



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال ششم / شماره بیست‌ودوم / تابستان ۱۳۹۶

عوامل تعیین کننده رفتار سهامداران جزء در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل‌سازی معادلات ساختاری

محمدحسن ابراهیمی سروعلیا

استادیار دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
mh.ebrahimi@atu.ac.ir

جعفر باباجانی

استاد دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران

پیام حنفی زاده

دانشیار دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران

بهرام عبادپور

دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۸/۰۳ تاریخ پذیرش: ۹۵/۱۰/۲۴

چکیده

بررسی و تحلیل مالیه رفتاری سرمایه گذاران یکی از مباحث نوپای رشته مدیریت مالی محسوب می‌شود. بر مبنای رویکردهای موجود، مالیه رفتاری را می‌توان ادغام اقتصاد کلاسیک و علوم روانشناسی و تصمیم‌گیری دانست. حال اینکه با توجه به پیشرفت‌های اخیر در بورس اوراق بهادار، باید تمامی عوامل به صورت جامع مورد بررسی قرار گیرند. اهمیت این موضوع زمانی روشن‌تر می‌شود که براساس آمارهای سازمان بورس، نیمی از حجم معاملات بازار بورس توسط سرمایه گذاران جزء انجام می‌شود و تعداد فعالان این عرصه بالغ بر نود درصد جمعیت فعال بازار بورس را به خود اختصاص داده است.

این پژوهش سعی کرده است ادبیات علمی کشور در بررسی عوامل اثرگذار بر رفتار سرمایه گذاران جزء را گسترش دهد و بدین وسیله رهیافتی برای شفاف‌سازی تصمیم‌گیری ایشان در بورس اوراق بهادار تهران ارائه کند. این تحقیق پس از بررسی عمیق و جامع ادبیات علمی، چارچوب مفهومی اولیه خود را به نظرخواهی خبرگان به روش دلفی سپرده است که پس از مرحله سوم دلفی، اشباع نظری در اتفاق نظر و همگرایی پاسخ‌ها موجب جمع بندی و نهایی شدن چارچوب تحقیق شد. این تحقیق سپس به روش پیمایش اقدام به نظرخواهی از

سرمایه‌گذاران جزء بورس اوراق بهادار تهران در مورد عوامل اثرگذار بر رفتار ایشان کرد و در نهایت به روش مدلسازی معادلات ساختاری اقدام به تبیین عوامل تعیین کننده رفتار سرمایه‌گذاران جزء بورس اوراق بهادار تهران کرد.

واژه‌های کلیدی: مالیه رفتاری، تورش‌های رفتاری، سرمایه‌گذاران جزء، بورس اوراق بهادار تهران، مدلسازی معادلات ساختاری.

۱- مقدمه

بورس اوراق بهادار، یک بازار اقتصادی است که در آن، خرید و فروش اوراق بهادار تحت ضوابط و قوانین خاص صورت می‌گیرد. با عنایت به عرضه سهام بزرگ‌ترین و مهم‌ترین واحدهای اقتصادی کشور در تالارهای بورس، هرگونه تغییر در شرایط اقتصادی، سیاسی و... می‌تواند به سرعت بر بورس اوراق بهادار تأثیر گذاشته آن را دچار نوسان کند. بررسی و تحلیل مالیه رفتاری سرمایه‌گذاران و فعالان بازار یکی از مباحث نوپای رشته مدیریت مالی محسوب می‌گردد. بر مبنای رویکردهای موجود در این زمینه، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران صرفاً بر مبنای تجزیه و تحلیل کمی و عقلایی انجام نمی‌شود، بلکه عوامل دیگری نیز تأثیر زیادی بر نحوه واکنش سهامداران به فعل و انفعالات بازار خواهد گذاشت. بررسی این عوامل که روند عقلایی را برهم می‌زند از جمله اهداف علم مالیه رفتاری است. به دیگر سخن، مالیه رفتاری را می‌توان ادغام اقتصاد کلاسیک و علوم روانشناسی و تصمیم‌گیری دانست. در حقیقت مالیه رفتاری به مطالعه و تحلیل چگونگی تفسیر و عمل بر مبنای اطلاعات، جهت انجام تصمیمات ساختاریافته سرمایه‌گذاری توسط افراد می‌پردازد. بدیهی است مالیه رفتاری تلاش نمی‌کند نشان دهد رفتار عقلایی نادرست است، بلکه در تلاش است که کاربرد فرآیندهای تصمیم‌گیری روان‌شناختی را در شناخت و پیش‌بینی بازارهای مالی نشان دهد.

به‌طور کلی، سرمایه‌گذاران جزء 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 این‌گونه ابزارها هستند. به‌علاوه، بالا بودن نرخ نوسانات اقتصادی و سیاسی بی‌ثباتی قوانین و مقررات و... به افزایش ریسک تصمیم‌گیری در بورس اوراق بهادار منجر می‌شود.

مجموعه این عوامل باعث می‌شود تا بازار سرمایه با ریسک ثانویه‌ای ناشی از فردگرایی و غیرقابل پیش‌بینی بودن رفتار سرمایه‌گذاران جزء مواجه گردد. این تحقیق به دنبال پاسخگویی به این سؤال است که چه عواملی بر رفتار سرمایه‌گذاران جزء مؤثر است؟ و ضمن احصاء این عوامل بر شفاف‌تر شدن بازار بورس اوراق بهادار بیفزاید.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

