یک سهم ترکیبی از معیارهای اقتصادی و معیارهای روانی فرد است (Merikas & Prasad, 2003: 431-464). اپستین تأثیر اطلاعات اجتماعی بر رفتار سرمایه‌گذار حقیقی را بررسی کرد. یافته‌های تحقیق او بیانگر آن است که گزارش‌های مالی سالیانه شرکت‌ها تأثیر چندانی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران ندارند و بی‌ارزش‌اند. اطلاعات اجتماعی بر رفتار سرمایه‌گذار حقیقی نسبت به گزارش‌های مالی سالیانه شرکت‌ها تأثیر

بیشتری دارد (Epstein 2003: 159-184). کیم و نوفسینگر در پژوهشی با عنوان «مالی رفتاری در آسیا» به شناسایی رفتار سرمایه‌گذاران پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد آسیا به دلیل سطوح مختلف سرمایه‌داری مکان جالبی برای مطالعه مالی رفتاری است. سرمایه‌گذاران فردی در آسیا اغلب یک قمارباز (بورس‌باز) انحصاری دیده می‌شوند. آسیایی‌ها بیشتر از فرهنگ‌های غربی از اریب‌های شناختی رنج می‌برند و تمایل دارند رفتارهایشان مبتنی بر یک پارادایم جمع‌گرایی اجتماعی باشند (Kim & Nofsinger 2008: 1-7). همچنین در زمینه عوامل روانی تأثیرگذار بر تصمیم‌سهم‌داران (که خود ریشه در مسائل فرهنگی فرد و جامعه و سازمان دارد) تحقیقات مختلفی انجام شده است. برخی این موضوع را تحت عناوینی مثل اثر توصیه دوستان و اثر ویژگی‌های شخصی برشمرده‌اند (Ali & Tariq 2013: 18-22). همچنین نتایج پژوهش‌های مریکاس و پراساد در بازار بورس یونان نشان داد معیار سرمایه‌گذار برای ورود به سرمایه‌گذاری فقط معیارهای اقتصادی نیست؛ عوامل روان‌شناختی نیز مهم است. یعنی سرمایه‌گذار اطلاعات موجود را با احساس و انتظار خویش می‌آمیزد و وارد سرمایه‌گذاری می‌شود (Merilkas & Prasad 2003: 712-722). مطالعه دیگری که در بورس اوراق بهادار سریلانکا صورت گرفته بر رفتار گله‌ای (جمعی) و شهودی تأکید کرده است (Kengatharan & Kengatharan 2014: 3-8). طبق نتایج تحقیق دیگری عوامل اجتماعی و فرهنگی چون جنسیت، سن، سطح تحصیلات، اعتماد به نفس، درآمد فردی سرمایه‌گذاران و توسعه‌یافته بودن منطقه زندگی سرمایه‌گذار بر رفتارهای سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد. ولی زمانی این تأثیر زیادتر است که سرمایه‌گذار زن باشد یا سن بالایی داشته باشد یا سطح تحصیلات کمتری داشته باشد، و بالعکس (Tekce et al 2016: 515-520).

لیواماگی به بررسی تأثیر سطح تحصیلات سرمایه‌گذاران در معاملات بورس شهر تالین استونی، طی سال‌های ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۲، پرداخته و نهایتاً به این نتیجه رسیده که دارندگان مدرک تحصیلی دانشگاهی علوم طبیعی در مقایسه با افراد غیرتحصیل‌کرده سرمایه‌گذاری و معاملات بیشتری انجام داده‌اند (Liivamagi 2016: 114-131). کیمئو و همکارانش در مقاله‌ای با عنوان «عوامل رفتاری مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در بین سرمایه‌گذاران حقیقی در

بورس اوراق بهادار نایروبی» به بیان چهار دسته عوامل اثرگذار پرداخته‌اند. عامل اکتشافی اولین عامل مورد اشاره ایشان است که از سه جنبه اعتماد، تورش‌های موجود در بازار، و اطمینان بیش از حد بررسی شده است. دومین عامل عوامل مورد انتظار سرمایه‌گذاران حقیقی است که عبارت‌اند از: زیان‌گریزی، جلوگیری از پشیمانی، و محاسبات ذهنی سرمایه‌گذار. عامل سوم حرکت‌های توده‌وار در فضای بورس اوراق بهادار است که ناشی از اطلاعات بازار و حجم معاملات است. این مطالعه در وهله آخر به عامل عقلانیت به منزله عاملی کلیدی توجه کرده و آن را متأثر از تغییرات قیمتی و ترجیحات مشتریان معرفی کرده است. این چهار عامل در نهایت ساختار رفتاری تصمیم‌گیری سهامداران حقیقی برای سرمایه‌گذاری را تشکیل می‌دهند که در عملیات خرید و فروش سهم، انتخاب سهم، مدت زمان نگه‌داری سهم، و میزان و حجم سهم تبلور می‌یابد (Kimeu et al 2016: 1243-1258). بلال عزیز و عبدالله خان مطالعه مشابهی را در همین زمینه در بورس اوراق بهادار پاکستان انجام دادند و به نتایج مشابهی دست یافتند. تنها تفاوت دستاورد این تحقیق با مطالعه کیمئو و همکارانش اضافه کردن عامل جدیدی، با عنوان «مغالطه سفته‌بازان»، است که به بازسازی‌های کاذب و تورش رفتاری بازار منجر می‌شود (Aziz & Abdullah khan 2016: 80).

هریسا و راشمی در مقاله‌ای با عنوان «طراحی چارچوب مفهومی عوامل اثرگذار بر احساسات سرمایه‌گذاران و تأثیر فریب‌ها و دام‌های رفتاری بر تصمیم آن‌ها» ابتدا به تبیین عوامل مزبور - از قبیل رفتارهای توده‌وار، عوامل مربوط به ریسک و بازده و ابهام‌گریزی، و ... - پرداخت و پس از بررسی میدانی آن‌ها تأثیر عوامل مزبور را بر تصمیم سرمایه‌گذاران حقیقی ارزیابی کرد (Haritha & Rashmi 2016: 29-34). تحقیق دیگری که وین وو و آن فان در بازار بورس ویتنام و در بازه زمانی ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۵ انجام دادند در زمینه بررسی رفتارهای گله‌ای سرمایه‌گذاران بود و این نتیجه به دست آمد که بروز حرکت‌های گله‌ای در زمانی که معاملات به سمت قیمت پایین است خیلی چشمگیرتر از زمانی است که قیمت‌ها روند صعودی دارند. همچنین، با لحاظ زمان بروز بحران‌های قیمتی، مثل آنچه در سال ۲۰۰۸ اتفاق افتاد، نتیجه گرفتند حرکت‌های گله‌ای در پس‌بحران خیلی بیشتر از دوره پیش از بحران بوده است (Vinh

هنوز در نوبت چاپ در مجله تحقیقات مالی و بازرگانی بین‌الملل است ابعاد جدیدی از حرکت‌های توده‌وار (گله‌ای) را بررسی کرده است. در این تحقیق ابتدا حرکت‌های توده‌ای به پنج دسته تقسیم شده و سپس حرکت سرمایه‌گذاری ۶۰۹ بنگاه اقتصادی در بازه زمانی ۲۰۰۴ تا پایان ۲۰۱۳ مورد بررسی قرار گرفته است. نتیجه تحقیق نشان می‌دهد شرکت‌های خصوصی حرکت‌های توده‌وار از خود نشان نمی‌دهند، مگر آنکه تغییر شاخص قیمت منفی ۵ درصد باشد؛ یعنی در فاصله ۱ تا ۴ درصد کاهش قیمت عکس‌العمل توده‌ای دیده نشده و در افزایش قیمت هم اصلاً حرکت گله‌ای وجود نداشته است (Shah et al 2017).

