



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال ششم / شماره بیست‌وسوم / پائیز ۱۳۹۶

ارائه مدل تحلیلی رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران

سید کاظم چاوشی

استادیار و عضو هیأت علمی گروه مدیریت بازرگانی، دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران

فرشید فلاطون نژاد

کارشناس ارشد مدیریت کسب و کار (MBA) - گرایش مالی، دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
f.falatoon@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۲/۰۷ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۴/۳۰

چکیده

سرمایه‌گذاری بهینه در بازار رقابتی امروز، نیازمند توزیع عادلانه خدمت به فعالان بازار سرمایه می‌باشد. این امر منوط به شناسایی و اولویت‌بندی مؤلفه‌های مهم تأثیرگذار بر رفتارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است. پژوهش حاضر با استفاده از تحلیل عاملی تأییدی و بهره‌گیری از نرم‌افزار آموس (AMOS)، الگوی رفتار مصرف‌کننده را متناظر با ادبیات مالی به رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری تسری داده و شاخص‌های تأثیرگذار بر فرآیند تصمیم‌گیری فعالان بازار سرمایه را در چهار قالب رفتار جستجوگری، رفتار اعتبارسنجی، رفتار تحلیل‌گری و تورش‌های رفتاری برآزش نموده است. نتایج، حاصل تجزیه و تحلیل نظرات ۱۴۰ سرمایه‌گذار در بورس اوراق بهادار تهران بود، که از طریق پرسشنامه‌ای مشتمل بر ۳۳ شاخص مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاری جمع‌آوری شد. همچنین با استفاده از نرم‌افزار SPSS و آزمون رتبه‌ای فریدمن، تفاوت معناداری بین میزان اهمیت اقسام رفتارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در مدل پژوهش کشف شد، که مبتنی بر میزان اهمیت بترتیب ذیل اولویت‌بندی شدند:

۱. رفتار اعتبارسنجی (رتبه فریدمن ۳،۴۳)، ۲. رفتار تحلیل‌گری (۲،۵۶)، ۳. رفتار جستجوگری (۲،۵۲) و ۴. تورش‌های رفتاری (۱،۴۹).

واژه‌های کلیدی: تصمیم‌گیری، تورش رفتاری، رفتار اعتبارسنجی اطلاعات، رفتار تحلیل‌گری مالی، رفتار جستجوگری اطلاعات، رفتار سرمایه‌گذاری.

۱- مقدمه

موج عظیم حرکت بسمت پیچیده‌تر شدن محیط‌های تجاری، موجب شده تا طیف‌های مختلف سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه، چه آنان که دارای تخصص کافی در زمینه سرمایه‌گذاری در بورس بوده و چه آنان که فاقد تخصص کافی در این زمینه هستند، در مسیر اقدام به سرمایه‌گذاری، گستره وسیعی از اطلاعات متفاوت را مد نظر قرار دهند. تاکنون تحقیقات داخلی و خارجی متعددی با استفاده از روش‌های آماری متنوع، جهت شناسایی و اولویت‌بندی عوامل تأثیرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران صورت پذیرفته است، نکته قابل توجه در اکثر این پژوهش‌ها، توجه صرف به شناسایی معیارهای حائز اهمیت در سرمایه‌گذاری از طریق دقت در محیط‌های اطلاعاتی مختلف، گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاران، روش‌های متنوع تحلیل اطلاعات و... بوده است. بی‌شک تمامی پژوهش‌های مذکور در قلمروی زمانی، مکانی و موضوعی خود حائز اهمیت و کاربردی برای ارائه مطلوب و بهینه خدمات در بازار سرمایه بوده‌اند. اما تا به امروز در عرصه مالی تحقیقات اندکی صورت گرفته‌اند که به قالب‌بندی این معیارها در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری بپردازند. اهمیت این موضوع به توزیع عادلانه خدمت در بازار سرمایه اشاره دارد.

سولومان نشان داد که عوامل زیادی بر انتخاب یک محصول توسط مشتریان، مؤثر است و بازارهای مالی محیط کاملی برای بررسی رفتار مشتریان می‌باشند (سولومان، ۱۹۹۹: ۱۵۵). همانطور که در ادامه پژوهش به آن اشاره خواهد شد، سرمایه‌گذاران یا فعالان بازار سرمایه، با توجه به مفهوم سرمایه‌گذاری (خرج کردن پول برای کسب منافع آتی)، نقدترین دارایی خود را به امید مطلوبیت آتی (میزان سودی مشخص در آینده)، طی فرآیندی چند مرحله‌ای و متناظر با فرآیند تصمیم‌گیری مصرف‌کننده به سهام تبدیل می‌کنند. لذا در این پژوهش ما به شناسایی و طبقه‌بندی معیارهای حائز اهمیت برای سرمایه‌گذاری، و در هر یک از مراحل فرآیند تصمیم‌گیری خواهیم پرداخت. چرا که معتقدیم شناسایی شاخص‌های با اهمیت در هر یک از مراحل این فرآیند، امکان مدیریت و توزیع عادلانه و بهینه خدمات را بوسیله متصدیان امر و از طریق فراهم آوردن امکانات نرم افزاری و سخت افزاری در بازار سرمایه فراهم خواهد آورد. این مهم شرایط را برای جلوگیری از تجمع ارائه خدمت در یک بخش خاص فراهم کرده و عملکرد بهینه سرمایه‌گذاری را موجب می‌شود.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۱- تبیین چگونگی رفتار سرمایه‌گذاری؛

در پارادایم مالی - استاندارد، فرض بر آن است که سرمایه‌گذاران بر اساس عقلانیت رفتار می‌کنند؛ به این معنا که از میان بدیل‌های رفتاری، گزینه‌ای را برمی‌گزینند که بالاترین منفعت و کمترین هزینه را داراست. از سوی دیگر، سرمایه‌گذاران بر اساس دیدگاه مالی - استاندارد، به دنبال بیشینه‌سازی مطلوبیت مورد انتظار خود نیز هستند؛ یعنی بر این مبنا رفتارهای سرمایه‌گذارانه خویش را سامان می‌دهند. (بابایی مجرد، ۱۳۹۰) بروز تضادهای متعدد در رفتار سرمایه‌گذاران با مفروضات مالی - استاندارد، موجب مطرح شدن پارادایمی جدید گردید که نه تنها نارسایی‌های پارادایم قبلی را رفع می‌کند، بلکه تحلیل بهتری از رفتارهای سرمایه‌گذاران نیز ارائه می‌دهد. این پارادایم جدید، که «مالی - رفتاری» نام دارد، از محدودیت در «آربیتراژ» و تأثیرات عوامل روانشناختی در رفتار سرمایه‌گذاران سخن

می‌گوید (بابایی مجرد، ۱۳۹۰). گاهی اوقات ممکن است بعلت محدودیت‌های متعدد، تصمیم‌گیری و رفتار منطقی بطور کامل ممکن نباشد، که هربرت سایمون در دهه پنجاه میلادی عقلانیت محدود را در این خصوص مطرح کرد. از دیدگاه دفت عقلانیت محدود مناسب فرآیندهایی از تصمیم‌گیری است که بصورت شهودی هستند. بنابراین، گاهی اوقات ممکن است در بازارهای سهام (اوراق بهادار) تصمیم‌گیری توسط سرمایه‌گذاران بصورت شهودی و بر مبنای آزمون و خطا و تجربه باشد (سعیدی و فرهانیان، ۱۳۹۰: ۵۰۰). همچنین گاهی ممکن است رفتار سرمایه‌گذاران بصورت دنباله‌روی از جمع یا رفتار توده وار باشد (راعی و فلاح‌پور، ۱۳۸۳).

۲-۲- فرآیند تصمیم‌گیری

تعاریف متعددی از معنا و مفهوم تصمیم‌گیری وجود دارد، اما کلیه این تعاریف تأکید دارند که تصمیم بر انتخاب فرد دلالت دارد. فرد این انتخاب را از بین گزینه‌های موجود که ممکن است محدود یا نامحدود باشند، انجام می‌دهد. در ادامه به برخی از این تعاریف اشاره می‌کنیم؛

تصمیم‌گیری فرآیندی است که از طریق آن، راه حل مسأله معینی انتخاب می‌گردد و مشتمل بر مجموعه فعالیت‌هایی است که به گزینش یک راهکار، از مجموع راهکارهای بدیل منجر می‌شود (رضائیان، ۱۳۷۹: ۱۳۸). میلر و بایرنز (۲۰۰۱) تصمیم‌گیری را بعنوان فرآیند انتخاب، بین شقوق متفاوت برای رسیدن به هدف خاصی تعریف می‌کنند. در تعریفی دیگر دوئرتی و فالتزگراف (۱۳۸۸: ۷۲۰)، تصمیم‌گیری را صرفاً عمل گزینش میان راه‌حل‌های جایگزین یا بدیل‌های موجودی می‌دانند که در موردشان یقین و قطعیت نداریم.

سبک تصمیم‌گیری، الگوی فردی تفسیر و پاسخ به تکالیف تصمیم‌گیری است. به واسطه این سبک‌ها است که درک تصمیم‌های متفاوت افراد در موقعیت‌های یکسان امکان‌پذیر می‌شود (صفاری‌نیا و اکبری، ۱۳۹۱). بر این اساس دو رویکرد هنجاری و توصیفی در فرآیند تصمیم‌گیری تعریف می‌شود (مینتز و همکاران، ۱۹۹۷):

رویکرد هنجاری یا کمی، مبتنی بر رهیافت انتخاب عقلایی بوده و بر رده‌بندی پارامترهای مسأله و حل مسأله براساس طیفی از ارزش‌های مشخص تأکید دارد. محققانی از جمله شاور و اسکات (۱۹۹۱)، بل و رایفا (۱۹۸۸: ۲۴۴) که از این دیدگاه پیروی می‌کنند، معتقدند فرآیند تصمیم‌گیری ذاتاً یک فرآیند عقلایی است و تصمیم‌گیران کاملاً به صورت ابزاری عمل می‌کنند و قادراند به شیوه عقلایی بهینه‌ترین راهکار موجود را انتخاب و جهت افزایش مطلوبیت خود تلاش کنند. دیدگاه‌های سنتی مانند تصمیم‌گیری هنجاری، عقلانیت از دیدگاه کلاسیک، عقلانیت محدود و عقلانیت نئوکلاسیک از جمله مواردی هستند که بر فرضیه عقلایی فرآیند تصمیم‌گیری تأکید دارند.

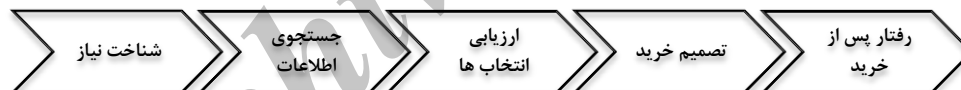
در مقابل این رویکرد، چارچوب توصیفی یا کیفی قرار دارد که نه تنها برای رده‌بندی و تعیین پارامترهای مسأله تلاش نمی‌کند، بلکه مبتنی بر رهیافت روانشناسی معرفت‌شناختی بوده، به دنبال حل مسأله براساس تحلیل‌های کیفی مبتنی بر راهکارهای ذهنی و شهودی می‌باشد. دیدگاه‌های تصمیم‌گیری شهودی، تصمیم‌گیری

ابتکاری، تصمیم‌گیری طبیعی و تصمیم‌گیری باز در رده رویکرد تصمیم‌گیری کیفی جای دارند. (ورمولن و کارسی، ۲۰۱۰؛ جی کاس و همکاران، ۲۰۱۰).