بیکر و هاسلم در تحقیق خود به بررسی عوامل با اهمیت برای سهام داران پرداختند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در درجه اول نگران آینده قیمت سهام خود هستند و مهمترین موضوع برای سرمایه‌گذاران، اطلاعاتی است که آنها را برای برنامه‌ریزی در مورد آینده سهامشان یاری کند. همچنین بررسی‌های بیکر و هاسلم نشان داد که تحلیل سرمایه‌گذاران بین سه متغیر سود سهام، انتظارات آینده و ثبات مالی یکسان نیست (بیکر و هاسلم^۱، ۱۹۷۴). کوهن و آدر شواهد تجربی کاهش ریسک‌گریزی اشخاص در هنگام افزایش ثروت آنها را در بورس‌های معتبر جهان ارائه کردند (کوهن و آدر^۲، ۱۹۷۵). برون و بارنول در مطالعات خود دریافتند که رفتار سرمایه‌گذار در بازار را می‌توان براساس ویژگی‌های سبک زندگی، میزان ریسک‌گریزی و شغل فرد پیش بینی کرد (برون و بارنول^۳، ۱۹۸۷). ویلیام اونیل در بررسی خود تحت عنوان چگونه درسهم عادی پولدار شویم؟ هفت معیار درآمد سه ماهه جاری و درآمد سالیانه هر سهم، مدیریت سیستم، عرضه و تقاضا، رهبران سهام، تعداد سهام تحت تملک نهادهای مالی و سرمایه‌گذاری و جهت کلی بازار را به سهامداران توصیه می‌کند (ویلیام اونیل^۴، ۱۹۹۱). همچنین ریلی و چو دریافتند که بین ریسک‌گریزی افراد و سن، درآمد، ثروت و تحصیلات افراد، رابطه معنی داری وجود دارد. با افزایش درآمد، ثروت و تحصیلات افراد، درجه ریسک‌پذیری آنها نیز افزایش می‌یابد. ولی بین سن افراد و ریسک‌پذیری رابطه عکس وجود دارد (ریلی و چو^۵، ۱۹۹۲). ونگ، جو، کویک و ونگ به بررسی سیستم عصبی فازی برای انتخاب سهام در بورس‌های مختلف پرداختند. در این سیستم، ابتدا تخصیص دارایی، سپس انتخاب کشور و در مرحله آخر انتخاب سهام صورت می‌گیرد (ونگ، جو، کویک و ونگ^۶، ۱۹۹۲). مطالعات لبرون، فارلی و گلا ثابت کرد که درجه ریسک‌گریزی افراد، تابعی از عوامل درونی شخص است و به ملاحظات بیرونی بازار ارتباطی ندارد (لبرون، فارلی و گلا^۷، ۱۹۹۲). یافته‌های مطالعات لولین و بدرینات نشان می‌دهد که بین ترجیحات سرمایه‌گذاری افراد و سن، جنسیت و تحصیلات آنها رابطه معنی داری وجود دارد (لولین و بدرینات^۸، ۱۹۹۷).

هیل به بررسی چگونگی واکنش سرمایه‌گذاران به تحولات سیاسی اجتماعی در بازار جنوب شرق آسیا پرداخته و جامعه آماری تحقیق او ۱۴۵۰ نفر از سرمایه‌گذاران با سرمایه حداقل ۳۰,۰۰۰ دلار بوده است. او در سنجش ریسک سیاسی و میزان دخالت آن در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، ۱۳ عامل را مورد ارزیابی قرار داده که مهمترین آنها انتظارات اقتصاد سیاسی، شکست در برنامه ریزی‌های دولتی، اثربخشی رهبری سیاسی، درگیری و ناآرامی سیاست خارجی، فساد اداری دولت و نظامی‌گری در سیاست بوده است. به عقیده او مهم‌ترین ویژگی عامل سیاسی، غیر قابل پیش‌بینی بودن و ناگهانی بودن آن است (در مقایسه با عوامل اقتصادی و...). این عامل خصوصاً در مورد کشورهای در حال توسعه آسیای جنوب شرقی که فاقد ساختار سیاسی با ثباتند، به عنوان یکی از عوامل مهم در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و نوسانات قیمت مطرح است (هیل^۹، ۱۹۹۷). نگی و آبنبرگر در تحقیق خود فهرستی متشکل از ۳۴ متغیر مالی و غیرمالی که به هفت گروه تقسیم شده بود، جهت تصمیم‌گیری به صورت تصادفی بین سهامداران ۵۰۰ شرکت توزیع کردند نتایج تحقیق نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران برداشت یکسانی از عوامل موثر بر تصمیم‌گیری ندارند. این تقسیم‌بندی بیشتر به صورت اطلاعات مالی یک

شرکت (در مورد محیط و موقعیت) و نیازهای مالی سرمایه‌گذاران بود. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که هم متغیرهای مالی و هم متغیرهای غیرمالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران موثر است اما اهمیت هر کدام برای آنها یکسان نیست (نگی و آبنبرگر^{۱۱}، ۲۰۰۲). اپستین تأثیر اطلاعات اجتماعی بر رفتار سرمایه‌گذار حقیقی را مورد بررسی قرار داد. یافته‌های تحقیق او بیانگر این است که گزارش‌های مالی سالیانه شرکت‌ها تأثیر چندانی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران نداشته و بی‌ارزش‌اند (اپستین^{۱۱}، ۲۰۰۳). مریکاس و همکارانش از راه مطالعه پیمایشی سعی کردند که عوامل تأثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی را در بازار سرمایه یونان شناسایی کنند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که معیار تصمیم‌گیری افراد در خرید یک سهم، ترکیبی از معیارهای اقتصادی و معیارهای روان‌شناختی است. آن‌ها دریافتند که تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران همواره یک رویکرد منسجم و عقلایی نخواهد بود (مریکاس و همکارانش^{۱۲}، ۲۰۰۳). یکی دیگر از پژوهش‌های صورت گرفته در رابطه با شناسایی عوامل تأثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران، پژوهشی است که توسط حسن التمیمی در بازار سرمایه امارات صورت گرفت. وی متغیرهای تأثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران را در پنج گروه از عوامل طبقه‌بندی کرد. این عوامل عبارتند از اطلاعات مالی و حسابداری، اطلاعات خنثی، توصیه‌های جانب‌دارانه، انطباق تصویر خود با شرکت و نیازهای شخصی سرمایه‌گذار. یافته‌های این پژوهش حاکی از این است که متغیرهای مرتبط با نظریه حداکثر کردن مطلوبیت از قبیل رشد سودآوری، سود نقدی پرداخت شده به سهامداران و سود هر سهم پیش بینی شده از مهم‌ترین متغیرهای تأثیرگذار در قصد خرید یک سهم در بازار خواهد بود (حسن التمیمی^{۱۳}، ۲۰۰۳). شافی در مقاله‌ای با عنوان تعریف رفتار فردی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار که به مطالعه تطبیقی چند کشور پرداخته است، تأثیر افشای اطلاعات حسابداری و انطباق تصویر ذهنی سرمایه‌گذاران با واقعیت شرکت ناشر سهام و همچنین نیازهای شخصی سرمایه‌گذاران را به عنوان عوامل اصلی اثرگذار بر خرید سهام توسط سرمایه‌گذاران برمی‌شمارد (شافی^{۱۴}، ۲۰۱۴).