در ایران نیز پژوهش‌های زیادی در خصوص کارایی بازار سهام ایران و عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و خطاهای رفتاری انجام شده است. دهقان عامل مهمی را که بر ذهنیت و قصد افراد تأثیرگذار است قدرت و توانایی تجزیه و تحلیل ذاتی افراد برای سرمایه‌گذاری معرفی کرده است. به طور کلی، اگر افراد دانش و استعداد لازم برای انجام دادن کاری را داشته باشند، در آن فعالیت موفق‌تر از دیگران عمل می‌کنند و سرمایه‌گذارانی که این خصیصه را نداشته باشند، اصولاً، به بازار بورس اوراق بهادار وارد نمی‌شوند (دهقان ۱۳۸۷: ۵ - ۷).

خلیلی عراقی و همکارانش با بررسی تفاوت‌های رفتاری بین سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی بعد از تعطیلات هفتگی به این نتیجه رسیده‌اند که تعطیلات بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی تأثیر می‌گذارد؛ هرچند این تأثیر از جهات متضاد بر طرفین وارد می‌شود. حجم معاملات خرید و فروش سهام سرمایه‌گذاران حقیقی بعد از تعطیلات افزایش می‌یابد و درست برعکس سرمایه‌گذاران حقوقی عمل می‌کنند (خلیلی عراقی و همکاران ۱۳۸۸: ۷۹ - ۸۶). مهدوی و فهیمی به مقایسه بورس‌های اوراق بهادار تهران و مشهد پرداختند و به این نتیجه رسیدند که تصمیم خرید سهام توسط سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران و مشهد تحت تأثیر عوامل فرهنگی است و تأثیر عوامل فرهنگی در بورس اوراق بهادار مشهد قوی‌تر است (مهدوی و فهیمی ۱۳۸۹: ۶۷ - ۸۶). ضمناً، بر اساس تحقیق دیگری، شاخصی چون ریسک‌پذیری، که ریشه در فرهنگ دارد، همواره بر تصمیم‌گیری

معامله‌گران در بورس اوراق بهادار اثرگذار بوده است (امام ۱۳۸۹: ۲۱ - ۲۶). تحقیق دیگری اذعان می‌دارد در شرایطی که اعتماد سرمایه‌گذاران به اطلاعات اعلامی متزلزل باشد، نوعی رفتار گله‌ای یا رفتار جمعی شکل می‌گیرد که به دلیل علایق مشترک سرمایه‌گذاران خرد یا تقلید از یک‌دیگر حاصل می‌شود (خداپرست شیرازی و همکاران ۱۳۹۰: ۱۴). نتایج پژوهش وکیلی‌فرد و همکارانش نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار در بیشتر رفتارها و تصمیمات خرید و فروش سهام رفتار توده‌وار دارند و در برخی مواقع فرایند دقیق و تحلیلی را برای خرید و فروش سهام انتخاب و منطقی رفتار می‌کنند. بر اساس نتایج دیگر این پژوهش، عوامل مربوط به بازار سهام و آموزش و فرهنگ بیش از سایر عوامل بر رفتارهای سرمایه‌گذاران مؤثر است و شایعات و اطلاعات پنهانی بر رفتار سهامداران اثرگذاری زیادی دارد (وکیلی‌فرد و همکاران ۱۳۹۲: ۱۹ - ۳۴).

همچنین در زمینه عوامل روانی تأثیرگذار بر تصمیم‌سازمان‌داران (که خود ریشه در مسائل فرهنگی فرد و جامعه و سازمان دارد) تحقیقات مختلفی انجام شده است. عوامل روان‌شناسانه، که بیشتر از مفاهیم علم مالیه رفتاری استنباط می‌شوند، تبیین‌کننده مفهوم عوامل روانی بازارند. این عامل (روان‌شناسانه) در کنار برخی دیگر از عوامل در تصمیم‌گیری ایفای نقش می‌کنند (Yahyazadehfar et al 2009: 61-68). بعضی از تصمیمات سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار به دلیل زمینه‌های فرهنگی و اجتماعی متنوعی که نسبت به یک‌دیگر دارند متفاوت‌اند. برخی از تحقیقات ضمن تأیید تعدادی از این شاخص‌ها در میان سرمایه‌گذاران (کریمی و رهنمای رودپشتی ۱۳۹۴: ۳۱ - ۱۵) تحلیل‌های متفاوتی داشته‌اند. این تحقیق آن را «ویژگی‌های فردی و شخصیتی» نامیده است.

بزاززاده و همکارانش هم تأثیر اطلاعات نامشهود را در رفتار و واکنش سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرده‌اند. ایشان، با استفاده از داده‌های ۱۹۷ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳، نتیجه گرفته‌اند که سرمایه‌گذاران در اکثر موارد به اطلاعات نامشهود واکنش بیش از واقع نشان داده‌اند که با انتشار اخبار جدید انتظارات تعدیل شده است (بزاززاده و همکاران ۱۳۹۵: ۱ - ۲۹).

## روش تحقیق

این تحقیق از نوع تحقیقات به روش آمیخته کیفی و کمی است که برای کشف، توصیف، تشریح، و تبیین موضوع تحقیق ابتدا با استراتژی فراترکیب، که بعد کیفی روش فرامطالعه است، اقدام به بررسی و مطالعه و نقد دقیق پیشینه علمی موجود و قابل دسترس (مقالات معتبر، رساله‌ها، کتب، پایگاه‌های علمی) جهت برشماری عوامل اثرگذار بر موضوع تحقیق کرده است. در روش فراترکیب متن پژوهش‌های گذشته به منزله داده‌هایی برای پژوهش آتی استفاده می‌شود که دقیقاً مانند متن مصاحبه مستند شده است (خنیفر و مسلمی ۱۳۹۶: ۴۹۸). پس از آن، از روش کیفی (استراتژی دلفی) جهت نهایی کردن و بومی‌سازی عوامل تأثیرگذار بر رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار و همچنین استانداردسازی شاخص‌ها بهره برده است. همچنین این تحقیق به شیوه پیمایش و با استفاده از تکنیک معادلات ساختاری سیر پژوهش را با روش کمی پی گرفته است.