اندیشمندان و صاحب‌نظران، عوامل متعددی را بر رفتار و فرآیند تصمیم‌گیری مؤثر دانسته‌اند؛ زارع (۱۳۸۹) به نقل از کانلر عوامل مؤثر بر رفتار مصرف‌کننده را در چهار شاخه فرهنگی (فرهنگ، زیر فرهنگ و طبقه اجتماعی)، اجتماعی (گروه‌های مرجع، خانواده و نقش و مقام)، شخصی (سن و مرحله چرخه زندگی، شغل، وضعیت اقتصادی، شیوه زندگی و شخصیت و خودانگاره) و روانشناختی (انگیزش، ادراک، یادگیری و باورها و گرایش‌ها) طبقه‌بندی می‌کند، همچنین از سایر متون علمی، عوامل عقلایی قابل اندازه‌گیری همچون زمان و هزینه (بهرگاو، ۱۹۹۳: ۶۲-۵) و ارزش مورد انتظار فرد و احتمال نیل به نتایج مطلوب (جاسبی، بی‌تا) بعنوان عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری قابل استخراج هستند. دقت در مفاهیم عوامل مطرح شده، مبین وجود نظیرهای این موارد در رابطه با تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری است، بعنوان مثال با توجه به تعریف گروه (دو یا چند نفر که برای به انجام رساندن هدف فردی یا دو جانبه با هم تعامل دارند (زارع، ۱۳۸۹: ۱۷۴))، می‌توان به نقش واسطه‌های مالی در بازار سرمایه طی فرآیند تصمیم‌گیری اشاره کرد، همچنین خبرگان فعال در بازار نقش رهبران عقیدتی^۱ را دارند که در یک گروه مرجع بواسطه مهارت‌ها، دانش، شخصیت یا دیگر ویژگی‌هایشان بر مردم (فعالان بازار یا سرمایه‌گذاران) تأثیر می‌گذارند (زارع، ۱۳۸۹: ۱۷۴).

پس از اشاره به مواردی که تصمیم‌گیری را تحت تأثیر قرار می‌دهند، لازم است متناسب با هدف اصلی پژوهش، بررسی کنیم که طی چه فرآیندی این تصمیم‌گیری رخ می‌دهد؛

مک دانیل، لمب و هیر (۲۰۰۰) فرآیند تصمیم‌گیری را طبق الگوی شکل ۱ تعریف می‌کنند، که زارع (۱۳۸۹: ۱۸۹) در کتاب اصول بازاریابی به آن اشاره کرده است:



شکل ۱- فرآیند تصمیم‌گیری مصرف‌کنندگان

هر یک از مفاهیم مندرج در این فرآیند بشرح ذیل تبیین می‌گردند؛

شناخت نیاز: اولین مرحله در فرآیند تصمیم‌گیری مصرف‌کننده، شناخت مشکل است. مشکل زمانی شناسایی می‌شود که مصرف‌کننده اختلاف عمده‌ای میان وضعیت موجود و وضعیت مطلوب یا ایده‌آل خود احساس کند. مصرف‌کننده این وضعیت را به عنوان مشکل تلقی و سعی می‌کند آن را برطرف کند. به عقیده ما زمان درک نیاز برای سرمایه‌گذاری (چه ترکیبی از ریسک و بازده) متناظر با مرحله اول فرآیند تصمیم‌گیری می‌باشد. شناسایی مشکل زمانی شروع می‌شود که مصرف‌کننده تحت تأثیر محرک‌های درونی و بیرونی قرار دارد. این چنین خواسته‌هایی معمولاً توسط آگهی‌های تجاری و دیگر اقدامات تبلیغاتی ایجاد می‌شوند، در بازار

سرمایه؛ موسسات خدمات مالی، دلال‌ها و بازاربابان خدمات مالی، این نقش را ایفا می‌کنند (مک‌دانیل، لمب و هیر، ۲۰۰۰).

جستجوی اطلاعات: پس از شناسایی مشکل، مصرف‌کنندگان به جمع‌آوری اطلاعات در مورد گزینه‌های مختلف موجود، به منظور بر طرف کردن خواسته‌هایشان می‌پردازند. جمع‌آوری اطلاعات می‌تواند داخلی، خارجی یا به هر دو صورت باشد. جمع‌آوری اطلاعات داخلی عبارت است از فرآیند یادآوری اطلاعات ذخیره شده در حافظه. این اطلاعات ذخیره شده تا حدود زیادی از تجربیات پیشین فرد از مصرف محصول نشأت می‌گیرد. در مقابل فرد در جمع‌آوری اطلاعات خارجی به دنبال اطلاعاتی است که در محیط خارجی وجود دارد. مقدار زمانی که فرد صرف جمع‌آوری اطلاعات خارجی می‌کند وابسته به میزان خطرپذیری، معلومات، تجربیات پیشین و سطح رضایتی است که از مصرف کالا یا خدمت به دست می‌آورد. معمولاً هر قدر خرید کالا و خدمات خطر بیشتری داشته باشد، مصرف‌کنندگان بیشتر به مشاهده و جستجو خواهند پرداخت (مک‌دانیل، لمب و هیر، ۲۰۰۰). ما معتقدیم در این مرحله از فرآیند تصمیم‌گیری، فعالان بازار سرمایه و سرمایه‌گذاران متناسب با ریسک و بازده مورد انتظار خود اقدام به جستجو و جمع‌آوری اطلاعات از منابع متعدد در دسترس و متناسب با زمان و بودجه مدنظر خود خواهند کرد.

ارزیابی انتخاب‌ها: نظر به تعریف زارع (۱۳۸۹)، در این مرحله مصرف‌کننده با پردازش مجموعه اطلاعاتی که از منابع مختلف بدست آورده است، به طیفی از محصولات برای گزینش نهایی دست پیدا می‌کند (زارع، ۱۳۸۹: ۱۸۹). با دیدگاه ما در این پژوهش فرآیند ارزیابی انتخاب‌ها منحصر به انتخاب یک سرمایه‌گذاری خاص از بین مجموعه بدیل‌های در دسترس نمی‌باشد و از پیچیدگی بمراتب بیشتری برخوردار است. ما معتقدیم در بازار سرمایه با توجه به تعدد منابع اطلاعاتی معتبر و نامعتبر بخش اول ارزیابی انتخاب‌ها به اعتبارسنجی اطلاعات در دسترس برای سنجش صحت، دقت و قابلیت استناد اطلاعات اختصاص دارد. پس از گزینش بهترین اطلاعات و منابع اطلاعاتی از نظر سرمایه‌گذار یا فعال بازار سرمایه، اقدام به پردازش و تحلیل اطلاعات برای مقایسه بدیل‌های موجود با یکدیگر و پیش‌بینی وضعیت آتی این فرصت‌های سرمایه‌گذاری صورت می‌پذیرد.

تصمیم خرید و رفتار پس از خرید: با توجه به تعاریف زارع (۱۳۸۹)، سرمایه‌گذاران پس از ارزیابی، تحلیل و رتبه‌بندی فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود، با در نظر گرفتن مواردی همچون بازده انتظاری، بودجه در دسترس و... اقدام به سرمایه‌گذاری می‌نمایند یا از آن منصرف می‌شوند. در صورت اقدام به سرمایه‌گذاری و پس از گذر زمان، فرد با مقایسه شرایط فعلی با پیش‌بینی‌های گذشته خود که منجر به سرمایه‌گذاری شده بود، دچار رضایت و یا عدم رضایت از اقدام خود می‌شود و متعاقب آن رفتارهایی را از خود بروز می‌دهد که در قلمروی بررسی‌های پژوهش حاضر قرار نمی‌گیرد، لذا در ورود به جزئیات رفتارهای پس از خرید صرف نظر می‌کنیم.

همانطور که از موارد فوق قابل دریافت است، در پژوهش حاضر ما قصد داریم فرآیند تصمیم‌گیری یک سرمایه‌گذار یا فعال بازار سرمایه را، مشابه با مصرف و رفتار مصرف‌کننده در نظر گیریم و متناظر با آن، تصمیمات سرمایه‌گذاری را به آن تسری دهیم. در بخش تعریف متغیرها و ارائه مدل، این رویکرد بصورت مشروح مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۲-۳- پیشینه پژوهش

سیف الهی و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی تاثیر عوامل رفتاری دوری از تأسف و پشیمانی، اثر تمایلی، حسابداری ذهنی، بیش اطمینانی، شهود نمایندگی، رفتار توده‌وار و محافظه کاری و اثر مالکیت بر روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی و در نهایت بررسی مقایسه‌ای این عوامل پرداختند. به این منظور تعداد ۵۹۳ نفر از سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه بطور تصادفی انتخاب و داده‌های مورد نیاز با استفاده از پرسشنامه جمع‌آوری شده و اطلاعات حاصل و فرضیه‌ها مورد آزمون آماری قرار گرفتند. نتایج حاصل نشان داد که تمام عوامل به غیر از عامل "بیش اطمینانی" روی سرمایه‌گذاری تاثیرگذار هستند و میزان این تاثیر برای هر یک متفاوت می‌باشد و رتبه‌بندی این عوامل از نظر میزان تاثیرگذاری عبارت بودند از: ۱. سود و زیان نسبی، ۲. اثر تمایلی، ۳. محافظه کاری، ۴. رفتار توده‌وار، ۵. شهود نمایندگی، ۶. اثر مالکیت، ۷. پشیمان‌گریزی.

خدمی‌گراشی و قاضی‌زاده (۱۳۸۶) اقدام به شناسایی عوامل مختلف موثر بر مالیه رفتاری سرمایه‌گذاران و نحوه تصمیم‌گیری در بورس اوراق بهادار نمودند. جمع‌آوری اطلاعات پژوهش فوق از طریق توزیع پرسش‌نامه صورت پذیرفت و با استفاده از تحلیل عاملی، عوامل مربوط شناسایی گردید. عوامل مذکور در حوزه عوامل سیاسی، اقتصادی، روانی بازار و متغیرهای مالی در سطح شرکت با انجام تحلیل مسیر و با استفاده از نرم‌افزار لیزرل (LISREL) مورد مطالعه قرار گرفت. نتایج تحقیق نشان داد که به ترتیب عوامل سیاسی، عوامل روانی بازار، عوامل اقتصادی و عوامل مالی در سطح شرکت، بالاترین تأثیر را بر تصمیم‌گیری سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران دارند.

تهرانی و فهیمی‌دوآب (۱۳۸۴) در تحقیقی به بررسی درجه اهمیت عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران سهام عادی در تالار بورس اوراق بهادار مشهد و مقایسه تطبیقی آن با رفتار سرمایه‌گذاران در تالار بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق آنان مبین تأثیرپذیری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در مشهد از:

الف: قدرت نقدشوندگی سهام عادی،

ب: وجود عوامل فرهنگی خاص

ج: سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده است؛ همچنین تصمیم سرمایه‌گذاران تهرانی به ترتیب تحت تأثیر:

• قدرت نقدشوندگی

• سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده است.

جاسم الاجمی (۲۰۰۹) طی تحقیقات خود در کشور بحرین، دریافت که افراد سرمایه‌گذار؛ صورت‌های مالی شرکت را مهم‌ترین منبع اطلاعاتی برای تصمیمات سرمایه‌گذاری خود می‌دانند.