در ایران نیز طی ده سال اخیر، پژوهش‌های زیادی در خصوص کارایی بازار سهام ایران و عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و خطاهای رفتاری انجام شده است. خوش‌طینت نیز به بررسی اثرهای ارائه صورت‌های مالی بر قضاوت سرمایه‌گذاران در تصمیمات سرمایه‌گذاری پرداخته است. در این پژوهش که ۱۱۴ سرمایه‌گذار بورس اوراق بهادار تهران مشارکت داده شده‌اند، اثرهای توان تجزیه و تحلیل و قضاوت ذهنی آن‌ها در سرمایه‌گذاری‌های انجام شده بررسی شده است. نتایج این پژوهش نشان داد که استفاده از اطلاعات حسابداری مالی می‌تواند در فرآیند پیش‌بینی، تعصبات داوری را کاهش دهد. همچنین آموزش و نحوه استفاده از صورت‌های مالی، اعتماد و اتکا به صورت‌های مالی را در تصمیم‌گیری افزایش خواهد داد (خوش‌طینت، ۱۳۷۷). پژوهش دیگری نیز به بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که اکثر سرمایه‌گذاران علاقه کمی به سوداگری و معاملات پ‌ریسک دارند و در تصمیم‌گیری خرید سهام به معیارهای مالی، از قبیل تقسیم سود و سود هر سهم و به معیارهای غیرمالی، مانند روند قیمت سهام و نوسان‌ها تکیه می‌کنند (آقایی و مختاریان، ۱۳۸۳). تهرانی و خشنود طی پژوهشی به ارزیابی میزان اتکای معامله‌گران بورس اوراق بهادار تهران به اطلاعات حسابداری و غیرحسابداری در تصمیمات سرمایه-

گذاری پرداختند. این پژوهش که جمع‌آوری اطلاعات آن براساس پرسشنامه بوده و از آزمون تی استیودنت و فریدمن استفاده کرده، نشان می‌دهد که اطلاعات غیرحسابداری مانند نوع مدیریت، مسائل سیاسی و اقتصادی داخلی و بین‌المللی، حجم فروش و نوع صنعت، بیش از اطلاعات حسابداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری معامله‌گران در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر است (تهرانی و خشنود، ۱۳۸۴). خلیلی عراقی و همکاران «بررسی تفاوت‌های رفتاری بین سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی بعد از تعطیلات هفتگی»، نتایج این تحقیق در سطح اطمینان مورد نظر حاکی از آن است که تعطیلات بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی تأثیر می‌گذارد، هر چند که این تأثیر از جهات متضاد بر طرفین وارد می‌شود. حجم معاملات خرید و فروش سهام سرمایه‌گذاران حقیقی بعد از تعطیلات افزایش می‌یابد. اما در آن سوی دیگر سرمایه‌گذاران حقوقی فعالیت می‌کنند که حجم معاملاتی خرید و فروش سهام آن‌ها بعد از تعطیلات کاهش می‌یابد و در ضمن محقق دریافت که حجم معاملات سرمایه‌گذاران حقوقی در مجموع بیشتر از حجم معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی است. زیرا سهم بیشتری از مبادلات مالی بورس به این نوع از سرمایه‌گذاران اختصاص دارد (خلیلی عراقی و همکاران، ۱۳۸۸). مهدوی و فهیمی به بررسی عوامل رفتاری خاص بر تصمیم خرید سرمایه‌گذاران سهام عادی پرداخت. این پژوهشگران که به مقایسه بورس‌های اوراق بهادار تهران و مشهد پرداخته‌اند به این نتیجه رسیده‌اند 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).

وکیلی فرد و همکاران در مقاله‌ای با عنوان ارزیابی رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با روش فرایند تحلیل شبکه‌ای، نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران در ۴۰ درصد رفتارها و تصمیمات خرید و فروش سهام، رفتار توده‌وار دارند و در ۳۳ درصد مواقع فرآیند دقیق و تحلیلی را برای تصمیم خرید و فروش سهام انتخاب کرده، منطقی رفتار می‌کنند همچنین حدود ۲۲ درصد رفتارهای سرمایه‌گذاران واکنشی و حدود ۵ درصد تصمیمات خرید و فروش سهام آنها شهودی است. در نهایت براساس نتایج دیگر این پژوهش، عوامل مربوط به بازار سهام و آموزش و فرهنگ، بیش از سایر عوامل بر رفتارهای سرمایه‌گذاران مؤثر است (وکیلی فرد و همکاران، ۱۳۹۲).

مقایسه تطبیقی مهم‌ترین تحقیقات انجام شده در حوزه تصمیم‌گیری سهامداران در دو سطح داخل و خارج در جدول ۱ آورده شده است.

جدول ۱- پیشینه اجمالی تحقیق

سال	محقق	عنوان تحقیق	یافته‌های تحقیق
۱۹۷۴	بیکر و هاسلم	تاثیر عوامل اجتماعی اقتصادی سرمایه‌گذاری بر عملکرد ریسک و بازده	نگرانی سرمایه‌گذاران از آینده قیمت سهام خود تحلیل سرمایه‌گذاران از طریق سه متغیر سود سهام، انتظارات آینده و ثبات مالی
۱۹۷۵	کوهن و دیگران	شرایط رفتاری و روان شناختی سرمایه‌گذاری	شواهد تجربی کاهش ریسک‌گریزی اشخاص در هنگام افزایش ثروت
۱۹۹۷	لولین و بدرینات	تحلیلی بر ارزیابی سهام توبین	بین ترجیحات سرمایه‌گذاری افراد و سن، جنسیت و تحصیلات آنها رابطه معنی‌داری وجود دارد
۲۰۰۳	التمیمی	بررسی متغیرهای تاثیرگذار در سرمایه‌گذاری در بورس امارات متحده عربی	عوامل مالی و حسابداری توصیه‌های جانب دارانه
۲۰۰۴	ایوسیا ^{۱۵}	رفتار مالی و تصمیم‌گیری در مورد خرید سهام شرکت‌ها	اهمیت بالاتر تاثیر عوامل اقتصادی بررسی جامعه نیازهای سرمایه‌گذاران تاثیر انتظارات سهامداران بر فعل و انفعالات بازار
۲۰۰۵	هانتون ^{۱۶}	بررسی مالی رفتاری سهامداران در بورس سهام شیکاگو	اخبار و شایعات تاثیر بالایی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارند. سرمایه‌گذاران توجه زیادی به متغیرهای مالی در سطح شرکت نمی‌کنند.
۲۰۱۴	شافی	تعریف رفتار فردی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار نیجریه	تاثیر افشای اطلاعات حسابداری انطباق تصویر ذهنی با شرکت نیازهای شخصی سرمایه‌گذار
۱۳۷۹	حامدیان	بررسی عوامل مؤثر بر قیمت سهام و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران	عوامل روانی بالاتری تاثیر را بر تصمیم‌گیری سهامداران دارند. عوامل اقتصادی و سیاسی بر قیمت سهام تاثیر بالایی می‌گذارند
۱۳۷۹	فرخ نیا	نقش اطلاعات مالی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران	عدم استفاده از مدل خاص در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ضعف دانش تخصصی سرمایه‌گذاران ضعف مکانیزم اطلاع‌رسانی بورس تهران
۱۳۸۴	تهرانی و خشنود	ارزیابی میزان اتکای معامله‌گران بورس اوراق بهادار به اطلاعات حسابداری و غیرحسابداری در تصمیمات سرمایه‌گذاری	اطلاعات غیرحسابداری مانند نوع مدیریت، مسائل سیاسی و اقتصادی داخلی و بین‌المللی، حجم فروش و نوع صنعت، بیش از اطلاعات حسابداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار مؤثر است
۱۳۸۸	خلیلی عراقی و دیگران	بررسی تفاوت‌های رفتاری بین سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی بعد از تعطیلات هفتگی	حجم معاملات سهام سرمایه‌گذاران حقیقی بعد از تعطیلات افزایش می‌یابد اما حجم معاملاتی سرمایه‌گذاران حقوقی بعد از تعطیلات کاهش می‌یابد