دلفی مورد استفاده در این تحقیق، با نظرخواهی از خبرگان، تا جایی که مقیاس‌های کمی آن به اجماع و همچنین اشباع نظری منجر شد ادامه داشت. جامعه آماری این تحقیق در مرحله فراترکیب مقاله معتبر و در دسترس بود که ارتباط مفهومی مستقیم با تحقیق حاضر داشت. همچنین، در مرحله دلفی جامعه آماری تلفیقی از علم و تجربه (مدیران ارشد سازمان بورس و خبرگان دانشگاهی) بودند. انتخاب خبرگان در روش دلفی به شیوه گلوله برفی انجام شد که نهایتاً نوزده نفر شدند. چارچوب نظری پس از اتمام سه مرحله دلفی به تأیید و تصویب همه اعضای پنل خبرگان رسید و پس از آن پرسشنامه لازم برای پیمایش تدارک شد. این پرسشنامه در میان نمونه آماری تحقیق، که چهارصد نفر بودند، توزیع و سپس جمع‌آوری شد. در حقیقت جامعه آماری تحقیق شامل سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار بودند که تعداد ایشال بالغ بر پنج میلیون و ششصد هزار نفر است. نمونه آماری مربوطه با توجه به فرمول‌های حداکثری کوکران ۳۸۵ نفر بود و در این تحقیق برای افزایش اعتبار ۴۰۰ پرسشنامه میان افراد حقیقی، که برای داد و ستد به کارگزاری‌ها مراجعه می‌کردند و حداقل مدرک کارشناسی و دو سال سابقه فعالیت در



بورس داشتند، توزیع شد. همچنین آلفای کرونباخ برای این پرسشنامه در نرم‌افزار اسپاس اس معادل ۰/۸۶ بود که حکایت از روایی پرسشنامه دارد. در نهایت، اطلاعات حاصل از پرسشنامه‌ها به نرم‌افزار آموس برای به‌کارگیری تکنیک معادلات ساختاری سپرده شد تا ضمن بررسی کمی روابط میان سطوح ابعاد، مؤلفه‌ها، و شاخص‌های چارچوب نظری الگوی نهایی تحقیق حاصل شود.

### یافته‌های تحقیق

روش فراترکیب، که جزء کیفی روش فرامطالعه است، در تحقیق حاضر به کار رفت و نتایج آن در گروه کانونی متشکل از تعدادی از استادان دانشگاه ارزیابی شد. در جدول ۱ نتایج حاصل از فراگرد نقد و تحلیل مقالات به وسیله فراترکیب ارائه شده است.

جدول ۱. نتایج فراترکیب سایر پژوهش‌های صورت‌گرفته

نام پژوهشگر	سال انتشار	عنوان پژوهش	عوامل استخراج شده از سایر پژوهش‌ها	عوامل پذیرفته شده در پژوهش حاضر
۱ بیکر و هاسلم	۱۹۷۴	نقش دهی به انتظارات فردی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران	نگرانی از سود سهم انتظارات آینده فردی ثبات شرایط اختیار موجود	اخبار غیررسمی شرکت‌ها
۲ کوهن و آدر	۱۹۷۵	بررسی شواهد تجربی کاهش ریسک‌گریزی افراد در افزایش ثروت آن‌ها	ریسک‌گریزی	ریسک‌گریزی
۳ برون و بارنیول	۱۹۸۷	مدل‌سازی کیفی ابتدایی برای استریم واتر بر مبنای سبک زندگی فرد	سبک زندگی میزان ریسک‌گریزی شغل فرد	طبقه اجتماعی سرمایه‌گذار میزان ریسک‌گریزی
۴ ریلی و چو	۱۹۹۲	تأثیر سن، ثروت، و تحصیلات افراد بر تصمیم آن‌ها	سن ثروت تحصیلات	سن تحصیلات
۵ لبرون و فارلی	۱۹۹۲	رابطه ریسک‌گریزی افراد با عوامل درونی شخص و عوامل بیرونی بازار	ریسک‌گریزی	ریسک‌گریزی
۶ لولین و بدرینات	۱۹۹۷	ارتباط ترجیحات سرمایه‌گذاری افراد و سن، جنسیت، و تحصیلات	سن جنسیت تحصیلات	سن جنسیت تحصیلات

ادامه جدول ۱. نتایج فراترکیب سایر پژوهش‌های صورت گرفته

عوامل پذیرفته شده در پژوهش حاضر	عوامل استخراج شده از سایر پژوهش‌ها	عنوان پژوهش	سال انتشار	نام پژوهشگر	
جغرافیای مکانی	ناآرامی اجتماعی فرهنگ فساد	بررسی چگونگی واکنش سرمایه‌گذاران به تحولات اجتماعی در بازار جنوب شرق آسیا	۱۹۹۷	هیل	۷
توصیه دوستان تقلید از دیگران	رکود تورم نرخ رشد اقتصادی سود بازار توصیه دوستان تقلید از دیگران	عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سرمایه یونان	۲۰۰۳	مریکاس	۸
باورهای بومی جغرافیای مکانی شایعات	باورهای بومی جغرافیای مکانی شایعات	تأثیر اطلاعات اجتماعی بر رفتار سرمایه‌گذار حقیقی	۲۰۰۳	اپستین	۹
حرکت‌های توده‌وار سطح تحصیلات سرمایه‌گذار ریسک‌پذیری سن جنسیت	حرکت‌های گروهی سطح تحصیلات سرمایه‌گذار ریسک‌پذیری سن جنسیت	تأثیر عوامل غیرمالی بر تصمیم سهامداران در بورس شیکاگو	۲۰۰۵	هانتون	۱۰
حرکت‌های توده‌وار	جمع‌گرایی اجتماعی	مالی رفتاری در آسیا و شناسایی رفتار سرمایه‌گذاران	۲۰۰۷	کیم و نوفسینگر	۱۱
اخبار غیررسمی شایعات	اطلاعات بازار	اطلاعات موجود و احساس و انتظار فردی	۲۰۱۳	مریلکاس و پراسد	۱۲
توصیه دوستان	توصیه دوستان	اثر توصیه دوستان و اثرات ویژگی‌های شخصی بر رفتار سرمایه‌گذاران	۲۰۱۳	علی و طارق	۱۳
سن جنسیت سطح تحصیلات سرمایه‌گذار ریسک‌پذیری باورهای بومی جغرافیای مکانی شایعات	سن جنسیت سطح تحصیلات سرمایه‌گذار ریسک‌پذیری باورهای بومی جغرافیای مکانی شایعات عوامل بازار	تدوین عوامل مؤثر در قالب چهار مؤلفه فردی، اجتماعی، شهودی، بازار	۲۰۱۴	کنگاتاران	۱۴