گلیسر و وبر (۲۰۰۸) استدلال می‌کنند که بازده‌های گذشته سهام بر حجم معامله سهام در آینده اثر می‌گذارد. آنها ۳۰۰۰ نفر سرمایه‌گذار را در یک دوره ۵۱ ماهه مورد مطالعه قرار دادند تا این ارتباط بین بازده‌های گذشته و حجم را با استفاده از چند الگوی رگرسیون پانل مختلف آزمایش کنند. آنها دریافتند که هم بازده‌های گذشته بازار و هم بازده‌های گذشته مجموعه اوراق بهادار بر فعالیت تجاری افراد سرمایه‌گذار اثر می‌گذارد. پس از بازده‌های زیاد مجموعه اوراق بهادار، سرمایه‌گذارها سهام پریزبان می‌خرند و تعداد سهام را، در مجموعه اوراق بهادار خود کاهش

می‌دهند. آنها استدلال کردند؛ تنها چیزی که یافته‌ها را توضیح می‌دهد، نظریه‌های اعتماد بیش از حد برای سطوح بالای فعالیت تجاری است.

پنگ و ژیونگ (۲۰۰۵) بیان کردند که سرمایه‌گذاران تمایل دارند، بیشتر اطلاعات مربوط به بازار و بخش را پردازش کنند تا اطلاعات مختص به شرکت را.

ناگی و اوبنبرگر (۱۹۹۴) طی یک نظرخواهی از سهامداران ۵۰۰ شرکت فورچون، خواستند تا از بین ۳۴ متغیر یک فهرست، مواردی را که بر تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها اثرگذار است با ذکر میزان این اثرگذاری انتخاب کنند. نتایج مبین ترکیبی از عوامل مالی و غیرمالی تأثیرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری افراد بود. پاسخ‌های بسیار متنوع و گوناگون نشان می‌داد که سرمایه‌گذاران به هیچ وجه درباره عوامل تأثیرگذار هم‌فکر نیستند. آنها نتیجه گرفتند که فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، طیف وسیع‌تری از مواردی را که قبلاً متصور می‌شد در بر می‌گیرد. بعلاوه، اهمیت نسبی هفت معیار وسیع برای هر سرمایه‌گذار ممکن است متفاوت باشد.

۳- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر بر مبنای هدف از اقسام تحقیقات کاربردی می‌باشد، چرا که با استفاده از نتایج تحقیقات بنیادی بدنبال بهبود و به کمال رساندن روش‌ها، ابزارها، ساختارها و الگوهای مورد استفاده در بورس اوراق بهادار تهران است. این تحقیق بدنبال توضیح، رتبه‌بندی و قالب‌گذاری بر معیارهای حائز اهمیت برای سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه، جهت اقدام به تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری می‌باشد، لذا در گروه تحقیقات توصیفی و در دسته پژوهش‌های پیمایشی طبقه‌بندی می‌شود و از نظر بررسی رابطه بین متغیرها نیز در شاخه همبستگی قرار می‌گیرد.

قلمروی زمانی تحقیق، فصل آخر سال ۱۳۹۴ و دو فصل ابتدایی سال ۱۳۹۵ را در بر می‌گیرد و قلمروی مکانی پژوهش نیز، بورس اوراق بهادار تهران است.

جامعه پژوهش حاضر در برگیرنده فعالان بازار سرمایه و در مفهومی دیگر سرمایه‌گذاران می‌باشد و نمونه تحقیق مشتمل بر برخی صاحب‌نظران بازار همچون تحلیل‌گران شرکت‌های کارگزاری، مدیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سب‌گردان‌ها و برخی از علاقه‌مندان به بازار سرمایه که آموزش‌های اصول و تحلیل بازار سرمایه را سپری کرده‌اند، است.

جهت تسریع در جمع‌آوری اطلاعات و با توجه به گستردگی نمونه پژوهش، روش جمع‌آوری اطلاعات، پرسشنامه در نظر گرفته شد. سوالات پرسشنامه شامل ۳۳ شاخص و معیار استخراج شده از ادبیات پیشین موضوع پژوهش و استفاده از نقطه نظرات خبره‌های بازار سرمایه بود. پاسخ‌دهندگان نظرات خود را در قالب طیف فاصله‌ای و ۵ گزینه‌ای لیکرت ارائه می‌کردند. پرسشنامه بین بیش از ۴۲۰۰ نفر از اعضای نمونه و بوسیله پست الکترونیکی توزیع گردید، همچنین بیش از ۲۰ مصاحبه در نمایشگاه تیر ماه سال ۱۳۹۵ بورس، بانک و بیمه برگزار شد و طی این جلسات، بخشی از پرسشنامه‌ها تکمیل گردید و در نهایت ۱۴۳ پرسشنامه کامل دریافت شد که ۱۴۰ عدد از آن قابل استفاده جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات بود.

برای سنجش روایی پرسشنامه و آزمون ارتباط منطقی سوالات با شاخص‌ها، از روایی صوری که یک شکل از اشکال روایی محتوای استفاده شد. جهت انجام روایی صوری، منطبق بر مبانی روش دلفی؛ سوالات پس از طراحی و تنظیم در بین تعدادی از خبرگان و متخصصان شامل اعضای هیأت علمی گروه‌های مالی دانشگاه‌ها، مدیران ارشد سازمان بورس و اوراق بهادار، تحلیل‌گران بازار سرمایه و... توزیع گردید. حاصل مطابقت و بررسی نتایج، اعمال برخی اصلاحات و افزودن چند شاخص دیگر متناسب با نظرات خبرگان مالی بود. بدینوسیله اعتبار صوری ابزار اندازه‌گیری مورد توجه قرار گرفت و پس از اطمینان از نتایج بدست آمده، پرسشنامه در نمونه مورد نظر توزیع شد.

برای سنجش پایایی و بررسی ثبات و سازگاری مفهوم مورد ارزیابی، از ضریب آلفای کرونباخ با استفاده از نرم‌افزار SPSS بهره‌گیری شد. نتایج حاصل برای ۱۵ نمونه که نهایتاً حدود ۱۱ درصد از مجموع پرسشنامه‌های جمع‌آوری شده را به خود اختصاص دادند، جهت هر یک از متغیرها مطابق جدول ۱ بود، که تماماً بالاتر از حد مطلوب ۰,۷۰ را نشان می‌دادند، لذا پایایی درونی و برازش مناسب سازگاری بین سوالات فراهم شد:

جدول ۱- نتایج آزمون آلفای کرونباخ (پایایی پرسشنامه)

| متغیر | تعداد نمونه | تعداد سوال | آلفای کرونباخ |
|--------------------|-------------|------------|---------------|
| جستجوی اطلاعات | ۱۵ | ۱۲ | ۰/۷۴ |
| اعتبارسنجی اطلاعات | ۱۵ | ۶ | ۰/۷۳ |
| تحلیل‌گری اطلاعات | ۱۵ | ۱۰ | ۰/۹۰ |
| تورش‌های رفتاری | ۱۵ | ۵ | ۰/۷۰ |
| کل پرسشنامه | ۱۵ | ۳۳ | ۰/۹۰۷ |

همچنین پایایی سازه که مقیاس پایایی و ثبات درونی متغیرهای ارزیابی شده در سازه پنهان است، از طریق ارزش CR بررسی خواهد شد و براساس کل پرسشنامه‌های جمع‌آوری شده در بخش تجزیه و تحلیل اطلاعات مورد ارزیابی قرار می‌گیرد.

از نظر آذر (۱۳۸۱)، یکی از قوی‌ترین و مناسب‌ترین روش‌های تجزیه و تحلیل در تحقیقات علوم رفتاری و اجتماعی، تجزیه و تحلیل چند متغیره است زیرا این گونه موضوعات چند متغیره بوده و نمی‌توان آنها را با شیوه دو متغیری (که هر بار یک متغیر مستقل با یک متغیر وابسته در نظر گرفته می‌شود) حل نمود. همچنین در تحقیقاتی که هدف، آزمودن مدل خاصی از رابطه بین متغیرها است، از تحلیل مدل معادلات ساختاری یا مدل‌های علی استفاده می‌شود (پرهیزگار و آقاجانی، ۱۳۹۰). لذا در پژوهش حاضر جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات طی فرآیند آمار استنباطی از مدل اندازه‌گیری - که مشخص می‌کند، چگونه متغیرهای پنهان (عوامل) براساس متغیرهای آشکار (متغیرها) مربوطه مورد سنجش قرار گرفته و سهم و اعتبار آنها به چه میزان است - برای انجام تحلیل عاملی در نرم افزار آموس (AMOS) استفاده خواهیم نمود و همچنین در مسیر پژوهش از آزمون t-استیودنت استفاده کرده و برای سنجش

نرمال بودن توزیع اطلاعات در هر متغیر، کشیدگی و چولگی را با بهره‌گیری از نرم‌افزار SPSS می‌سنجیم، در نهایت جهت اولویت‌بندی اهمیت اقسام متغیرهای پژوهش در قالب مدل کلی، از آزمون رتبه‌ای فریدمن استفاده خواهد شد.

۴- تعریف متغیرها و ارائه مدل

همانطور که قبل‌تر اشاره شد، در پژوهش حاضر ما فرآیند تصمیم‌گیری یک سرمایه‌گذار یا فعال بازار سرمایه را با توجه به مفهوم سرمایه‌گذاری (خرج کردن پول برای کسب منافع آتی)، مشابه با مصرف و رفتار مصرف‌کننده در نظر می‌گیریم و تصمیمات سرمایه‌گذاری را به آن تسری می‌دهیم. در این راستا مدل تحلیلی رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار، در چهار قالب رفتاری اصلی: رفتار جستجوگری اطلاعات، رفتار اعتبارسنجی اطلاعات، رفتار تحلیل‌گری و تورش‌های رفتاری ناشی از خطای سرمایه‌گذاران یا فعالان بازار در درک شرایط موجود، تدوین گردید. در ذیل به تعریف متغیرهای پژوهش و نحوه استخراج شاخص‌های تأثیرگذار بر رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران اشاره می‌کنیم؛

رفتار جستجوگری اطلاعات: اطلاع‌یابی، روندی است که در آن بشر هدفمندانه برای تغییر موقعیت دانش در تلاش می‌باشد (مارچونین، ۱۹۹۵). ویلسون در سال ۲۰۰۰ رفتار اطلاع‌یابی را بعنوان سطح جزئی‌تر رفتار به‌کار گرفته شده از سوی جستجوگر در تعامل با نظام‌های اطلاع‌رسانی مطرح کرد. ما مرحله دوم فرآیند تصمیم‌گیری مصرف‌کننده را که توسط مک‌دانیل و همکاران (۲۰۰۰) مطرح گردید، به رفتار جستجوگری اطلاعات سرمایه‌گذاران تسری می‌دهیم. سرمایه‌گذار در این گام دنبال اطلاعاتی است، تا بوسیله آنها به شناسایی واقعی و عینی گزینه‌های سرمایه‌گذاری بپردازد. با استناد به مفاهیم نظری استانداردهای ملی گزارشگری (۱۳۸۰) و دقت در مفاهیم نظری پیرامون گزارشگری مالی (خصوصیات کیفی مرتبط با محتوای اطلاعات و خصوصیات کیفی مرتبط با ارائه اطلاعات)، دریافتیم که تلخیص و طبقه‌بندی جزئیات اطلاعات درباره وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری در این بخش حائز اهمیت است و وجود بانک‌های اطلاعاتی، توصیه‌ها و مشاوره‌ها در این مرحله کارساز است، همچنین با توجه به دو ویژگی مربوط بودن و قابل فهم بودن، رفتارهای جستجوی‌گری از سرمایه‌گذاران سر می‌زند، سایر متون تحقیقات نشان می‌دهد، زمانی که انتخاب بین منابع پیش می‌آید، فرد میزان سودمندی یک منبع اطلاعاتی را می‌سنجد (ادهمی، ۱۳۸۳). این متغیر با ۱۲ شاخص که از مفاهیم نظری استانداردهای گزارشگری، نقطه نظرات خبرگان بازار، تحقیقات مربوط به مالیه رفتاری و پژوهش‌های موضوع اولویت‌بندی معیارهای با اهمیت در تصمیم سرمایه‌گذاری استخراج شده بودند، مورد سنجش قرار گرفت.