سال	محقق	عنوان تحقیق	یافته‌های تحقیق
۱۳۸۹	مهدوی و فهیمی	بررسی عوامل رفتاری خاص بر تصمیم خرید سرمایه گذاران سهام عادی	مقایسه بورق اوراق بهادار تهران و مشهد نتیجه گیری مبنی بر تأثیر عوامل فرهنگی در تصمیم سرمایه گذاران
۱۳۹۲	وکیلی فرد و دیگران	ارزیابی رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار با روش فرآیند تحلیل شبکه ای	گرایش به رفتارهای توده وار استفاده از فرآیند دقیق و تحلیل اطلاعات موجود در بازار

منبع: محقق

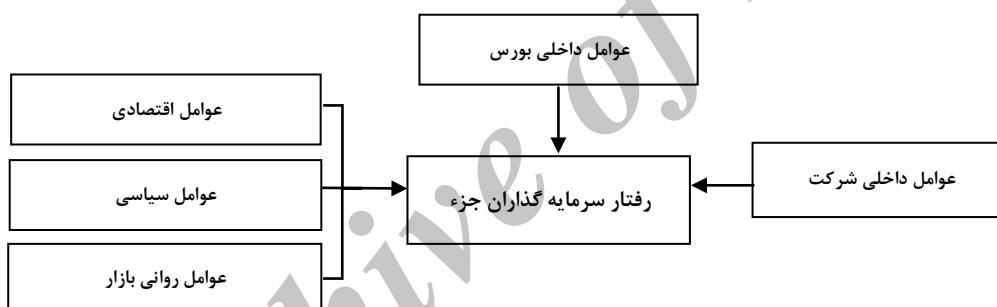
۳- روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق از نوع تحقیقات به روش آمیخته (کیفی و کمی) برای کشف، توصیف، تشریح و تبیین موضوع تحقیق است که ابتدا به روش اسنادی و کتابخانه‌ای اقدام به مرور و مطالعه نقادانه ادبیات علمی موجود و قابل دسترس از طریق مقالات معتبر، رساله‌ها، کتب و پایگاه‌های علمی منتشر شده، جهت احصاء عوامل اثرگذار بر موضوع تحقیق کرده است. سپس از روش کیفی (دلفی) جهت نهایی کردن و بومی سازی عوامل تأثیر گذار بر رفتار و تصمیم گیری سرمایه‌گذاران جزء در بورس اوراق بهادار تهران استفاده کرده است. این روش البته با نظرخواهی از خبرگان مادامی که اشباع نظری صورت گرفت ادامه داشت. جامعه آماری این تحقیق در مرحله دلفی، مدیران ارشد سازمان بورس، مدیران شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار و خبرگان دانشگاهی (تلفیقی از علم و تجربه) بودند. انتخاب خبرگان در روش دلفی به شیوه گلوله برفی انجام شد، نمونه گیری تا حد کفایت ادامه داشت که نهایتاً ۱۹ نفر شدند. اعضای مورد نظر دارای مدرک دکترای مدیریت مالی (یا رشته‌های مرتبط) و حداقل ۱۰ سال فعالیت مستقیم در نهادهای مالی مرتبط با بورس بودند. پس از نهایی شدن عوامل و تأیید روایی و پایایی آن، از شیوه‌های تحقیق کمی، بوسیله روش پیمایش در جامعه مخاطب (سرمایه‌گذاران جزء) و سپس روش معادلات ساختاری مبادرت به شناسایی روابط میان متغیرها و چگونگی تأثیر آن‌ها بر رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جزء در بورس اوراق بهادار تهران کرد. از طریق این روش می‌توان قابل قبول بودن مدل‌های نظری را در جامعه آماری معینی با استفاده از داده‌های همبستگی و غیرآزمایشی آزمود. سایر فنون مورد استفاده در این تحقیق، تحلیل رگرسیون چند متغیره و تحلیل عاملی هستند. جامعه آماری پیمایش تحقیق سهامداران جزء فعال در بورس اوراق بهادار تهران هستند و روش نمونه‌گیری تصادفی ساده بود. تعداد نمونه مورد نیاز بر اساس فرمول کوکران برابر با ۳۸۵ نفر بود که از این تعداد ۳۴۱ نفر به پاسخنامه‌ها پاسخ دادند و در نهایت تعداد ۳۳۶ پاسخنامه قابل قبول حاصل آمد. قابلیت اعتماد یا پایایی ابزار جمع‌آوری اطلاعات تحقیق در نمونه اجرا شده بر اساس روش آلفای کرونباخ ۰/۸۸ برآورد گردید. برای تعیین اعتبار تحقیق نیز از دو روش کیفی و کمی استفاده شده که ابتدا با استفاده از نظرهای تخصصی کارشناسان خبره، نسبت به روایی آن اطمینان حاصل شد و سپس از روش تحلیل عاملی در شناسایی عامل‌ها و برآورد بر ارزش مدل تحقیق استفاده گردید. در تحلیل

داده‌ها، برآورد پارامترها و برازش مدل به دلیل ماهیت چند متغیره بودن عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران از نرم‌افزار آموس استفاده شده است.