ادامهٔ جدول ۱. نتایج فراترکیب سایر پژوهش‌های صورت گرفته

عوامل پذیرفته شده در پژوهش حاضر	عوامل استخراج شده از سایر پژوهش‌ها	عنوان پژوهش	سال انتشار	نام پژوهشگر	
ریسک‌گریزی حرکت‌های توده‌وار	مغالطات سفته‌بازان زیان‌گریزی پشیمانی تورش‌های بازار حرکت‌های گله‌ای	عوامل رفتاری مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری بین سرمایه‌گذاران حقیقی بورس اوراق بهادار	۲۰۱۶	عزیز	۱۵
جنسیت سن فرد سطح تحصیلات جغرافیای مکانی	جنسیت سن فرد سطح تحصیلات اعتماد به نفس درآمد فردی توسعه‌یافته بودن منطقه زندگی سرمایه‌گذار	تأثیر عوامل اجتماعی و فرهنگی بر رفتارهای سرمایه‌گذاران	۲۰۱۶	تکجه	۱۶
سطح تحصیلات	سطح تحصیلات	بررسی تأثیر سطح تحصیلات سرمایه‌گذاران در معاملات بورس استونی	۲۰۱۶	لیواماگی	۱۷
اخبار غیررسمی ریسک‌گریزی حرکت‌های توده‌وار	اعتماد تورش‌های موجود در بازار زیان‌گریزی جلوگیری از پشیمانی محاسبات ذهنی سرمایه‌گذار اطلاعات بازار حرکت‌های گله‌ای	عوامل رفتاری مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری بین سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار ناپروبی	۲۰۱۶	کیمنو	۱۸
حرکت‌های توده‌وار	فرب‌های رفتاری حرکت‌های توده‌وار	ارائهٔ چارچوب مفهومی عوامل اثرگذار بر احساسات سرمایه‌گذاران	۲۰۱۶	هریشا	۱۹
حرکت‌های توده‌وار	حرکت‌های گله‌ای	بررسی ابعاد جدیدی از حرکت‌های توده‌وار (گله‌ای) در بازار بورس پاکستان	۲۰۱۷	شاه	۲۰
حرکت‌های توده‌وار	حرکت‌های توده‌وار	بررسی رفتارهای گله‌ای سرمایه‌گذاران بازار بورس ویتنام	۲۰۱۷	وین وو و آن فان	۲۱
ریسک‌پذیری سن جنسیت سطح تحصیلات سرمایه‌گذار	ریسک‌پذیری سن جنسیت سطح تحصیلات سرمایه‌گذار	بررسی میزان اثر عوامل فردی و شخصیتی سرمایه‌گذار	۱۳۸۷	دهقان	۲۲

ادامه جدول ۱. نتایج فراترکیب سایر پژوهش‌های صورت گرفته

نام پژوهشگر	سال انتشار	عنوان پژوهش	عوامل استخراج شده از سایر پژوهش‌ها	عوامل پذیرفته شده در پژوهش حاضر
خلیلی عراقی	۱۳۸۸	بررسی تفاوت‌های رفتاری بین سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی بعد از تعطیلات هفتگی	مناسبات تقویمی	مناسبات مذهبی
یحیی‌زاده	۱۳۸۸	بررسی عوامل روانی تأثیرگذار بر تصمیم سهامداران	شایعات توصیه دوستان تقلید از دیگران آثار روانی تغییرات گذشته قیمت سهام اخبار غیررسمی از شرکت‌ها	شایعات توصیه دوستان تقلید از دیگران آثار روانی تغییرات گذشته قیمت سهام اخبار غیررسمی از شرکت‌ها
مهدوی و فهیمی	۱۳۸۹	مقایسه بورس‌های اوراق بهادار تهران و مشهد از منظر فرهنگی	مناسبات مذهبی جنسیت سطح تحصیلات سرمایه‌گذار	مناسبات مذهبی جنسیت سطح تحصیلات سرمایه‌گذار
امام	۱۳۸۹	تأثیر ویژگی‌های فردی و شخصیتی بر رفتار سرمایه‌گذاران	ریسک‌پذیری سطح تحصیلات	ریسک‌پذیری سطح تحصیلات
خداپرست	۱۳۹۰	تأثیر رفتار گله‌ای و تقلید بر رفتار سرمایه‌گذاران	رفتار گله‌ای تقلید	رفتار توده‌وار تقلید
وکیلی فرد	۱۳۹۲	تحلیل رفتارهای مختلف سرمایه‌گذاران بورس	رفتارهای توده‌وار مناسبات مذهبی جنسیت سطح تحصیلات	رفتارهای توده‌وار مناسبات مذهبی جنسیت سطح تحصیلات
کریمی و رهنمای رودپشتی	۱۳۹۴	تصمیمات سرمایه‌گذاران حقیقی و عوامل فرهنگی و اجتماعی	باورهای بومی جغرافیای مکانی شایعات مناسبات مذهبی جنسیت سطح تحصیلات سرمایه‌گذار	باورهای بومی جغرافیای مکانی شایعات مناسبات مذهبی جنسیت سطح تحصیلات سرمایه‌گذار
بزاززاده	۱۳۹۵	تأثیر اطلاعات نامشهود در رفتار و واکنش سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران	اطلاعات نامشهود	شایعات اخبار غیررسمی از شرکت‌ها

بر اساس نتایج حاصله از روش فراترکیب، عوامل مؤثر فرهنگی، اجتماعی، و روانی در هجده شاخص شمارش و طبق سؤالات مندرج در جدول ۲ به دلفی سپرده شد تا ارزیابی نظری آن‌ها صورت گیرد.