رفتار اعتبارسنجی اطلاعات: همانطور که اشاره شد، با توجه به گستره وسیع واسطه‌های اطلاعاتی و وجود منابع اطلاعاتی معتبر و نامعتبر در بازار سرمایه، مرحله سوم از فرآیند تصمیم‌گیری (ارزیابی انتخاب‌ها)، در عرصه مالی طیف گسترده‌تری از حوزه بازاریابی را شامل می‌شود. ما با استفاده از نظرات خبرگان، دقت در پژوهش‌های حیدری (۱۳۸۴) و داستانی و محمدی (۱۳۹۴) که معیارهای ارزیابی اطلاعات و منابع اطلاعاتی را ارائه می‌نمایند و متناسب با تعریفی که از اعتبارسنجی اطلاعات بعنوان سنجش کیفیت و نحوه ارائه اطلاعات بدست آمده (صحت اطلاعات) از نظر کامل بودن، بیان صادقانه، بی طرفی و... داشتیم، همچنین نظر به این مهم که در مفاهیم نظری استانداردهای ملی

گزارشگری (۱۳۸۰)، این مفهوم مشتمل بر ویژگی‌های قابلیت اتکای اطلاعات مالی و قابلیت مقایسه اطلاعات می‌باشد، ۶ شاخص را برای سنجش متغیر اعتبارسنجی اطلاعات استخراج کردیم.

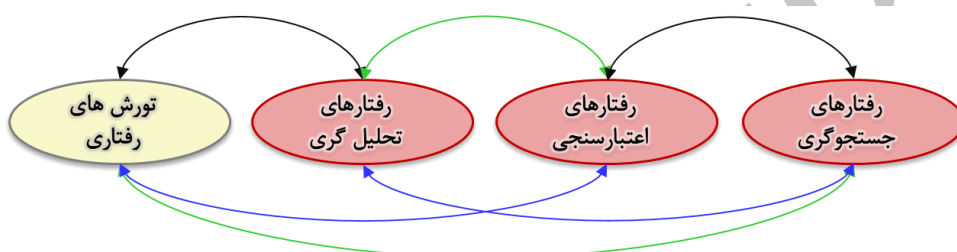
رفتار تحلیل‌گری اطلاعات: گزارش "آشنایی با روش‌های تحلیل" که توسط بورس اوراق بهادار تهران ارائه شده است، تجزیه و تحلیل مالی را، انتخاب اطلاعات مالی، مقایسه و مشخص نمودن رابطه بین اطلاعات مالی، تفسیر و ارزیابی مقایسات و ارتباطات تعیین شده، تعریف می‌نماید. با توجه به تعریف مذکور و متناظر با بخشی دیگر از مرحله سوم فرآیند تصمیم‌گیری؛ سرمایه‌گذاران جهت طبقه‌بندی بدیل‌های موجود برای سرمایه‌گذاری - با استناد به اطلاعات معتبری که جمع‌آوری کرده‌اند - وضعیت گذشته، حال و آینده گزینه‌های مختلف را، با روش‌های تحلیل متنوع (تکنیکال یا فاندامنتال) مورد بررسی قرار می‌دهند و در مسیر این تحلیل تعامل‌پذیری، قابلیت و توانایی اطلاعات برای دستیابی به ارزیابی‌های سریع و دقیق حائز اهمیت است. این متغیر با در نظر گرفتن ۱۰ شاخص متناسب با روش‌های متنوع تحلیل‌گری و موجودیت و توانمندی اطلاعات مطلوب در هر روش مورد ارزیابی قرار گرفت.

تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران: همه ما در زندگی تصمیم می‌گیریم، اما در برخی از تصمیم‌گیری‌هایمان موفق نیستیم. تحقیقاتی که در زمینه تصمیم‌گیری انجام یافته است، نشان می‌دهد که عامل اصلی موثر بر یک تصمیم‌گیری صحیح، مربوط به روش‌هایی است که فرد در ارزیابی گزینه‌های موجود اتخاذ می‌نماید. (لری، ۱۹۸۷)

تصمیمات بد گاهی اوقات به بخش‌هایی از فرآیند تصمیم‌گیری مربوط می‌شود. اما گاهی شکست در تصمیم‌گیری به فرآیند آن مربوط نشده، بلکه به ذهن تصمیم‌گیر و نقائص آن در انتخاب صحیح باز می‌گردد. راعی و فلاح‌پور، تورش را انحراف از تصمیم‌گیری‌های درست و بهینه تعریف می‌کنند. به دلیل آنکه زمان و منابع شناخت محدودند، نمی‌توان داده‌هایی را که از محیط اخذ می‌شوند به صورت بهینه مورد تجزیه و تحلیل قرار داد. بنابراین، ذهن انسان به طور طبیعی از قواعد خاصی برای تصمیم‌گیری استفاده می‌کند. اگر از این قواعد به طور مناسب استفاده شود، می‌تواند مؤثر واقع شود. در غیر این صورت، تورش‌های غیرقابل اجتنابی پیش خواهد آمد. بنابراین، به طور کلی ممکن است اشخاص در فرآیند تفکر و تصمیم‌گیری دچار خطا شوند (راعی و فلاح‌پور، ۱۳۸۳). ما با دقت در نتایج مطالعاتی همچون سیف‌اللهی و همکاران (۱۳۹۴)، رهنمای رودپشتی و همکاران (۱۳۹۱) و...، از بین انحرافات ادراکی متعدد، ۵ تورش رفتاری را که حدس می‌زدیم در مسیر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیرگذار باشند، برای سنجش این متغیر در نظر گرفتیم.

با تعریف متغیرها و مشخص شدن شاخص‌های هر متغیر به ارائه مدل مفهومی و ترسیم مسیر تجزیه و تحلیل اطلاعات می‌پردازیم؛ شکل ۲ نشان دهنده مدل مفهومی پژوهش می‌باشد. ما بوسیله مدل مفهومی پژوهش و بهره‌گیری از توانمندی مدلسازی معادلات ساختاری و نرم افزار آموس (AMOS)، در بخش اول از تجزیه و تحلیل اطلاعات، با رسم نمودار مسیر و از روش تحلیل عاملی تأییدی، اقدام به ارزیابی چارچوب تئوریک که از تعریف متغیرها و شاخص‌ها بدست آمده است، خواهیم کرد، بدین مفهوم که رابطه هر یک از شاخص‌ها با متغیرهای مطلوبشان مورد بررسی قرار می‌گیرد.

با انجام این مهم معیارهای تأثیرگذار بر رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در کل فرآیند و هر مرحله از آن (جستجوگری، اعتبارسنجی، تحلیل‌گری و تورش‌های رفتاری) بدست خواهند آمد و متعاقباً شاخص‌ها اولویت‌بندی می‌گردند. در این مرحله از تجزیه و تحلیل روابط بین شاخص‌ها با متغیرهای مکنون بررسی می‌شود اما به بررسی روابط بین متغیرهای مکنون پرداخته نمی‌شود. سپس بوسیلهٔ آزمون رتبه‌ای فریدمن روابط متقابل متغیرهای مکنون براساس امتیازاتی که در پرسشنامه کسب کرده‌اند، بررسی شده و بر مبنای میزان اهمیت در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران اولویت‌بندی خواهند شد:



شکل ۲- مدل مفهومی پژوهش (تحلیل مسیر)

در پژوهش حاضر دو فرضیهٔ اساسی قابل تبیین می‌باشد؛
فرضیهٔ اول: رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، در قالب رفتار جستجوگری، رفتار اعتبارسنجی، رفتار تحلیل‌گری و تورش‌های رفتاری قابل برازش است.
فرضیهٔ دوم: میزان اهمیت رفتار جستجوگری، رفتار اعتبارسنجی، رفتار تحلیل‌گری و تورش‌های رفتاری در مدل، دارای تفاوت معنادار هستند.

۶- یافته‌های پژوهش

حال برای اطمینان از آن که متغیرهای پنهان درست اندازه‌گیری شده باشند، با استفاده از تحلیل عاملی تأییدی و براساس پاسخ‌های اعضای نمونه به سوالات شاخص‌ها، مدل‌های ارزیابی هر یک از مراحل فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را منطبق بر مدل مفهومی تحقیق مورد بررسی قرار می‌دهیم و در سنجش هر یک از مدل‌های ارزیابی، موارد ذیل مورد محاسبه و سنجش قرار می‌گیرد؛
 ۱. ارزش CR را برای بررسی پایایی سازه‌ها، از فرمول زیر محاسبه می‌کنیم:
 این شاخص برای هر یک از مدل‌های ارزیابی باید بیش از ۰٫۶ باشد، تا پایایی سازه تأیید گردد (کشاورز، ۱۳۹۳: ۴۳). در فرمول ذیل λ = بارعاملی و δ_i = خطای ارزیابی گویه‌ها است.

$$CR = \frac{[\sum_{i=1}^n \lambda_i]^2}{[\sum_{i=1}^n \lambda_i]^2 + [\sum_{i=1}^n \delta_i]^2} \quad \text{فرمول (۱)}$$

۲. با استفاده از آماره C.R که معادل آماره t-استیودنت بوده و سنجش ارزش p، معناداری و سطوح اطمینان معناداری هر یک از روابط رگرسیون در مدل‌های ارزیابی مورد بررسی قرار می‌گیرد. بدین صورت که اگر مقدار آماره C.R بین -۱,۹۶ و +۱,۹۶ نباشد، نشان می‌دهد که پارامتر مربوطه در سطح ۵ درصد تفاوت معناداری با صفر دارد یعنی فرض صفر رد شده و در نتیجه وجود رابطه مزبور رد نمی‌شود. در واقع این آماره فرض برابری پارامتر با صفر را مورد آزمون قرار می‌دهد.

۳. برازش مدل: با توجه به اینکه بین محققین اتفاق نظر در رابطه با اینکه چند شاخص برای برازش مدل باید مورد استفاده قرار گیرند، وجود ندارد و نظر به تفاوت سطوح قابل قبول این شاخص‌ها در ادبیات مختلف، ما در این پژوهش مطابق با نظر هیر و همکاران (۱۹۹۵، ۲۰۱۰) به نقل از کشاورز (۱۳۹۳) و هالمز اسمیت (۲۰۰۶)، حداقل یک شاخص از هر گروه شاخص‌های برازش ارائه شده در جدول ۲ را، جهت برازش مدل‌های ارزیابی استفاده می‌کنیم. همچنین سطوح قابل قبول شاخص‌ها براساس ادبیات ارائه شده در جدول ۲ تعیین می‌گردد.

۴. پس از تأیید معناداری شاخص‌های هر متغیر و نیکویی برازش مدل ارزیابی، می‌توان به تحلیل بارهای عاملی گویه‌های هر مدل ارزیابی پرداخت و بر اساس آنها عوامل تأثیرگذار بر رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را اولویت‌بندی نمود.