۴- چارچوب مفهومی پژوهش

بر اساس مطالعات کتابخانه‌ای مقالات و کتب علمی و تعمق در پژوهشهای گذشته و مطالعه و نقد پیشینه مبانی نظری و ادبیات علمی موجود و در دسترس به نظر می‌رسد، دو دسته عوامل (بُعد) داخلی و بیرونی بر فرآیند رفتاری سرمایه‌گذاران جزء در بورس اوراق بهادار می‌تواند اثرگذار باشد. سه مولفه اقتصادی، سیاسی و روانی در بُعد بیرونی و دو مولفه شرایط بورس و شرکت به عنوان عوامل بُعد داخلی تبیین شده است که بر اساس به نظر می‌آید عوامل عمده اثرگذار همین موارد باشد. بر این اساس چارچوب مفهومی و ذهنی پژوهش به صورت نمودار ۱ ترسیم می‌شود:



نمودار ۱- تبیین عوامل چارچوب مفهومی تحقیق

همچنین شاخص‌های غیر تکراری تبیین شده در مبانی نظری و پیشینه علمی در ذیل مولفه‌های پنجگانه تحقیق بالغ بر ۵۷ شاخص است که در جدول ۲ تشریح شده است. بر این اساس زیر مجموعه مولفه عوامل اقتصادی از بُعد بیرونی عوامل اثرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران جزء، به ۱۰ شاخص نرخ تورم، نرخ بهره و سود بانکی، نوع صنعت، مطلوبیت و حساسیت سرمایه‌های سرگردان نسبت به سایر بازارها، تحولات اقتصادی بین‌الملل، سود سرمایه‌گذاری بخش‌های دیگر اقتصادی که جایگزین‌های سرمایه‌گذاری در بورس است، رکود یا رونق اقتصادی، میزان شاخص نقدینگی، سرانه درآمد خانوار و قدرت خرید ایشان، نوسانات قیمت نفت، طلا، ارز و... وابسته است. مولفه عوامل سیاسی از بُعد بیرونی نیز به ۹ شاخص مربوط می‌شود که عبارتند از اظهار نظر مقامات سیاسی، شرایط سیاسی حاکم بر قوه مجریه، قوانین موضوعه و تغییرات آن، اخبار و تحولات سیاسی داخلی، اخبار و تحولات سیاسی بین‌الملل، تأثیر سازمان‌های بین‌الملل بر جریان بازار، مناسبات سیاسی ایران با سایر کشورها، تحولات اجتماعی و فرهنگی و امنیت و ثبات منطقه. مولفه عوامل روانی از بُعد بیرونی نیز در قالب

۱۱ شاخص قابل تبیین است. شایعات بازار، توصیه کارگزاران، تقلید از دیگران، علایق مشترک، میزان ریسک پذیری، اثر روانی تغییرات گذشته قیمت سهام، اخبار منتشر شده در روزنامه‌ها و جراید، اخبار غیر رسمی از مجامع شرکت‌ها، جریان سرمایه‌گذاری نهادی و عمده، توصیه دوستان و مشاوران و حرکت گله‌ای سهامداران جزء به سمت سهام این شاخص‌ها را تشکیل می‌دهند. عوامل مربوط به سازمان بورس هم که از جمله مولفه‌های بُعد داخلی عوامل اثرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران جزء است، به ۷ شاخص تولید و خلق دانش تخصصی، مکانیزم‌های اطلاع رسانی، مکانیزم‌های ذخیره سازی اطلاعات، حجم معاملات در بورس، اظهارنظر مقامات بورس در مورد وضعیت آنی بازار، بازدهی سرمایه‌گذاری در بازار بورس نسبت به سایر بازارها و روابط غیر رسمی مدیران بورس با سهامداران وابستگی دارد. عوامل مربوط به شرکت هم که مولفه دیگر بُعد درونی (داخلی) است بوسیله ۲۰ شاخص قابل تبیین و تشریح است. این شاخص‌ها عبارتند از شفافیت اطلاعات مالی، حجم معاملات سهم، نسبت قیمت به سود، ریسک سهم، پیش بینی درآمد سهم، نوسانات قیمت سهم، سود نقدی سهم، ثبات روند، تأخیر در پرداخت سود سهم، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، قدرت نقد شوندگی سهم، نوع مالکیت شرکت، مدیریت شرکت، افزایش سرمایه شرکت، برنامه‌های اعلام شده از سوی مدیران و مسئولین شرکت، وجود ارتباط بین اقلام ترازنامه و بازدهی شرکت، اطمینان به داده‌های منتشر شده مالی شرکت، عملکرد گذشته شرکت، جایگاه رقابتی شرکت، اشتها و خوش‌نامی برند و محصولات شرکت.

جدول ۲- شاخص‌های اثرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران جزء

بُعد داخلی		بُعد بیرونی		
عوامل مربوط به شرکت	عوامل مربوط به سازمان بورس	عوامل اقتصادی	عوامل روانی	عوامل سیاسی
<ul style="list-style-type: none"> شفافیت اطلاعات مالی حجم معاملات سهم نسبت قیمت به سود ریسک سهم پیش بینی درآمد سهم نوع مالکیت شرکت نوسانات قیمت سهم ثبات روند مدیریت شرکت سود نقدی سهم تأخیر در پرداخت سود سهم افزایش سرمایه نرخ بازده حقوق صاحبان سهام 	<ul style="list-style-type: none"> کهنک به تولید و خلق دانش تخصصی مکانیزم‌های اطلاع رسانی مکانیزم‌های ذخیره سازی اطلاعات حجم معاملات در بورس اظهارنظر مقامات بورس در مورد وضعیت آنی بازار بازدهی سرمایه‌گذاری در بازار بورس نسبت به سایر بازارها روابط غیر رسمی مدیران بورس با 	<ul style="list-style-type: none"> نرخ تورم نرخ بهره و سود بانکی نوع صنعت مطلوبیت و حساسیت سرمایه‌های سرگردان نسبت به سایر بازارها تحولات اقتصادی بین‌الملل سود سرمایه‌گذاری بخش‌های دیگر اقتصادی رکود یا رونق اقتصادی میزان نقدینگی سرانه درآمد و قدرت 	<ul style="list-style-type: none"> شایعات توصیه کارگزاران تقلید از دیگران علایق مشترک ریسک پذیری اثرات روانی تغییرات گذشته قیمت سهام اخبار منتشر شده در روزنامه‌ها و جراید اخبار غیر رسمی از مجامع شرکت‌ها جریان سرمایه‌گذاری نهادی و عمده توصیه دوستان و مشاوران 	<ul style="list-style-type: none"> شرایط سیاسی حاکم بر قوه مجریه قوانین و تغییرات آن اخبار و تحولات سیاسی داخلی اظهار نظر مقامات سیاسی داخلی اخبار و تحولات سیاسی بین‌الملل تأثیر سازمان‌های بین‌الملل بر جریان بازار مناسبات سیاسی ایران با سایر کشورها تحولات اجتماعی و

بُعد داخلی		بُعد بیرونی		
عوامل مربوط به شرکت	عوامل مربوط به سازمان بورس	عوامل اقتصادی	عوامل روانی	عوامل سیاسی
<ul style="list-style-type: none"> برنامه‌های اعلام‌شده از سوی مدیران و مسئولین شرکت اطمینان به داده‌های منتشرشده مالی شرکت وجود ارتباط بین اقلام ترازنامه و بازدهی شرکت قدرت نقد شوندگی سهم عملکرد گذشته شرکت جایگاه رقابتی شرکت اشتهار خوش‌نامی برند و محصولات شرکت 	سهامداران	<ul style="list-style-type: none"> خرید نوسانات قیمت نفت، طلا، ارز 	<ul style="list-style-type: none"> حرکت گله‌ای سهامداران جزء به سمت سهام 	<ul style="list-style-type: none"> فرهنگی امنیت و ثبات منطقه