**جدول ۲. سؤالات مربوط به شاخص‌ها**

۱	جغرافیا و پیشرفته بودن محل زندگی فرد سرمایه‌گذار تا چه میزان بر رفتار و تصمیم‌گیری او مؤثر است؟
۲	باورهای بومی تا چه میزان بر رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جزء مؤثر است؟
۳	سطح تحصیلات تا چه میزان بر رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جزء مؤثر است؟
۴	مناسبت‌های دینی و ایام خاص تا چه میزان بر رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جزء مؤثر است؟
۵	سن تا چه میزان بر رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جزء مؤثر است؟
۶	جنسیت تا چه میزان بر رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جزء مؤثر است؟
۷	ریسک‌پذیری فردی تا چه میزان بر رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جزء مؤثر است؟
۸	گسترش شبکه‌های اجتماعی تا چه میزان بر رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جزء مؤثر است؟
۹	طبقه اجتماعی تا چه میزان بر رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جزء مؤثر است؟
۱۰	شایعات تا چه میزان بر رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جزء مؤثر است؟
۱۱	توصیه دوستان، مشاوران، و کارگزاران تا چه میزان بر رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جزء مؤثر است؟
۱۲	تقلید از دیگران تا چه میزان بر رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جزء مؤثر است؟
۱۳	اثر روانی تغییرات گذشته قیمت سهام تا چه میزان بر رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جزء مؤثر است؟
۱۴	اخبار غیررسمی از مجامع شرکت‌ها تا چه میزان بر رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جزء مؤثر است؟
۱۵	حرکت توده‌وار سهامداران جزء به سمت سهام تا چه میزان بر رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جزء مؤثر است؟
۱۶	گرایش‌های اعتقادی تا چه میزان بر رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جزء مؤثر است؟
۱۷	نگرش‌های طایفه‌ای تا چه میزان بر رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جزء مؤثر است؟
۱۸	ثروت فردی تا چه میزان بر رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جزء مؤثر است؟

در مراحل سه‌گانه دلفی انجام‌شده در این تحقیق، مرحله اول به صورت مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته و مبتنی بر عوامل حاصل از روش فراترکیب صورت پذیرفت و در مراحل دوم و سوم به وسیله پرسشنامه‌های ساختاریافته عوامل مؤثر بر موضوع تحقیق مورد مذاکره قرار گرفت تا نظر خبرگان در خصوص عوامل اثرگذار و البته با رویکرد بومی و آنچه واقعاً در بورس اوراق بهادار تهران رخ می‌دهد مطالبه شود. پس از اجرای مراحل دلفی مشخص شد پرسش‌های ۱۶ و ۱۷ و ۱۸ از جدول ۲ مورد اجماع خبرگان واقع نشده است. ازین‌رو

پانزده سؤال دیگر به منظور ارزیابی نهایی در قالب پیمایش بین نمونه آماری توزیع شد (۵) شاخص در مؤلفه عوامل فرهنگی، ۴ شاخص در مؤلفه عوامل اجتماعی، ۶ شاخص در مؤلفه عوامل روانی فردی و بازار). این شاخص‌ها در جدول ۳ آمده است.

جدول ۳. شاخص‌های اثرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی

عوامل فرهنگی	عوامل اجتماعی	عوامل روانی
سطح تحصیلات سرمایه‌گذار	گسترش شبکه‌های اجتماعی	شایعات
ریسک‌پذیری	اثر طبقه اجتماعی سرمایه‌گذار	توصیه دوستان
مناسبات مذهبی	جغرافیای مکانی	تقلید از دیگران
سن	باورهای بومی	آثار روانی تغییرات گذشته قیمت سهام
جنسیت		اخبار غیررسمی از شرکت‌ها
		حرکت توده‌وار سهامداران

شاخص‌های فوق در قالب پرسشنامه میان جامعه آماری تحقیق به تعداد ۴۰۰ نفر (نمونه آماری) پیمایش شد. پرسشنامه‌های تکمیل‌شده و معتبر در این تحقیق بالغ بر ۳۸۳ پرسشنامه بود. اطلاعات حاصل از این پرسشنامه‌ها به وسیله تکنیک مدل‌سازی معادلات ساختاری در نرم‌افزار آموس آزمون شد. دو مرحله تحلیل عاملی تأییدی صورت گرفت تا همبستگی و روابط شاخص‌ها با مؤلفه‌های تحقیق آزمون شود. نتایج نهایی تحقیق حاکی از آن است که مدل ارائه‌شده در این تحقیق از برازش عالی برخوردار است. برازش مدل و شاخص‌هایی که به بهترین نحو توانایی تفسیر بهتر برازش مدل را داشته باشند بسیار متنوع و پیچیده‌اند که در پژوهش حاضر به گزارش دو شاخص IFI و CFI پرداخته می‌شود. دامنه پذیرش شاخص برازش فزاینده IFI برای پذیرش مدل تدوین شده ۰/۹ بوده است. دامنه پذیرش شاخص برازش مقایسه‌ای CFI نیز بیشتر از ۰/۹ بوده است.

جدول ۴. برازش مدل پژوهش

Baseline Comparisons

Model	IFI Delta 2	CFI
Default model	1.024	1.000
Saturated model	1	1
Independence model	0	0

**عوامل روانی فردی و بازار:** عوامل روان‌شناسانه، که بیشتر از مفاهیم علم مالیه رفتاری استنباط می‌شوند، تبیین‌کننده مفهوم عوامل روانی بازار هستند. این عامل (روان‌شناسانه) در کنار برخی دیگر از عوامل در تصمیم‌گیری ایفای نقش می‌کنند (Yahyazadehfar et al 2009: 61-68). برخی دیگر این موضوع را تحت عناوینی مثل اثر توصیه دوستان و اثرات ویژگی‌های شخصی برشمرده‌اند (Ali & Tariq 2013: 18-22). همچنین نتایج پژوهش‌های مریکاس و پراساد در بازار بورس یونان نشان داد معیارهای سرمایه‌گذار برای ورود به سرمایه‌گذاری تنها معیارهای اقتصادی نیست؛ عوامل روان‌شناختی نیز مؤثر است (Merilkas & Prasad 2003: 712-722). در مطالعه دیگری که در بورس اوراق بهادار سریلانکا صورت گرفته به عوامل رفتاری مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری پرداخته شده و از این رهگذر بر رفتار گله‌ای (جمعی) و شهودی ایشان تأکید شده است (Kengatharan & Kengatharan 2014: 3-8). در تحقیق دیگری روشن شد در شرایطی که اعتماد سرمایه‌گذاران به اطلاعات اعلامی متزلزل باشد، نوعی رفتار گله‌ای یا رفتار جمعی شکل می‌گیرد که به دلیل علایق مشترک سرمایه‌گذاران خرد یا تقلید از یک‌دیگر حاصل می‌شود (خداپرست شیرازی و همکاران ۱۳۹۰: ۱۴) و شایعات و اطلاعات پنهانی بر رفتار سهامداران اثرگذاری زیادی دارد (وکیلی فرد و همکاران ۱۳۹۲: ۱۹ - ۳۴).