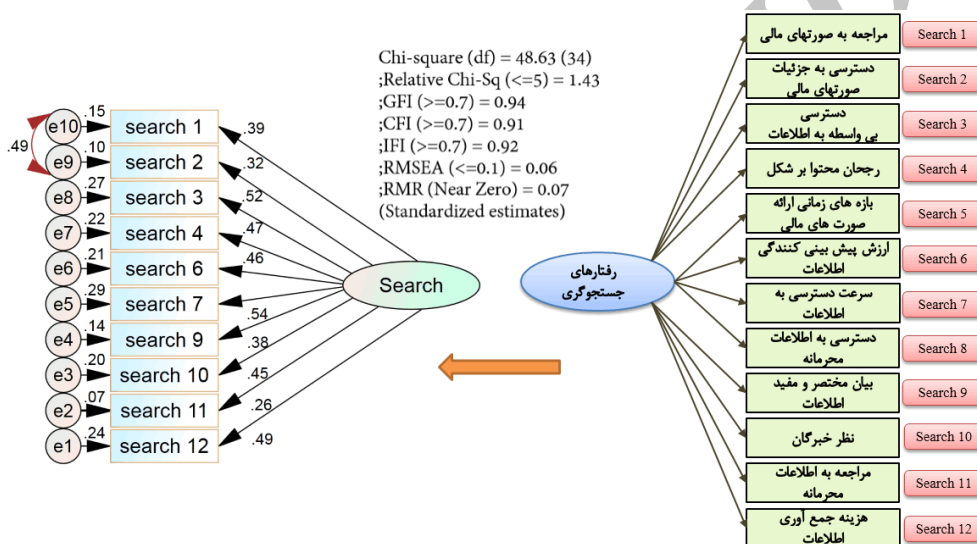
۵. نهایتاً با استفاده از آزمون رتبه‌ای فریدمن، متغیرها بر مبنای میزان اهمیت در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران اولویت‌بندی خواهند شد.

جدول ۲- شاخص‌های برازش مدل

| گروه شاخص | نام شاخص | نام فارسی | مقدار مطلوب | مقدار قابل قبول | ادبیات مربوطه |
|---------------|----------|-------------------------------|-------------|-----------------|--------------------------------------|
| برازش مطلق | RMSEA | ریشه میانگین مجذورات خطای مدل | < 0.08 | از ۰/۰۵ تا ۰/۱ | براون و کودک (۱۹۹۳)، قاسمی (۱۳۸۹) |
| | GFI | شاخص نیکویی برازش | > 0.90 | از ۰/۷ تا ۰/۹ | جورسکوگ و سوربم (۱۹۸۴)، قاسمی (۱۳۸۹) |
| برازش افزایشی | CFI | شاخص برازش تطبیقی | > 0.90 | از ۰/۷ تا ۰/۹ | بنتلر (۱۹۹۰)، قاسمی (۱۳۸۹) |
| برازش صرفه‌جو | Chisq/df | کای اسکواتر/درجه آزادی | < 5 | کمتر از ۵ | مارش و هوسور (۱۹۸۵)، قاسمی (۱۳۸۹) |

۱-۶- تحلیل عاملی تأییدی مدل‌های ارزیابی

مدل ارزیابی رفتار جستجوگری سرمایه‌گذار: شکل ۳ در قالب سازه رفتار جستجوگری، بیانگر ۱۲ شاخص استخراج شده ما برای بررسی متغیر مکنون مذکور می‌باشد، در سمت چپ تصویر بارهای عاملی برازش یافته استاندارد شده (ضرایب رگرسیون استاندارد شده) قابل مشاهده است، همچنین مقادیر شاخص‌های برازش مدل به تلخیص در تصویر ذیل نشان داده شده‌اند که تماماً با کسب حد نصاب‌های مطلوب ارائه شده در جدول ۲، تأیید کننده معناداری و نیکویی برازش مدل ارزیابی رفتار جستجوگری سرمایه‌گذاران می‌باشند؛



شکل ۳- مدل ارزیابی رفتار جستجوگری سرمایه‌گذار

پیش از تحلیل بارهای عاملی مدل ارزیابی رفتار جستجوگری، ذکر این نکته خارج از لطف نیست که در برخی از ادبیات برای دستیابی به مدل‌های تک‌بعدی، لازم می‌دانند بارهای عاملی با مقادیر پایین، از مدل حذف شوند. بطور مثال کلایسن (۱۹۹۴) به حذف شاخص‌هایی با بار عاملی زیر ۰,۳ و کشاورز (۱۳۹۳) به حذف شاخص‌هایی با بار عاملی زیر ۰,۵ معتقدند، اما با توجه به هدف پژوهش و استناد به نتایج تحقیقات گذشته همچون ناگی و اوپنبرگر (۱۹۹۴)، معیارهای حائز اهمیت در رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بیش از آن چیزی است که قبل‌تر تصور می‌شد و هدف حاضر شناسایی و اولویت‌بندی این معیارها در فرآیند تصمیم‌گیری است، لذا ما در این پژوهش صرفاً به حذف معیارهایی اقدام می‌کنیم که یا روابط معناداری نداشته باشند و یا لطمه‌ای به معناداری مدل وارد کنند.

ابتدا ارزش CR را برای بررسی پایایی سازه رفتار جستجوگری سرمایه‌گذاران محاسبه کرده و با دستیابی به مقدار ۰,۹۱ و تحقق مرز مطلوب این شاخص (حداقل معادل ۰,۶۰)، پایایی سازه رفتار جستجوگری تأیید گردید. در جدول ۳ نیز برای تعیین معناداری هر یک از روابط رگرسیون در مدل ارزیابی رفتار جستجوگری، مقادیر آماره C.R. و ارزش p آورده شده است، همچنین مقادیر ضریب تعیین چندگانه مدل برازش یافته مورد بررسی قرار گرفته‌اند. مقدار این آماره برای هر یک از شاخص‌ها به طور مجزا محاسبه می‌شود. این ضرایب نشان می‌دهند که هر شاخص به تنهایی چند درصد از تغییرات متغیر را تبیین می‌نماید:

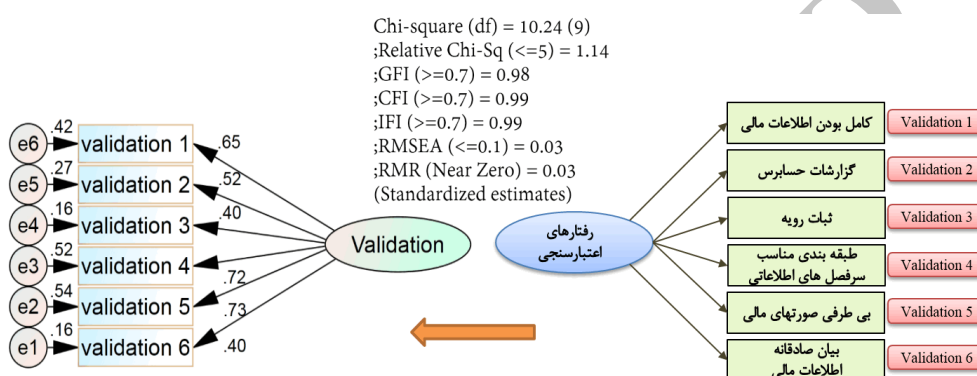
جدول ۳- نتایج آزمون معناداری روابط رگرسیون متغیر رفتار جستجوگری

| R ² | معناداری | p* | t=C.R | شاخص |
|---|----------|-------|-------|-------------------------------------|
| ۰/۲۴ | | | | هزینه جمع‌آوری اطلاعات |
| ۰/۱۵ | ✓ | ۰/۰۰۱ | ۳/۱۸ | مراجعه به صورت‌های مالی شرکت‌ها |
| ۰/۱۰ | ✓ | ۰/۰۰۶ | ۲/۷۴ | دسترسی به جزئیات صورت‌های مالی |
| ۰/۲۷ | ✓ | *** | ۳/۸۳ | دسترسی بی‌واسطه به صورت‌های مالی |
| ۰/۲۲ | ✓ | *** | ۳/۶۱ | رجحان محتوا بر شکل در صورت‌های مالی |
| ۰/۲۱ | ✓ | *** | ۳/۵۵ | ارزش تأییدکنندگی اطلاعات |
| ۰/۲۹ | ✓ | *** | ۳/۸۹ | سرعت دسترسی به اطلاعات |
| ۰/۱۴ | ✓ | ۰/۰۰۲ | ۳/۱۳ | بیان مختصر و مفید اطلاعات مالی |
| ۰/۲۰ | ✓ | *** | ۳/۵۰ | مراجعه به نظر خبرگان |
| ۰/۰۷ | ✓ | ۰/۰۱۸ | ۲/۳۶ | مراجعه به اطلاعات محرمانه شرکت‌ها |
| p*: وجود *** در ستون p، معادل مقادیر کمتر از ۰,۰۰۱ می‌باشد. | | | | |

با توجه به مقدار آماره C.R. و ارزش p، نشان داده شده در جدول ۳، به جز شاخص‌های ۵ و ۸ که بدلیل عدم وجود رابطه معنادار با متغیر مکنون از مدل حذف گردیدند. برای هر یک از سایر شاخص‌ها در مدل ارزیابی رفتار جستجوگری سرمایه‌گذاران مقدار آماره C.R. خارج از بازه ۱,۹۶- تا ۱,۹۶+ می‌باشد، در نتیجه فرض صفر رد می‌شود و مقادیر ارزش p کمتر از ۰,۰۵ است، یعنی روابط رگرسیون فوق در سطح اطمینانی بیش از ۹۵ درصد معنادار می‌باشند. همچنین نظر به مقادیر ضریب تعیین چندگانه، شاخص "سرعت دسترسی به اطلاعات" به تنهایی ۲۹ درصد از تغییرات متغیر رفتار جستجوگری را تبیین می‌نماید.

با تأیید معناداری شاخص‌های متغیر رفتار جستجوگری و نیکویی برازش مدل ارزیابی مذکور، می‌توان گفت نظر به بارهای عاملی نشان داده شده در شکل ۳، شاخص‌های "سرعت دسترسی به اطلاعات(۷)"، "دسترسی بی‌واسطه به اطلاعات(۳)"، "هزینه جمع‌آوری اطلاعات(۱۲)"، "رجحان محتوا بر شکل(۴)" و "ارزش پیش‌بینی‌کنندگی اطلاعات(۶)" با مقادیر بار عاملی ۰,۵۴، ۰,۵۲، ۰,۴۹، ۰,۴۷ و ۰,۴۶، به ترتیب بیشترین ارتباط را با متغیر رفتار جستجوگری داشته و در واقع این متغیر را به بهترین وجه تبیین می‌نمایند.