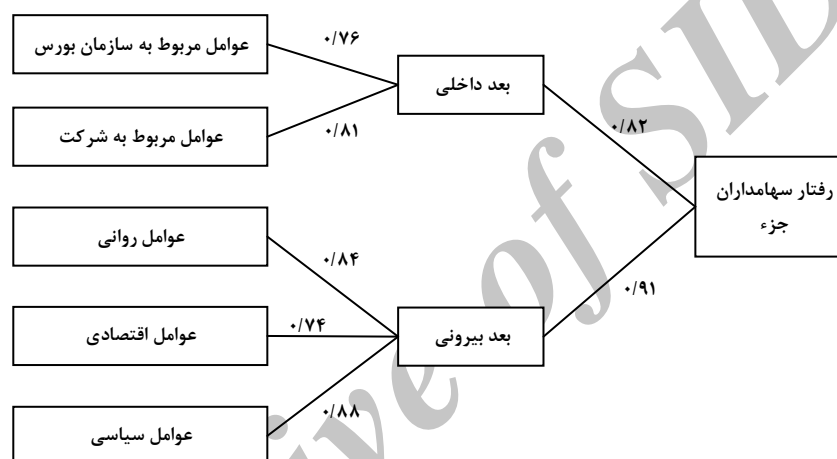
۵- تجزیه و تحلیل داده‌ها

برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از تحلیل عاملی و تحلیل مسیر استفاده شده است. اولین مرحله در تحلیل عاملی، تعیین نسبت واریانس مشترک بین متغیرها است که از طریق تهیه ماتریس همبستگی از متغیرهای تحقیق و برآورد اشتراک میان آن‌ها صورت می‌گیرد. میزان اشتراک، بین صفر و یک تغییر می‌کند. اشتراک صفر نشان‌دهنده این است که عامل‌های مشترک، هیچ تغییری را در متغیر خاص تبیین نمی‌کنند و اشتراک ۱ حاکی از آن است که تمام تغییرات متغیر خاص، توسط عامل‌های مشترک تبیین می‌شود.

همچنین قدرت تبیین عامل‌ها و واریانس متغیرهای اندازه‌گیری شده در حدود ۹۹ درصد است بنابراین، عامل‌هایی که از متغیرهای اندازه‌گیری شده استخراج گردیده و در واقع زیربنای متغیرها را تشکیل می‌دهند از قدرت تبیین بالایی برخوردارند. مرحله بعدی، استخراج عامل‌ها است که هدف از آن، به دست آوردن سازه‌های زیربنایی است که باعث تغییرات متغیرهای مورد مشاهده می‌شود. همبستگی هر متغیر با هر عامل «بار عاملی» نامیده می‌شود و مقدار آن بین ۱- و ۱+ است.

واریانس تبیین شده توسط هر عامل، برابر با مجموع مجذور بارهای عاملی آن است. این واریانس «مقدار ویژه» نامیده می‌شود. با توجه به نتایج واریانس کل تبیین شده و ضرایب مقادیر ویژه، عامل ۹۹/۶ درصد، واریانس متغیرهای اولیه و اندازه‌گیری شده را تبیین می‌کنند. بنابراین، همه متغیرها را می‌توان در دو عامل خلاصه کرد که قدرت تبیین آن ۹۹/۳۳ درصد است. همچنین براساس نتایج حاصل از آزمون بار تلت و کایزر، میزان ضریب KMO

بالا و برابر با ۰/۹۳۹ بوده و مدل تحلیلی در سطح معنادار آزمون بارتلت برازش داشته، از اعتبار و کارایی کافی برخوردار است؛ بدین معنا که می‌توان با متغیرهای ۵۷ گانه، عوامل اصلی را شناسایی و دسته‌بندی کرد. سطح معناداری ضریب بارتلت کم‌تر از ۰/۰۵ بوده که این نتیجه نیز نشان‌دهنده برازش خوب مدل تحقیق است. در نتیجه ارتباط عوامل مختلف را نشان می‌دهد. به عبارت دیگر می‌توان گفت که بعد بیرونی (عوامل اقتصادی، سیاسی و روانی) و بُعد داخلی (عوامل مربوط به سازمان بورس و عوامل مربوط به شرکت) با ضرایب ارائه‌شده در نمودار ۲، بر رفتار سرمایه‌گذاران مؤثرند.



نمودار ۲- مدلسازی معادلات ساختاری عوامل اثرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران جزء

به منظور اطمینان یافتن از روابط علی مشاهده در مدل، شاخص‌هایی وجود دارد که به چند مورد از مهم‌ترین آن‌ها پرداخته می‌شود.

شاخص نیکویی برازش: نرم‌افزار آموس یک شاخص نیکویی برازش (نسبت مجموع مجذورات تبیین شده توسط مدل به کل مجموع مجذورات ماتریس برآورده شده، در جامعه) را محاسبه می‌کند. مقدار این ضریب برابر با ۹۶ درصد است که برازش مطلوب مدل را برای داده‌های جمع‌آوری شده نشان می‌دهد.

ریشه میانگین مجذور مانده: این شاخص، بیانگر واریانس مانده در برازش هر پارامتر به داده‌های نمونه است. در واقع، این شاخص، خطای تخمین جامعه را اندازه‌گیری می‌کند و تابعی از اندازه نمونه است که برازش مطلوب داده‌ها باید بسیار کوچک باشد. مقدار شاخص مزبور برابر ۰/۱۱۳ و قابل قبول است. به عبارت روشن‌تر، متغیرهای مستقل از مدل تحقیق بر اساس داده‌های حاصل توانسته‌اند در حدود ۸۹ درصد تغییرات را بیان کنند؛ یعنی تنها در حدود ۱۱ تغییرات متغیر رفتار سهامداران تحت تأثیر متغیرهای خارج از مدل تحقیق است.

سطح معناداری: سرانجام با توجه به این که سطح معناداری مدل کوچک‌تر از ۰/۰۵ است با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان روابط علی موجود در مدل را معنادار تلقی کرد.