**عوامل فرهنگی:** کشور کهن ایران و مردمان متمدن آن از دیرباز تحت تأثیر شرایط فرهنگی بوده‌اند و به عبارتی در اکثر تصمیمات زندگی آن‌ها می‌توان ریشه‌های فرهنگی را پیدا کرد. در تحقیقات خارجی نیز این موضوع مورد کنکاش قرار گرفته و محققان به نتایج قابل توجهی دست یافته‌اند. یافته‌های مطالعات لولین و بدرینات نشان می‌دهد بین ترجیحات سرمایه‌گذاری افراد و سن و جنسیت و تحصیلات آن‌ها رابطه معناداری وجود دارد (Lewellen & Badrinath 1997: 77-122). هیل به بررسی چگونگی واکنش سرمایه‌گذاران به تحولات اجتماعی در بازار جنوب شرق آسیا پرداخته است. او سیزده عامل را ارزیابی کرده که مهم‌ترین آن‌ها ناآرامی اجتماعی و فرهنگ فساد بوده است (Hill 1997: 188). عوامل فرهنگی چون جنسیت، سن، سطح تحصیلات، اعتماد به نفس، درآمد

فردی، و توسعه یافته بودن منطقه زندگی سرمایه گذار بر رفتارهای سرمایه گذاران تأثیر می گذارد؛ ولی زمانی این تأثیر زیاده تر است که سرمایه گذار زن باشد یا سن بالایی داشته باشد یا سطح تحصیلات کمتری داشته باشد و بالعکس. همچنین اعتماد به نفس فردی نیز در رفتار سرمایه گذاران تأثیر می گذارد (Tekce et al 2016: 515-520).

در ایران نیز پژوهش های زیادی در خصوص کارایی بازار سهام ایران و عوامل مؤثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران و خطاهای رفتاری انجام شده است. دهقان عامل مهم تأثیرگذار بر ذهنیت و قصد افراد را قدرت و توانایی تجزیه و تحلیل ذاتی آن ها برای سرمایه گذاری معرفی کرده است. به طور کلی اگر افراد دانش و استعداد لازم برای انجام دادن کاری را در اختیار داشته باشند، در آن فعالیت موفق تر از دیگران عمل می کنند و اگر سرمایه گذارانی فارغ از این خصیصه باشند اصولاً به بازار بورس اوراق بهادار وارد نمی شوند (دهقان ۱۳۸۷: ۵ - ۷).

خلیلی عراقی و همکارانش با بررسی تفاوت های رفتاری بین سرمایه گذاران حقیقی و حقوقی بعد از تعطیلات هفتگی به این نتیجه رسیده اند که تعطیلات بر رفتار سرمایه گذاران حقیقی و حقوقی تأثیر می گذارد؛ هرچند این تأثیر از جهات متضاد بر طرفین وارد می شود. حجم معاملات خرید و فروش سهام سرمایه گذاران حقیقی بعد از تعطیلات افزایش می یابد و درست برعکس سرمایه گذاران حقوقی عمل می کنند (خلیلی عراقی و همکاران ۱۳۸۸: ۷۹ - ۸۶). مهدوی و فهیمی به مقایسه بورس های اوراق بهادار تهران و مشهد پرداخته و به این نتیجه رسیده اند که تصمیم خرید سهام توسط سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تحت تأثیر عوامل فرهنگی است و تأثیر عوامل فرهنگی در بورس اوراق بهادار مشهد قوی تر است (مهدوی و فهیمی ۱۳۸۹: ۶۷ - ۸۶). ضمناً بر اساس تحقیق دیگری شاخصی چون ریسک پذیری، که ریشه در فرهنگ دارد، همواره بر تصمیم گیری معامله گران در بورس اوراق بهادار اثرگذار بوده است (امام ۱۳۸۹: ۲۱ - ۲۶).

**عوامل اجتماعی:** اطلاعات اجتماعی نسبت به گزارش های مالی سالیانه شرکت ها بر رفتار سرمایه گذار حقیقی تأثیر بیشتری می گذارد (Epstein 2003: 159-184). چون برخی از تصمیمات

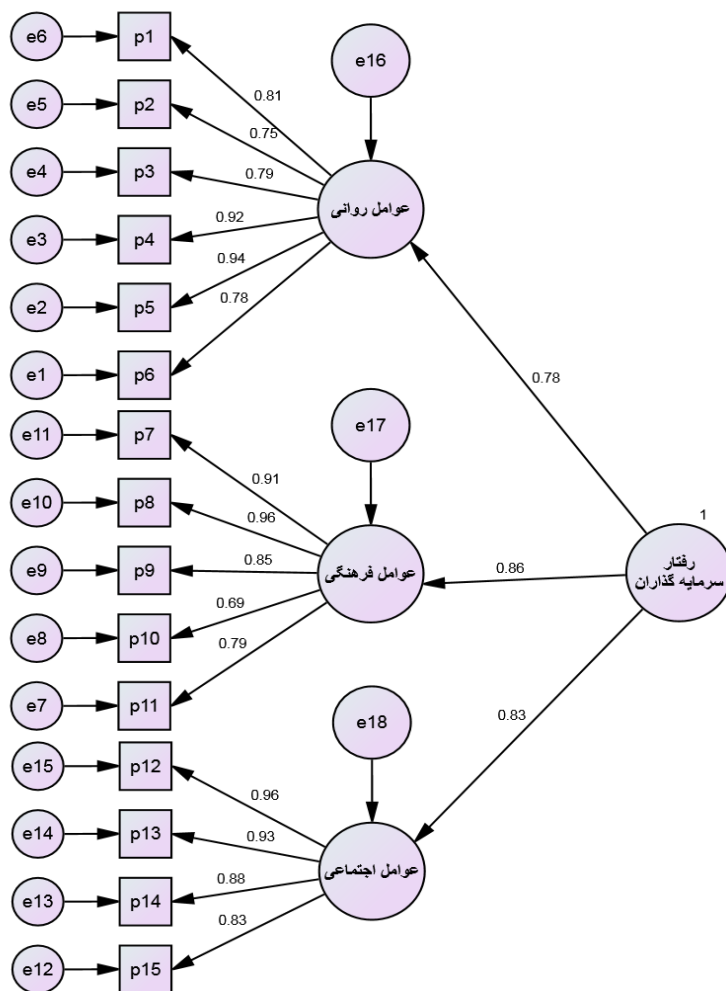


سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار، به دلیل زمینه‌های فرهنگی و اجتماعی متنوعی که دارند، متفاوت‌اند. برخی از تحقیقات ضمن تأیید تعدادی از این شاخص‌ها در میان سرمایه‌گذاران (کریمی و رهنمای رودپشتی ۱۳۹۴: ۱۵ - ۳۱) تحلیل‌های متفاوتی داشته‌اند. این تحقیق البته نام «ویژگی‌های فردی و شخصیتی» را بر آن نهاده است. مثلاً شاخصی چون ریسک‌پذیری همواره بر تصمیم‌گیری معامله‌گران در بورس اوراق بهادار اثرگذار بوده است (امام ۱۳۸۹: ۲۱ - ۲۶) و اگر سرمایه‌گذارانی فارغ از این خصیصه باشند، اصولاً به بازار بورس اوراق بهادار وارد نمی‌شوند (دهقان ۱۳۸۷: ۵ - ۷). عامل مهم دیگری که بر ذهنیت و قصد افراد تأثیرگذار است قدرت و توانایی تجزیه و تحلیل ذاتی افراد برای سرمایه‌گذاری است. به طور کلی، اگر افراد دانش و استعداد لازم برای انجام دادن کاری را در اختیار داشته باشند در آن فعالیت موفق‌تر از دیگران عمل می‌کنند (دهقان ۱۳۸۷: ۵ - ۷). پس عواملی چون سطح تحصیلات و موضوعات جدیدالحدوث، مثل شبکه‌های اجتماعی، هم بر رفتار سرمایه‌گذاران اثرگذار است.