مدل ارزیابی رفتار اعتبارسنجی سرمایه‌گذار: شکل ۴ در قالب سازه رفتار اعتبارسنجی، بیانگر ۶ شاخص استخراج شده ما برای بررسی متغیر مکنون مذکور می‌باشد، در سمت چپ تصویر بارهای عاملی برازش یافته استاندارد شده (ضرایب رگرسیون استاندارد شده) قابل مشاهده است، همچنین مقادیر شاخص‌های برازش مدل به تلخیص در تصویر ذیل نشان داده شده‌اند که تماماً با کسب حد نصاب‌های مطلوب ارائه شده در جدول ۲، تأیید کننده معناداری و نیکویی برازش مدل ارزیابی رفتار اعتبارسنجی سرمایه‌گذاران می‌باشند؛



شکل ۴- مدل ارزیابی رفتار اعتبارسنجی سرمایه‌گذار

ابتدا ارزش CR را برای بررسی پایایی سازه رفتار اعتبارسنجی سرمایه‌گذاران محاسبه کرده و با دستیابی به مقدار ۰٫۸۵، و تحقق مرز مطلوب این شاخص (حداقل معادل ۰٫۶۰)، پایایی سازه رفتار اعتبارسنجی تأیید گردید. در جدول ۴ نیز برای تعیین معناداری هر یک از روابط رگرسیون در مدل ارزیابی رفتار اعتبارسنجی، مقادیر آماره C.R و ارزش p آورده شده است، همچنین مقادیر ضریب تعیین چندگانه مدل برازش یافته مورد بررسی قرار گرفته‌اند:

جدول ۴- نتایج آزمون معناداری روابط رگرسیون متغیر رفتار اعتبارسنجی

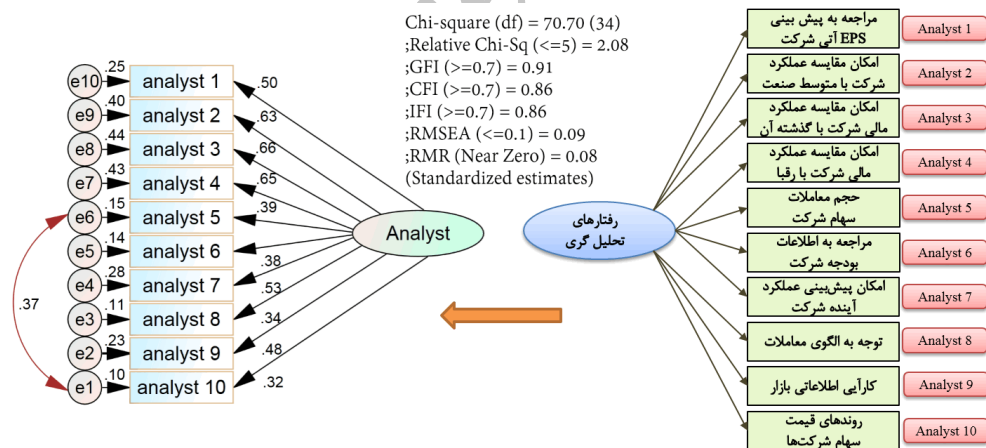
| شاخص | t=C.R | p* | معناداری | R ² |
|--|--------------------|-----|----------|----------------|
| کامل بودن صورتهای مالی | متغیر نهفته بیرونی | | | ۰/۲۴ |
| مراجعه به گزارشات حسابرسان | ۵/۰۳ | *** | ✓ | ۰/۲۷ |
| ثبات رویه در عملیات حسابداری شرکتها | ۳/۹۵ | *** | ✓ | ۰/۱۶ |
| طبقه‌بندی مناسب سرفصل‌های گزارشات مالی | ۶/۳۷ | *** | ✓ | ۰/۵۲ |
| بی‌طرفی صورتهای مالی شرکت | ۶/۴۱ | *** | ✓ | ۰/۵۴ |
| بیان صادقانه اطلاعات صورتهای مالی | ۴/۰۱ | *** | ✓ | ۰/۱۶ |

p*: وجود *** در ستون p، معادل مقادیر کمتر از ۰٫۰۰۱ می‌باشد.

با توجه به مقدار آماره C.R. و ارزش p نشان داده شده در جدول ۴، کلیه مقادیر آماره C.R. برای شاخص‌های مدل ارزیابی رفتار اعتبارسنجی سرمایه‌گذاران خارج از بازه $-1,96$ تا $+1,96$ می‌باشد، در نتیجه فرض صفر رد می‌شود و مقادیر ارزش p کمتر از $0,05$ است، یعنی روابط رگرسیون فوق در سطح اطمینانی بیش از 95 درصد معنادار می‌باشند. همچنین نظر به مقادیر ضریب تعیین چندگانه، شاخص "بی‌طرفی صورت‌های مالی شرکت" به تنهایی 54 درصد از تغییرات متغیر رفتار اعتبارسنجی را تبیین می‌نماید.

با تأیید معناداری شاخص‌های متغیر رفتار اعتبارسنجی و نیکویی برازش مدل ارزیابی مذکور، می‌توان گفت نظر به بارهای عاملی نشان داده شده در شکل ۴، شاخص‌های "بی‌طرفی صورت‌های مالی شرکت (۵)"، "طبقه‌بندی مناسب سرفصل‌های گزارشات مالی (۴)"، "کامل بودن اطلاعات مالی (۱)" و "مراجعه به گزارشات حسابرس (۲)" با مقادیر بارعاملی $0,73$ ، $0,72$ ، $0,65$ و $0,52$ به ترتیب بیشترین ارتباط را با متغیر رفتار اعتبارسنجی داشته و در واقع این متغیر را به بهترین وجه تبیین می‌نمایند.

مدل ارزیابی رفتار تحلیل‌گری سرمایه‌گذار: شکل ۵ در قالب سازه رفتار تحلیل‌گری، بیانگر ۱۰ شاخص استخراج شده ما برای بررسی متغیر مکنون مذکور می‌باشد، در سمت چپ تصویر بارهای عاملی برازش یافته استاندارد شده (ضرایب رگرسیون استاندارد شده) قابل مشاهده است، همچنین مقادیر شاخص‌های برازش مدل به تلخیص در تصویر ذیل نشان داده شده‌اند که تماماً با کسب حد نصاب‌های مطلوب ارائه شده در جدول ۲، تأیید کننده معناداری و نیکویی برازش مدل ارزیابی رفتار تحلیل‌گری سرمایه‌گذاران می‌باشند؛



شکل ۵- مدل ارزیابی رفتار تحلیل‌گری سرمایه‌گذار

ارزش CR برای بررسی پایایی سازه رفتار اعتبارسنجی سرمایه‌گذاران محاسبه گردید و با دستیابی به مقدار $0,90$ و تحقق مرز مطلوب این شاخص که برابر ادبیات حداقل معادل $0,60$ بود، پایایی سازه رفتار تحلیل‌گری

تأیید شد. در جدول ۵ نیز برای تعیین معناداری هر یک از روابط رگرسیون در مدل ارزیابی رفتار تحلیل‌گری، مقادیر آماره C.R. و ارزش p آورده شده است، همچنین مقادیر ضریب تعیین چندگانه مدل برآزش یافته مورد بررسی قرار گرفته‌اند:

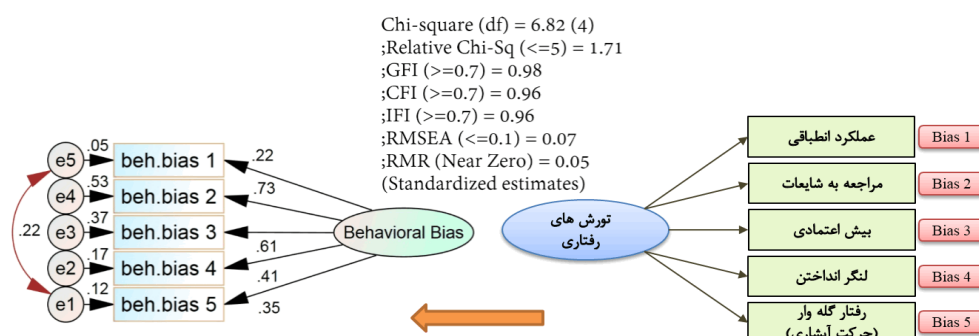
جدول ۵. نتایج آزمون معناداری روابط رگرسیون متغیر رفتار تحلیل‌گری

| R ² | معناداری | p* | t=C.R | شاخص |
|---|----------|-------|-------|--|
| ۰/۲۵ | | | | مراجعه به اطلاعیه پیش‌بینی EPS آتی شرکت |
| ۰/۴۰ | ✓ | *** | ۴/۷۴ | امکان مقایسه عملکرد شرکت با متوسط صنعت |
| ۰/۴۴ | ✓ | *** | ۴/۸۴ | امکان مقایسه عملکرد شرکت با گذشته آن |
| ۰/۴۳ | ✓ | *** | ۴/۸۲ | امکان مقایسه عملکرد شرکت با رقبا |
| ۰/۱۵ | ✓ | *** | ۳/۴۹ | دقت در حجم معاملات سهام شرکت‌ها |
| ۰/۱۴ | ✓ | *** | ۳/۴۴ | مراجعه به اطلاعات بودجه شرکت‌ها |
| ۰/۲۸ | ✓ | *** | ۴/۳۰ | توان اطلاعات برای پیش‌بینی عملکرد آینده شرکت |
| ۰/۱۱ | ✓ | ۰/۰۰۲ | ۳/۱۳ | مراجعه به الگوی معاملات سهام (نمودارها) |
| ۰/۲۳ | ✓ | *** | ۴/۰۷ | توجه به کارایی اطلاعاتی بازار |
| ۰/۱۰ | ✓ | ۰/۰۰۳ | ۲/۹۹ | مراجعه به روند قیمت‌های سهام |
| p*: وجود *** در ستون p، معادل مقادیر کمتر از ۰,۰۰۱ می‌باشد. | | | | |

با توجه به مقدار آماره C.R. و ارزش p، نشان داده شده در جدول ۵، کلیه مقادیر آماره C.R. برای شاخص‌های مدل ارزیابی رفتار تحلیل‌گری سرمایه‌گذاران خارج از بازه -۱,۹۶ تا +۱,۹۶ می‌باشند، در نتیجه فرض صفر رد می‌شود و مقادیر ارزش p کمتر از ۰,۰۵ است، یعنی روابط رگرسیون فوق در سطح اطمینانی بیش از ۹۵ درصد معنادار می‌باشند. همچنین نظر به مقادیر ضریب تعیین چندگانه، شاخص "امکان مقایسه عملکرد شرکت با گذشته" به تنهایی ۴۴ درصد از تغییرات متغیر رفتار تحلیل‌گری را تبیین می‌نماید.

با تأیید معناداری شاخص‌های متغیر رفتار تحلیل‌گری و نیکویی برآزش مدل ارزیابی مذکور، می‌توان گفت نظر به بارهای عاملی نشان داده شده در شکل ۵، شاخص‌های "امکان مقایسه عملکرد شرکت با گذشته آن (۳)"، "امکان مقایسه عملکرد شرکت با رقبا (۴)"، "امکان مقایسه عملکرد شرکت با متوسط صنعت (۲)"، "توان اطلاعات برای پیش‌بینی عملکرد آینده شرکت (۷)" و "مراجعه به اطلاعیه پیش‌بینی EPS آتی شرکت (۱)" با مقادیر بارعاملی ۰,۶۶، ۰,۶۵، ۰,۶۳، ۰,۵۳ و ۰,۵۰ به ترتیب بیشترین ارتباط را با متغیر رفتار تحلیل‌گری داشته و در واقع این متغیر را به بهترین وجه تبیین می‌نمایند.

مدل ارزیابی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران: شکل ۶ در قالب سازه‌تورس‌های رفتاری، بیانگر ۵ شاخص استخراج شده‌ی ما برای بررسی متغیر مکنون مذکور می‌باشد، در سمت چپ تصویر بارهای عاملی برازش یافته استاندارد شده (ضرایب رگرسیون استاندارد شده) قابل مشاهده است؛



شکل ۶- مدل ارزیابی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران

همچنین مقادیر شاخص‌های برازش مدل به تلخیص در شکل ۶ نشان داده شده‌اند که تماماً با کسب حد نصاب‌های مطلوب ارائه شده در جدول ۲، تأیید کننده معناداری و نیکویی برازش مدل ارزیابی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران می‌باشند.