تحلیل رگرسیون چند متغیره: با استفاده از تحلیل رگرسیون چند متغیره مشخص می‌شود که کدامیک از عوامل فرعی که پیش از این ذکر شده تأثیر بیشتری بر رفتار سهامداران جزء دارد. تحلیل رگرسیون، مبتنی بر اصل پیش‌بینی است؛ بدین معنا که هر چه ما بیشتر در مورد پدیده‌های بدانیم، بهتر می‌توانیم، سایر ویژگی‌های این پدیده را حدس بزنیم. پس از انجام تحلیل رگرسیون چند متغیره نتایج زیر حاصل گردید. مقدار آزمون F (۵۲/۴۹۸) در مورد قیمت سهام و (۷۹/۶۲۶) در مورد سود سهام نیز نشانگر قابلیت بسیار بالا و مناسب مدل و طبیعتاً تبیین تغییرات متغیرهای وابسته توسط متغیر مستقل است. بالاترین تأثیر بر تصمیم‌گیری، مربوط به اظهار نظر مقام‌های سیاسی خارجی با ضریب بتای ۰/۶۱ و تحولات سیاسی داخلی با ضریب ۰/۵۵ بوده است.

۶- نتیجه‌گیری و بحث

تحلیل مالی رفتار سرمایه‌گذاران یکی از مباحث نوپای رشته مدیریت مالی محسوب می‌شود که تبیین می‌دارد تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران صرفاً بر مبنای تجزیه و تحلیل کمی و عقلایی انجام نمی‌شود، بلکه عوامل ناشی از انتظارات بازار نیز تأثیر زیادی بر نحوه واکنش سهامداران به فعل و انفعالات بازار خواهد گذاشت. این تحقیق پس از بررسی عمیق و جامع ادبیات علمی، چارچوب مفهومی اولیه خود را به نظرخواهی خبرگان به روش دلفی سپرد و پس از مرحله سوم دلفی، اشباع نظری در اتفاق نظر و همگرایی پاسخ‌ها موجب جمع بندی و نهایی شدن چارچوب تحقیق شد. سپس به روش پیمایش محققان اقدام به نظرخواهی از سرمایه‌گذاران جزء بورس اوراق بهادار تهران در مورد عوامل اثرگذار بر رفتار ایشان کردند و در نهایت به روش مدلسازی معادلات ساختاری به تبیین عوامل و رتبه بندی آنها و روابط میان عوامل تعیین کننده رفتار سرمایه‌گذاران جزء بورس اوراق بهادار تهران اقدام کردند. پژوهشگران با در نظر گرفتن نتایج حاصله از این تحقیق در بورس اوراق بهادار به این نتیجه رسیده است که بعد بیرونی (عوامل اقتصادی، سیاسی و روانی) تبیین بیشتری نسبت به رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار دارد (در مقایسه با بعد داخلی). همچنین در بین عوامل تشکیل‌دهنده بعد بیرونی، عامل سیاسی بیش از سایر عوامل توانسته است تبیین بعد بیرونی را داشته باشد این بدان معناست که بازار سرمایه ایران و علی‌الخصوص بورس اوراق بهادار، هنوز هم متأثر از عوامل سیاسی است (بیش از آنکه از عوامل اقتصادی تأثیر پذیرد) لذا اظهار نظر سیاسی مقامات و یا تغییرات پی در پی آنها باعث تغییر در روند سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران خواهد شد. به علاوه اینکه عوامل روانی (خصوصاً موج‌های ناگهانی ایجاد شده برای خرید یا فروش، شایعات و...) هم تأثیر مهمی در تصمیم‌گیری حاضرین در بازار سرمایه دارد بنحوی که حتی تأثیر آن بیشتر از عوامل اقتصادی کشور و منطقه است. نتیجه جالب دیگر تحقیق حاضر، این است که در بین سه عامل ذکر شده، عامل اقتصادی کمترین میزان تبیین نسبت به سایر عوامل دارد. به عبارت واضح‌تر، از بورس اوراق بهادار که یکی از بازارهای سرمایه‌ای و اقتصادی کشور است، انتظار می‌رود که توسط عوامل اقتصادی تبیین حداکثری شود، حال آنکه کمترین تبیین در این بخش صورت گرفته است.

در بعد داخلی نیز، اطلاعات داخلی شرکت و عملکرد مدیران آن و شفافیت اطلاعات شرکتی در تبیین تصمیم سرمایه‌گذاران تأثیر بسزایی دارد. البته شاید به نوعی می‌توان این‌گونه نیز نتیجه گرفت که تأثیرگذارترین عامل داخلی (یعنی عوامل شرکتی) زمانی تأثیر خود را آغاز می‌کند که سرمایه‌گذار به اطمینان نسبی و قابل قبولی از عوامل بیرونی (سیاسی، روانی و اقتصادی) رسیده باشد و الا اصولاً وارد بازار سرمایه نخواهد شد. همچنین به‌عنوان یک عامل تأثیرگذار بدیع، پژوهشگران عامل مربوط به سازمان بورس را ارائه کرده‌اند. شاخص‌های این عامل اگر چه در مقالات چند سال اخیر به صورت جسته و گریخته و ناقص بیان شده، اما بیان یکپارچه و منسجم شاخص‌های آن تحت یک مولفه به نام "عامل مربوط به سازمان بورس" از نوآوری‌های این مقاله است.

از این رو، پیشنهاد می‌شود در دنیای امروز که دامنه انتشار هر خبری از طریق شبکه‌های مجازی در کمتر از ۱۰ دقیقه کل کشورها را در برمی‌گیرد اظهار نظرهای سیاسی و حتی قضایی مرتبط با اقتصاد، با لحاظ تمام جوانب طرح شود. بر همین منوال ضروری است که در عرصه اقتصادی، جوانب مختلف هر رویداد مرتبط با بازار سرمایه، از قبیل تغییر نرخ سود بانکی اظهار نظر در مورد صنایع مادر و آینده آن‌ها و... به‌طور کامل سنجیده شود (علی‌الخصوص تأثیر احتمالی آن‌ها بر تصمیم‌گیری و رفتار سرمایه‌گذاران) و صد البته در صورت بیان مطالبی مرتبط از سوی مقامات سایر کشورها یا وقوع اتفاقاتی در منطقه یا عرصه جهانی، سریعاً تأثیر احتمالی آن بر بازار سرمایه و رفتار احتمالی سرمایه‌گذاران برآورد و اقدام مقتضی به عمل آید. همچنین پیشنهاد می‌شود به محض ایجاد جو روانی موج‌ساز در کشور (چه در عرصه اقتصادی و چه در عرصه‌های مرتبط دیگر) سریعاً در همان اوایل نسبت به شفاف‌سازی و بیان علنی و فراگیر حقایق از طریق کارشناسان متخصص و متعهد پرداخته شود چراکه بعد از گذشت زمان و ایجاد شدن موج، کنترل آن نیاز به پرداخت هزینه‌های گزاف و شاید ویرانگر خواهد بود. در همین راستا پیشنهاد می‌شود کمیته حقوقی و قضایی خاص برای پیگیری ایجاد کنندگان جو روانی کاذب و اخلاص‌گران در عرصه اقتصادی تشکیل و نتیجه اقدامات آن‌ها به اطلاع عموم رسانده شود.