#### تحلیل عاملی تأییدی متغیرها

در این پژوهش، عوامل شناسایی شده با استفاده از اجرای مدل در نرم‌افزار آموس برای تحلیل عاملی تأییدی مورد سنجش قرار گرفت. ابتدا، مدل اندازه‌گیری متغیرهای مکنون در نرم‌افزار اجرا شد و سپس به بررسی و اجرای مدل ساختاری و روابط بین متغیرها پرداخته شد. با توجه به چارچوب مفهومی پژوهش تحلیل عاملی تأییدی مورد نیاز در دو مرحله اجرا شد. همچنین همه ضرایب مشخص در نمودار ضرایب استاندارد شده‌اند.

همچنین، چنان‌که در جدول وزن‌های رگرسیونی (جدول ۵) مشاهده می‌شود، همه مسیرهای آزمون شده احتمال کوچک‌تر از سطح ۰/۰۵ دارند. بنابراین، همه مسیرها معنادارند؛ یعنی با توجه به احتمال به دست آمده، که از سطح خطای ۰/۰۵ کوچک‌ترند، فرض برابری ضرایب رگرسیونی با عدد صفر رد می‌شود و نتیجه می‌گیریم که این ضرایب به طور معنادار با عدد صفر تفاوت دارند. در نتیجه پرسش‌های در نظر گرفته شده برای هر عامل به صورت معنادار بر عامل مورد نظر بارگذاری شده است.



شکل ۱. تحلیل عاملی تأییدی؛ مدل اجراشده در نرم افزار آموس با ضرایب استاندارد

جدول ۵. وزنهای رگرسیونی استاندارد

مؤلفه	ضرایب
عوامل فرهنگی	۰/۸۶
عوامل روانی	۰/۷۸
عوامل اجتماعی	۰/۷۳

### بحث و نتیجه و پیشنهاد

تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران یکی از مباحث نوپای رشته مدیریت مالی محسوب می‌شود که تبیین می‌کند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران صرفاً بر مبنای تجزیه و تحلیل کمی و عقلایی انجام نمی‌شود، بلکه عوامل رفتاری از قبیل عوامل فرهنگی، اجتماعی، و روانی نیز تأثیر زیادی بر نحوه واکنش سهامداران خواهد گذاشت. این تحقیق، پس از بررسی عمیق و جامع پیشینه علمی، شاخص‌های احصاشده خود را به نظرخواهی خبرگان به روش دلفی سپرد و پس از مرحله سوم دلفی اشباع نظری و اجماع و اتفاق نظر و همگرایی پاسخ‌ها موجب جمع‌بندی و نهایی شدن شاخص‌های تحقیق شد. شاخص‌های استخراج‌شده از این مرحله به وسیله پرسشنامه و به روش کمی پیمایش شد و با تکنیک مدل‌سازی معادلات ساختاری ارزیابی نهایی تحقیق حاصل شد.

در این تحقیق با در نظر گرفتن نتایج حاصله این نتیجه به دست آمد که عوامل فرهنگی و اجتماعی و عوامل روانی فردی و بازار نسبت به رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار تأثیر بیشتری دارد. همچنین، عوامل روانی بازار (به‌خصوص موج‌های ناگهانی ایجادشده برای خرید یا فروش، شایعات، و ...) در تصمیم‌گیری حاضران در بازار سرمایه بسیار مؤثر است؛ به نحوی که تأثیر آن حتی بیشتر از عوامل اقتصادی کشور و منطقه است. نتیجه جالب دیگر تحقیق حاضر این است که عوامل دیگر اثرگذار زمانی تأثیر خود را آغاز می‌کند که سرمایه‌گذار به اطمینان نسبی در زمینه عوامل بیرونی مثل عوامل روانی و فرهنگی اجتماعی رسیده باشد؛ وگرنه وارد بازار سرمایه نخواهد شد.

ازین رو، پیشنهاد می‌شود در دنیای امروز که دامنه انتشار هر خبری از طریق شبکه‌های مجازی در چند دقیقه کل کشورها را در بر می‌گیرد به محض ایجاد جو روانی موج‌ساز در کشور (چه در عرصه اجتماعی چه در عرصه‌های مرتبط دیگر) سریع، از طریق کارشناسان متخصص، اقدام به شفاف‌سازی و بیان علنی و فراگیر حقایق شود. چون، بعد از گذشت زمان و ایجاد موج، کنترل آن به پرداخت هزینه‌های گزاف و شاید ویرانگر نیاز خواهد داشت. در همین زمینه پیشنهاد می‌شود کمیته حقوقی و قضایی خاص برای پیگیری

ایجادکنندگان جو روانی کاذب و اخلاالگران در عرصه اقتصادی تشکیل و نتیجه اقدامات آن‌ها به اطلاع عموم رسانده شود. راه‌اندازی کانون‌های مشاوره، طراحی مکانیسم‌های اطلاع‌رسانی سالم و بدون ملاحظه خاص، کمک به تولید و خلق دانش تخصصی، و ... از اقداماتی است که حتی در کوتاه‌مدت نیز باعث ترغیب سرمایه‌گذاران جدید و تقویت سرمایه‌گذاران حاضر خواهد شد.

در نهایت، به پژوهشگران علاقه‌مند به بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود تأثیر سایر مؤلفه‌های مرتبط با عوامل را جداگانه بررسی کنند و پس از اطمینان از روایی آن نتایج حاصله را در اختیار مقامات و مراجع ذی‌ربط قرار دهند تا با لحاظ آن‌ها احتمال وقوع رفتارهای خاص سهامداران و سرمایه‌گذاران پیش‌بینی شود. بدیهی است پس از تکرار این چرخه و حصول اطمینان از این عوامل تأثیرگذار کم‌کم اقتصاد کشور از تکانه‌های شدید دور و ثبات و قوام حاکم خواهد شد. نوآوری جدی این تحقیق بررسی مؤلفه بدیع به نام‌های «عوامل فرهنگی و اجتماعی و عوامل روانی فردی و بازار» است که به نظر محققان این پژوهش در رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی نقش‌آفرینی جدی دارد. اگرچه برخی از شاخص‌های این عوامل در مقالات چند سال اخیر به صورت دسته‌گریخته و ناقص بیان شده، بیان یکپارچه و منسجم شاخص‌های آن تحت این دو مؤلفه از نوآوری‌های این مقاله است.