ما ابتدا ارزش CR را برای بررسی پایایی سازه‌تورس‌های رفتاری سرمایه‌گذاران محاسبه کرده و با دستیابی به مقدار ۰.۸۱ و تحقق مرز مطلوب این شاخص (حداقل معادل ۰.۶۰)، پایایی سازه‌تورس‌های رفتاری تأیید گردید. در جدول ۶ نیز برای تعیین معناداری هر یک از روابط رگرسیون در مدل ارزیابی تورش‌های رفتاری، مقادیر آماره C.R و ارزش p آورده شده است، همچنین مقادیر ضریب تعیین چندگانه مدل برازش یافته مورد بررسی قرار گرفته‌اند:

جدول ۶- نتایج آزمون معناداری روابط رگرسیون متغیر تورش‌های رفتاری

| شاخص | t=C.R | p* | معناداری | R ² |
|--|-------|------|----------|----------------|
| لنگر انداختن (تأکید بر اطلاعات در دسترس) | ۱/۸۷ | ۰/۰۶ | x | ۰/۱۷ |
| عملکرد انطباقی (توجه به فشار نظرات اطرافیان) | ۳/۳۲ | *** | ✓ | ۰/۵۳ |
| مراجعه به شایعات | ۳/۴۵ | *** | ✓ | ۰/۳۷ |
| بیش اعتمادی | ۲/۶۸ | ۰/۰۱ | ✓ | ۰/۱۲ |
| رفتار گله‌وار (تأثیر پذیری از جو بازار) | | | | |

p*: وجود *** در ستون p، معادل مقادیر کمتر از ۰,۰۰۱ می‌باشد.

با توجه به مقدار آماره C.R و ارزش p نشان داده شده در جدول ۶، به جز شاخص "عملکرد انطباقی" که به تنهایی رابطه رگرسیونی معناداری ندارد و بر اساس مدل تحلیلی آموس با شاخص "رفتار گله‌وار" همپوشانی و امکان جایگزینی را داراست، مقادیر آماره C.R برای سایر شاخص‌های مدل ارزیابی تورش‌های سرمایه‌گذاران خارج از بازه -۱,۹۶ تا ۱,۹۶ می‌باشد، در نتیجه فرض صفر رد می‌شود و مقادیر ارزش p کمتر از ۰,۰۵ است، یعنی روابط رگرسیون فوق در سطح اطمینانی بیش از ۹۵ درصد معنادار می‌باشند. همچنین نظر به مقادیر ضریب تعیین چندگانه، شاخص "مراجعه به شایعات" به تنهایی ۵۳ درصد از تغییرات متغیر تورش‌های رفتاری را تبیین می‌نماید. با تأیید معناداری شاخص‌های متغیر تورش‌های رفتاری و نیکویی برازش مدل ارزیابی مذکور، می‌توان گفت نظر به بارهای عاملی نشان داده شده در شکل ۶، شاخص‌های "مراجعه به شایعات (۲)"، "بیش اعتمادی (۳)" و "لنگر انداختن (۴)" با مقادیر بار عاملی ۰,۷۳، ۰,۶۱ و ۰,۴۱ به ترتیب بیشترین ارتباط را با متغیر تورش‌های رفتاری داشته و در واقع این متغیر را به بهترین وجه تبیین می‌نمایند.

۶-۲- آزمون فرضیات

جهت آزمون فرضیه‌های اساسی اول، مبنی بر "قابلیت برازش رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، در قالب رفتار جستجوگری، رفتار اعتبارسنجی، رفتار تحلیل‌گری و تورش‌های رفتاری"، ۳۳ شاخص استخراج شده در ۴ سازه رفتار جستجوگری شامل ۱۲ شاخص، رفتار اعتبارسنجی شامل ۶ شاخص، رفتار تحلیل‌گری شامل ۱۰ شاخص و تورش‌های رفتاری با ۵ شاخص طی فرآیند تحلیل عاملی تأییدی بوسیله نرم‌افزار آموس (AMOS) مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. نتایج حاصل بیانگر معناداری هر یک از مدل‌های ارزیابی تبیین شده برای سنجش متغیر مطلوبشان، بوسیله شاخص‌های متعلق به سازه‌ها بود. به بیان ساده‌تر تمام شاخص‌های برازش مدل اندازه‌گیری رفتار جستجوگری، استانداردهای مربوطه را رعایت کرده و متغیر رفتار جستجوگری سرمایه‌گذاران بوسیله ۱۰ معیار باقی‌مانده در شکل شماره ۳ و با توجه به توانایی هر معیار در تبیین رفتار مذکور (براساس بارعاملی)، قابل ارزیابی و برازش است. با همین منوال رفتار اعتبارسنجی با ۶ معیار (مطابق شکل ۴)، رفتار تحلیل‌گری با ۱۰ معیار (مطابق شکل ۵) و تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران با ۵ معیار (مطابق شکل ۶) و با توجه به توانایی هر معیار در تبیین رفتارهای مذکور (براساس بارهای عاملی)، قابل ارزیابی و برازش هستند. لذا فرضیه اول پژوهش تأیید می‌گردد. برای آزمون فرضیه دوم پژوهش، مبنی بر "وجود تفاوت معنادار در میزان اهمیت رفتار جستجوگری، رفتار اعتبارسنجی، رفتار تحلیل‌گری و تورش‌های رفتاری در مدل کلی پژوهش" از آزمون رتبه‌ای فریدمن و نرم‌افزار SPSS استفاده شد. آزمون فرض بشرح ذیل است؛

$$\begin{cases} H_0 : \mu_{sea} = \mu_{val} = \mu_{ana} = \mu_{bia} \\ H_1 : \mu_{sea} \neq \mu_{val} \neq \mu_{ana} \neq \mu_{bia} \end{cases} \Leftrightarrow \begin{cases} H_0 : \\ H_1 : \end{cases}$$

فرض صفر در آزمون فریدمن مبتنی بر یکسان بودن میانگین رتبه‌ها (امتیازات) در بین گروه‌هاست، به این مفهوم که بیان می‌شود بین اقسام رفتارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تفاوت معناداری وجود ندارد و فرض یک

بیانگر وجود تفاوت معنادار در بین حداقل دو قسم از رفتارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است. نتایج آزمون رتبه‌ای فریدمن براساس امتیازات پاسخ‌دهندگان به شاخص‌های مربوطه هر متغیر در مدل کلی، طی جدول شماره ۷ ارائه شده است:

جدول ۷- نتایج آزمون رتبه‌ای فریدمن

| آماره‌های آزمون | | میانگین امتیازات | | اولویت‌بندی |
|-----------------|---------|------------------|------|-------------|
| تعداد نمونه (N) | ۱۴۰ | رفتار جستجوگری | ۲,۵۲ | سوم |
| Chi-Square | ۱۶۷,۳۸۲ | رفتار اعتبارسنجی | ۳,۴۳ | اول |
| درجه آزادی (df) | ۳ | رفتار تحلیل‌گری | ۲,۵۶ | دوم |
| Asymp. Sig | ۰,۰۰۰ | تورش‌های رفتاری | ۱,۴۹ | چهارم |

با توجه به مقادیر آماره‌های آزمون فریدمن در جدول فوق، می‌توان نتیجه گرفت که فرض صفر رد شده و در سطح اطمینان ۹۵ درصد، تفاوت معناداری در میزان اهمیت رفتار جستجوگری، رفتار اعتبارسنجی، رفتار تحلیل‌گری و تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در مدل کلی پژوهش وجود دارد. همچنین می‌توان براساس میانگین امتیازات متغیرها، اقسام رفتارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را در طی یک فرآیند مبتنی بر میزان اهمیت بدین شرح اولویت‌بندی کرد؛ ۱. رفتار اعتبارسنجی، ۲. رفتار تحلیل‌گری، ۳. رفتار جستجوگری و ۴. تورش‌های رفتاری. لذا با توجه به نتایج بدست آمده از آزمون رتبه‌ای فریدمن، فرضیه دوم پژوهش نیز تأیید می‌گردد.

۷- نتیجه‌گیری و بحث

نظر به هدف اصلی پژوهش مبنی بر شناسایی مؤلفه‌های تأثیرگذار بر رفتارهای سرمایه‌گذاری فعالان بازار سرمایه جهت ایجاد امکان توزیع عادلانه خدمت در طی فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، معیارهای مذکور با استفاده از تحلیل عاملی شناسایی و تأیید گردید، همچنین با بهره‌گیری از آزمون فریدمن، اقسام رفتارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بر اساس میزان اهمیتشان نسبت به یکدیگر، رتبه‌بندی شد. براساس تحلیل نتایج آمار توصیفی، سرمایه‌گذاران در جریان جستجوی اطلاعات بیشترین تمرکز را بر دستیابی به اطلاعات از طریق صورت‌های مالی (با میانگین امتیاز ۴,۲۰) دارند، همچنین در فرآیند جمع‌آوری اطلاعات حذف واسطه‌های اضافی با میانگین امتیاز ۴,۵۹ و افزایش سرعت دستیابی به اطلاعات با میانگین امتیاز ۴,۵۵ بیش از هر عامل دیگری حائز اهمیت است. یافته‌های ما از تحلیل نتایج آمار استنباطی (تحلیل عاملی) نشان داد که با دقت در سرعت توزیع اطلاعات بین استفاده‌کنندگان (بارعاملی ۰,۵۴)، تعداد واسطه‌های اطلاعاتی موجود در بازار (۰,۵۲)، هزینه دستیابی به اطلاعات (۰,۴۹) در کنار توجه به میزان اختصار اطلاعات با تمرکز بر محتوا و نظر خبرگان بازار، می‌توان رفتار جستجوگری اطلاعات توسط سرمایه‌گذاران را به نحو مطلوب تبیین نمود، همچنین مقادیر متوسط بارهای عاملی متغیرهای آشکار رفتار جستجوگری اطلاعات که در بازه ۰,۳

تا ۶۰٪ قرار می‌گیرند، مبین وجود عوامل تأثیر گذار دیگری بر رفتار جستجوگری (بیش از آنچه تاکنون تصور می‌شد) می‌باشند، که هر یک مکمل جزئیات بیشتری از ابعاد مختلف این رفتار خواهند بود. در مجموع نتایج نشان داد؛ سرمایه‌گذاران در مسیر جستجوی اطلاعات بیش از هر عامل دیگری خواستار افزایش سرعت دسترسی به اطلاعاتی دقیق، با هزینه‌های جمع‌آوری معقول از طریق کمترین واسطه‌های ممکن هستند.

تحلیل نتایج آمار توصیفی در رابطه با متغیر اعتبارسنجی اطلاعات، مبین اهمیت بالای قابلیت اتکای اطلاعات (اطلاعاتی که عاری از اشتباه و تمایلات جانبدارانه باشند) در قالب سه مشخصه کامل بودن (با میانگین امتیاز ۴٫۶۵)، بیان صادقانه (۴٫۵۰) و بی‌طرفی (۴٫۳۸) از نظر سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه و بعنوان یکی از زیرشاخه‌های خصوصیات کیفی مرتبط با محتوای اطلاعات در مفاهیم نظری گزارشگری مالی می‌باشد. همچنین تحلیل عاملی مدل ارزیابی متغیر پنهان مذکور، تأیید می‌نماید که شاخص‌های توصیف قابلیت اتکای اطلاعات، بخوبی جزئی از عوامل تبیین‌کننده رفتار اعتبارسنجی اطلاعات توسط سرمایه‌گذاران می‌باشند. همچنین تحلیل بارهای عاملی مدل ارزیابی رفتار اعتبارسنجی اطلاعات، نشان داد که سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند اطلاعاتی را بررسی نمایند که در ساختاری قابل فهم برایشان ارائه گردیده باشد، این بدان مفهوم است که سرمایه‌گذاران یا بدلیل طبقه‌بندی نامناسب سرفصل‌های اطلاعاتی یا بدلیل ضعف در سواد مالی، گزارشات مالی را برای تأمین نیازهای اطلاعاتی‌شان ناتوان ارزیابی می‌کنند، چرا که با توجه به بارهای عاملی، برای سنجش صحت و قابلیت اطمینان اطلاعات، باید به بی‌طرفی، کامل بودن و ارائه قابل فهم اطلاعات مالی در سرفصل‌های مناسب دقت نمود، لذا در این مسیر قوت گزارشات حسابرسان حائز اهمیت است.