از سوی دیگر پیشنهاد می‌شود بنگاه‌های اقتصادی در شفاف‌سازی اطلاعات مالی خود و تسهیل عموم در دسترسی به آن‌ها و نیز تبیین برنامه‌های آتی خود (و متعاقباً میزان پوشش عملی و تحقق آن‌ها) اقدام قاطع‌تری انجام دهند. سازمان بورس اوراق بهادار به‌عنوان متولی مستقیم سرمایه‌گذاری هر قدر که پویاتر عمل نماید در اعتمادسازی و جذب سرمایه‌گذاران موفق‌تر خواهد بود.

راه‌اندازی کانون‌های مشاوره، طراحی مکانیزم‌های اطلاع‌رسانی سالم و بدون ملاحظه خاص، کمک به تولید و خلق دانش تخصصی، عدم حضور مستقیم مسئولین بورس در شرکت‌ها و بنگاه‌های مرتبط با بورس، طراحی بازارهای سرمایه‌گذاری به‌روز که مطابق با خواسته‌های سرمایه‌گذاران باشد 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 می‌کند تأثیر هر کدام از مؤلفه‌های مرتبط با عوامل را جداگانه بررسی کرده و پس از اطمینان از روائی 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 شده و ثبات و قوام حاکم خواهد شد.

فهرست منابع

- * خوش طینت، محسن (۱۳۷۷). اثرات ارائه صورتهای مالی بر قضاوت سرمایه‌گذاران در تصمیمات سرمایه‌گذاری. مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ش ۲۴ و ۲۵، صص ۱۶۵-۱۳۵.
- * آقایی، محمدعلی، مختاریان، امید (۱۳۸۳). بررسی عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار. مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال ۱۱، شماره ۳۶، صص ۳-۲۵.
- * تهرانی، رضا، خوشنود، مهدی (۱۳۸۴). شناسایی گروه‌های تأثیرگذار بر تصمیم خرید و فروش سهام سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار. مجله فرهنگ مدیریت، ش ۱۰، صص ۲۱۹-۲۰۳.
- * خلیلی عراقی، مریم، رهنمای رود پشته، فریدون، جودکی، آرام (۱۳۸۸). بررسی تفاوت‌های رفتاری بین سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی بعد از تعطیلات هفتگی. مجله پژوهش‌های مدیریت، شماره ۸۳، صص ۷۹-۸۶.
- * مهدوی عادل، محمدحسین، فهیمی دوآب، رضا (۱۳۸۹). مقایسه اطلاعات رسمی و شایعات بر انتخاب خریداران سهام در بازار بورس اوراق بهادار. مجله دانش و توسعه، سال هفدهم، شماره ۳۲، صص ۸۶-۶۷.
- * وکیلی فرد، حمیدرضا، فروغ نژاد، حیدر، خشنود، مهدی (۱۳۹۲). ارزیابی رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار با روش فرآیند تحلیل شبکه‌ای. فصلنامه مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال اول، شماره ۲، صص ۳۴-۱۹.
- * حامدیان، مهدی (۱۳۷۹). بررسی عوامل موثر بر قیمت سهام و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
- * جوادی، جواد (۱۳۷۴). بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر روی شاخص قیمت سهام و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۶۹-۷۲. پایان‌نامه - کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده علوم اداری.
- * فرخ‌نیا، شهریار (۱۳۷۹). نقش اطلاعات مالی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار. پایان‌نامه کارشناسی دانشگاه علوم و فنون مازندران.
- * Baker, H. K., Haslem, J. A. (1974). The impact of investor socioeconomic characteristics on risk and return preferences. *Journal of Business Research*, 2, 469-476.
- * Cohen, Nicholas, Ader, Robert (1975). Behaviorally Conditioned Immunosuppression. *Psychosomatic Medicine*, 37 (4), pp. 333-341.
- * Brown, L. C., Barnwell, T. O., Jr. (1987). The enhanced stream water quality models QUAL2E and QUAL2E-UNCAS: Documentation and User Manual. Tufts University and US EPA, Athens, Georgia.
- * Onil, W. J. (1991). *How to Make Money in Stocks*. New York: McGraw Hill.
- * Riley, W. B., Chow, K. V. (1992). Asset allocation and individual risk aversion. *Financial Analysts Journal*, 48 (6), 32-37.

- * Wong, F. S., Wang, P. Z., Goh, T. H., Quek, B. K. (1992). Fuzzy Neural Systems for Stock Selection. *Financial Analysis Journal*. 47-52.
- * LeBaron, Blake, Brock, William, Lakonishok, Josef (1992). Simple Technical Trading Rules and the Stochastic Properties of Stock Returns. *Journal of Finance*, 47 (5), pp. 1731-1764.
- * Lewellen, Wilbur G., Badrinath, S.G. (1997). On the measurement of Tobin's Q. *Journal of Financial Economics* 44(1):77-122.
- * Hill, Clayer A. (1997). The political determinants of investors' behavior, Uniwin University.
- * Nagy, R. A., Obenberger, R. W. (2002). Factors influencing individual investor behavior. *Financial Analysis Journal*, 50 (4), 63-68.
- * Epstein, Seymour (2003). Cognitive-experiential self-theory of personality. In Millon, T., & Lerner, M. J. (Eds). *Comprehensive Handbook of Psychology*. Hoboken, NJ: Wiley & Sons. Volume 5. Personality and Social Psychology. pp. 159-184.
- * Merilkas, A., Prasad, D. (2003). Factor influencing Greek investor behavior on the Athens stock Exchange, paper presented at the Annual meeting of Academy of Financial Services, Colorado.
- * Altamimi, Zuheir (2003). Discussion on How to Express a Regional GPS Solution in the ITRF. EUREF Permanent Network - Developments and applications, pp. 162-167.
- * Shafi, Mohammad (2014). Determination Influencing Individual Investor Behavior in Stock Market: a Cross Country Research Survey. *Arabian Journal of Business and Management Review*, 2 (1), pp. 60-71.
- * IV sia, Chang (2004). The visual Investor: How to spot market trends, Annual investor survey.

یادداشت‌ها

- ¹. Baker & Haslem
- ². Cohn & Ader
- ³. Brown & Barnewell
- ⁴. William Oneil
- ⁵. Riley & Chow
- ⁶. Wang, Goh, Quek, Wong
- ⁷. Lebaron et al.
- ⁸. Lewellen & Badrinath
- ⁹. Hill
- ¹⁰. Nagy & Obenberger,
- ¹¹. Epstein
- ¹². Merilkas et al.
- ¹³. Al Tamimi
- ¹⁴. Shafi