## منابع

۱. امام، سولماز (۱۳۸۹). «عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار»، رشد، ش ۱۶۴، صص ۲۱ - ۲۶.
۲. بزاززاده تربتی، حمیدرضا؛ اسفندیار ملکیان؛ یحیی کامیابی (۱۳۹۵). «واکنش بازار نسبت به اطلاعات نامشهود: نقش تعدیل‌کننده سرمایه‌گذاران نهادی»، *حسابداری مالی*، س ۸، ش ۳۱، صص ۱ - ۲۹.
۳. خداپرست شیرازی، جلال؛ محمد سیرانی؛ سمیه ابوالفتحی (۱۳۹۰). «عوامل مؤثر بر بروز رفتار جمعی در بین سهامداران عادی بورس اوراق بهادار»، *پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی*، س ۳، ش ۱۱، صص ۸۷ - ۱۰۸.
۴. خلیلی عراقی، مریم؛ فریدون رهنمای رودپشتی؛ آرام جودکی (۱۳۸۸). «بررسی تفاوت‌های رفتاری بین سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی بعد از تعطیلات هفتگی»، *پژوهش‌های مدیریت*، ش ۸۳، صص ۷۹ - ۸۶.
۵. خنیفر، حسین و ناهید مسلمی (۱۳۹۶). *اصول و مبانی روش‌های پژوهش کیفی*، تهران، نگاه دانش.
۶. دهقان، عبدالمجید (۱۳۸۷). «بررسی عوامل روانی تأثیرگذار در بورس»، *تدبیر*، ش ۱۹۶.
۷. کریمی، کیانا و فریدون رهنمای رودپشتی (۱۳۹۴). «تورش‌های رفتاری و انگیزه‌های مدیریت سود»، *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، س ۴، ش ۱۴، صص ۱۵ - ۳۱.
۸. مهدوی عادل، محمدحسین و رضا فهیمی دوآب (۱۳۸۹). «مقایسه اطلاعات رسمی و شایعات بر انتخاب خریداران سهام در بازار بورس اوراق بهادار»، *دانش و توسعه*، س ۱۷، ش ۳۲، صص ۶۷ - ۸۶.
۹. وکیلی‌فرد، حمیدرضا؛ حیدر فروغ‌نژاد؛ مهدی خشنود (۱۳۹۲). «ارزیابی رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار با روش فرایند تحلیل شبکه‌ای»، *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، س ۱، ش ۲، صص ۱۹ - ۳۴.
10. Ali, Imran & Adeel Tariq (2013). Factors Affecting Individual Equity Investor's Decision Making in Pakistan. *JIEB*, 1, pp. 18-32.
11. Aziz, Bilal & Muhammad Abdullah khan (2016). Behavioral factors influencing

- individual investor's investment decision and performance, Evidence from Pakistan Stock Exchange. *International Journal of Research in Finance and Marketing*, 6 (7), pp. 74–86.
12. Baker, H. K. & J. A. Haslem (1974). The impact of investor socioeconomic characteristics on risk and return preferences. *Journal of Business Research*, 2, pp. 469-476.
  13. Brown, L. C., T. O. Barnwell, Jr. (1987). The enhanced stream water quality models QUAL2E and QUAL2E-UNCAS: Documentation and User Manual. Tufts University and US EPA, Athens, Georgia.
  14. Cohen, Nicholas & Robert Ader (1975). Behaviorally Conditioned Immunosuppression. *Psychosomatic Medicine*, 37 (4), pp. 333-341.
  15. Epstein, Seymour (2003). Cognitive-experiential self-theory of personality. In Millon, T., & Lerner, M. J. (Eds). *Comprehensive Handbook of Psychology*. Hoboken, NJ: Wiley & Sons. Vol. 5. Personality and Social Psychology. pp. 159-184.
  16. Haritha, PH & U chil Rashmi (2016). Conceptual framework on market factors affecting investor's sentiments and the effect of behavioral pitfalls on investment decision making. *Journal of Economics and Finance*, pp. 29-34.
  17. Hill, Clayer A. (1997). The political determinants of investors' behavior, Uniwin University.
  18. Kengatharan, Lingsiya & Navaneethakrishnan Kengatharan (2014). The Influence of Behavioral Factors in Making Investment Decisions and Performance: Study on Investors of Colombo Stock Exchange, Sri Lanka. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 6 (1), pp. 1-23.
  19. Kim, K. A. & J. R. Nofsinger (2008). Behavioral finance in Asia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16 (4), pp. 1-7.
  20. Kimeu, Caroline Ndinda, Anyango, Wycliffe, Rotich, Gladys (2016). Behavioral Factors Influencing Investment Decision among Individual Investors in Nairobi Securities Exchange. *The Strategic Journal of Business & Change Management*, 3 (4), pp. 1243-1258.
  21. LeBaron, Blake, William Brock & Josef Lakonishok (1992). Simple Technical Trading Rules and the Stochastic Properties of Stock Returns. *Journal of Finance*, 47 (5), pp. 1731-1764.
  22. Lewellen, Wilbur G. & S. G. Badrinath (1997). On the measurement of Tobin's Q. *Journal of Financial Economics* 44(1): pp. 77-122.
  23. Liivamagi, Kristjan, (2016). Investor education and trading activity on the stock market. *Baltic Journal of Economics*, 16 (2), pp. 114-131.
  24. Merilkas, A. & D. Prasad (2003). Factor influencing Greek investor behavior on the Athens stock Exchange, paper presented at the Annual meeting of Academy of Financial Services, Colorado.
  25. Riley, W. B. & K. V. Chow (1992). Asset allocation and individual risk aversion. *Financial Analysts Journal*, 48 (6), pp. 32-37.
  26. Shah, M. U. D., A. Shah, & S. U. Khan (2017). Herding behavior in the Pakistan stock exchange: some new insights. *Research in International Business*

- and Finance, in press: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.022>
27. Tekçe. B., N. Yilmaz, & R. Bildik (2016). What Factors Affect Behavioral Biases? Evidence from Turkish Individual Stock Investors. *Research in International Business and Finance*, 37, pp. 515-526. <http://dx.doi.org/doi:10.1016/j.ribaf.2015.11.017>
28. Vinh Vo, Xuan, Anh Phan, Dang Bao (2017). Further evidence on the herd behavior in Vietnam stock market. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 13, pp. 33-31. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbef.2017.02.003>
29. Yahyazadehfar, M., M. R. Zali, & H. Shababi (2009). Determinants of Investors Financial Behavior. *Iranian Economic Review*, 14 (23), pp. 61-77.