تحلیل نتایج مربوط به متغیر رفتار تحلیل‌گری سرمایه‌گذاران نشان داد که استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی و فعالان بازار سرمایه، فارغ از تخصص در تحلیل‌گری اطلاعات، برای بررسی و مقایسه موقعیت‌های مختلف سرمایه‌گذاری و انتخاب بهترین بدیل‌های موجود، در دو قالب کلی بیشترین تمرکز را بر قابلیت مقایسه اطلاعات و توان پیش‌بینی‌کنندگی اطلاعات دارند، لذا در تبیین رفتار تحلیل‌گری اطلاعات توسط سرمایه‌گذاران، بیشترین مقادیر بارهای عاملی به متغیرهای توصیف‌کننده قدرت و قابلیت اطلاعات برای سنجش وضعیت مالی و عملکردی گذشته، پیش‌بینی وضعیت آتی شرکت و مقایسه مالی - عملکردی شرکت‌ها با رقبا اختصاص دارد. در فرآیند تحلیل‌گری وجود اطلاعات صحیح، به هنگام و تعامل‌پذیر (اطلاعات مالی تعامل‌پذیر: داده‌های مالی مستقل که بواسطه پیروی از قراردادهای فنی و پروتکل‌های استاندارد مانند XBRL^۱، قابلیت بکارگیری در سیستم‌های نرم‌افزاری مختلف را دارند) به بهبود سنجش و قیاس بدیل‌های مختلف سرمایه‌گذاری می‌انجامد.

همچنین تحلیل رتبه‌بندی رفتارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مبین وجود منابع اطلاعاتی فراوان در بازار سرمایه ایران می‌باشد، به این مفهوم که دستیابی به اطلاعات در بازار سخت نیست، اما آنچه اهمیت دارد، ریسک اعتماد به صحت اطلاعات است، لذا رفتار اعتبارسنجی دارای بیشترین اهمیت و رفتار جستجوگری از اولویت پایین‌تری برخوردار می‌باشد و همانطور که قابل حدس بود، اکثر سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند با بررسی‌های خودشان (چه در قالب تحلیل فردی و چه شور با خبرگان بازار)، موقعیت‌های سرمایه‌گذاری موجود را رتبه‌بندی کنند تا اینکه براساس جو بازار و فشار نظر اطرافیان تصمیم‌گیری نمایند، لذا رفتار تحلیل‌گری در اولویت دوم و تورش‌های رفتاری پایین‌ترین

میزان اهمیت را در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارد، هر چند که در بین تورش‌های رفتاری، مراجعه به شایعات و بیش اعتمادی افراد از شایع‌ترین خطاهای ادراکی محسوب می‌شود.

پژوهش ما همسو با تحقیق جاسم الاجمی (۲۰۰۹) مبین اهمیت صورت‌های مالی بعنوان یکی از مهمترین منابع اطلاعاتی در قالب رفتار جستجوگری اطلاعات بود. همچنین تحلیل سازه تحلیل‌گری اطلاعات همچون پژوهش گلیسر و وبر (۲۰۰۸)، نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در مقایسه بدیل‌های موجود برای سرمایه‌گذاری به روند قیمت‌های سهام شرکت‌ها در گذشته و الگوی معاملات توجه می‌کنند و این امر در تصمیم‌گیری ایشان تأثیرگذار بوده و می‌تواند منجر به خرید یا عدم خرید سهم شرکت گردد. ما نیز همانند سیفالهی و همکاران (۱۳۹۴) پی بردیم که رفتار توده‌وار (حرکت آبشاری) از تورش‌های رفتاری شایع در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است. ضمناً همانطور که قبل‌تر اشاره شد، میانگین متوسط بارهای عاملی سازه‌های رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، همچون پژوهش ناگی و اوبنبرگر (۱۹۹۴) مبین وجود معیارهای متعدد مؤثر بر فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، بیش از آنچه قبل‌تر تصور می‌شد، است.

پیشنهاد می‌گردد سازمان بورس بعنوان متولی امور بازار سرمایه کشور، ساز و کاری طراحی نماید تا امر پیاده‌سازی پلتفرم‌های مبتنی بر XBRL که از سال ۱۳۸۹ آهنگ فرآیند اجرایی آن نواخته شده است، تسریع و عملیاتی گردد، چرا که امروزه در بازار رقابت جهانی و در بین کشورهای توسعه‌یافته، این پلتفرم‌ها بعنوان یک راه‌حل استاندارد و الزامی برای ارائه گزارشات مالی ایده‌آل با توانایی تکنولوژیک فوق‌العاده و قابلیت توسعه‌پذیری در حال استفاده می‌باشند و تا حد قابل ملاحظه‌ای ضعف‌های فرآیند گزارشگری مالی را در راستای بهبود ارائه خدمت به مصرف‌کنندگان مرتفع نموده‌اند.

ما نیز همچون صاحب‌نظران علوم رفتاری معتقدیم که سرمایه‌گذاران در مقام انسان و در شرایط مختلف، دارای رفتارهای متنوع و بعضاً غیر قابل پیش‌بینی هستند و در پژوهش حاضر مدعی ارائه الگویی واحد از رفتارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران نیستیم، لذا محققین می‌توانند در پژوهش‌های آتی به کشف سایر ابعاد رفتاری و عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری فعالان بازار سرمایه بپردازند، همچنین پیشنهاد می‌گردد پژوهشگران با مطالعه عملیاتی بورس‌های ساختار یافته دنیا، تأثیر تغییر روش‌های ارائه خدمت در بازار بورس را بر رفتارهای سرمایه‌گذاران بررسی و تحلیل نمایند، بعنوان مثال به بررسی ابعاد استقرار پلتفرم‌های مبتنی بر XBRL بر رفتارهای گروه‌های مختلف فعالان بازار سرمایه همچون تحلیل‌گران مالی، شرکت‌ها (نهادهای مالی، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس) و... بپردازند و تأثیرات پیاده‌سازی ابعاد مختلف این پلتفرم‌ها را بر بازار سرمایه ایران مورد بررسی قرار دهند.

فهرست منابع

- * ادیمی، اعظم، (۱۳۸۳)، «اطلاع‌یابی و رفتار اطلاع‌یابی چیست؟»، مرکز اطلاعات و مدارک علمی ایران، فصلنامه اطلاع‌رسانی، دوره ۱۹، شماره ۳ و ۴، صص ۳۶-۳۱.
- * بابایی مجرّد، حسین، (۱۳۹۰)، «توجیه تأثیر عوامل روانشناختی در رفتار سرمایه‌گذاران در پرتو حل معضل عقلانیت کامل و عقلانیت محدود»، معرفت اقتصاد اسلامی، سال سوم، شماره ۱، پاییز و زمستان، صص ۳۴-۵.

- * پرهیزگار، محمد مهدی، آقاجانی افروزی، علی‌اکبر، (۱۳۹۰)، «روش‌شناسی تحقیق پیشرفته در مدیریت با رویکرد کاربردی»، انتشارات دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.
- * تهرانی، رضا، فهیمی دوآب، رکسانا، (۱۳۸۴)، «بررسی درجه اهمیت عوامل موثر بر رفتار سرمایه‌گذاران سهام عادی در تالار بورس اوراق بهادار مشهد و مقایسه تطبیقی آن با رفتار سرمایه‌گذاران در تالار بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد، دانشگاه الزهراء.
- * جاسبی، عبدالله، (بی‌تا)، «تصمیم‌گیری در مدیریت اسلامی الگوی تصمیم‌گیری الهی - عقلایی»، مجله اقتصاد و مدیریت، شماره ۲۴ و ۲۵، صص ۲۳-۵.
- * حیدری، غلام، (۱۳۸۴)، «معیارهای ارزیابی منابع اطلاعاتی الکترونیکی با تأکید بر وب‌سایت‌ها»، علوم اطلاع‌رسانی، دوره ۲۰، شماره ۳، بهار و تابستان، صص ۳۲-۱۷.
- * خادمی‌گراشی، مهدی، قاضی‌زاده، مصطفی، (۱۳۸۶)، «بررسی عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل معادلات ساختاری»، دوماهنامه علمی پژوهشی دانشگاه شاهد، سال چهاردهم (دوره جدید)، شماره ۲۳، صص ۱۲-۱.
- * داستانی، میثم، محمدی، حامد، (۱۳۹۴)، «بررسی میزان کاربرد معیارهای کیفیت اطلاعات وب در دانشجویان دانشگاه علوم پزشکی گناباد»، مجله دانشکده پیراپزشکی دانشگاه علوم پزشکی تهران (پیاورد سلامت)، دوره ۹، شماره ۳، صص ۲۲۴-۲۱۴.
- * دوئرتی، جیمز و رابرت فالتزگراف، (۱۳۸۸)، «نظریه‌های متعارض در روابط بین الملل»، ترجمه علیرضا طیب و وحید بزرگی، چاپ پنجم، قومس، تهران.
- * راعی، رضا، فلاح پور، سعید، (۱۳۸۳)، «مالیه رفتاری رویکردی متفاوت در حوزه مالی»، پژوهش‌های مالی (تحقیقات مالی)، شماره ۱۸، صص ۱۰۶-۷۷.
- * رضائیان، علی، (۱۳۷۹)، «اصول سازمان و مدیریت»، انتشارات سمت، تهران، ایران.
- * رهنمای رودپشتی، فریدون، هیتی، فرشاد، موسوی، سیدرضا، (۱۳۹۱)، «بررسی الگوی ریاضی انتخاب پرتفوی سرمایه‌گذاری مبتنی بر مالی رفتاری»، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۱۲، صص ۳۷-۱۷.
- * سعیدی، علی، فرهانیان، محمدجواد، (۱۳۹۰)، «مبانی اقتصاد و مالی رفتاری»، بورس، تهران، ایران.
- * سیف‌اللهی، راضیه، کردلوئی، حمیدرضا، دشتی، نادر، (۱۳۹۴)، «بررسی مقایسه‌ای عوامل رفتاری در سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی»، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، سال چهارم، شماره ۱۵، صص ۵۲-۳۳.
- * صفاری‌نیا، مجید، اکبری، مهرداد، (۱۳۹۱)، «پیش‌بینی رفتارهای مخاطره‌آمیز در نوجوانان و بررسی رابطه آن با منبع کنترل و سبک‌های تصمیم‌گیری»، فصلنامه پژوهش‌های روانشناسی اجتماعی، سال دوم، شماره ۶، صص ۷۶-۶۲.
- * فیلیپ کاتلر، گری آرمسترانگ، (۱۳۸۹)، «اصول بازاریابی»، ترجمه مهدی زارع، انتشارات مهرجرد، تهران.
- * کشاورز، یوسف، (۱۳۹۳)، «مدلسازی معادلات ساختاری با استفاده از آموس (AMOS)»، موسسه کتاب مهربان نشر، تهران.
- * مفاهیم نظری استانداردهای ملی گزارشگری، (۱۳۸۰)، سازمان حسابرسی ج. ا. ا.

* Al-Ajmi, J. (2009). Investors' use of corporate reports in Bahrain. *Managerial Auditing Journal*. 24(3): Pp. 266-289.

- * Bell, D.E. and Raiffa, H. (1988). Decision making: descriptive, normative, & prescriptive interactions. London, Cambridge University Press.
- * Bhargava, J.N. (1993). Economics of Information Management. New Delhi, Jampur Arihant Publishing House.
- * Curseu, P.L. Vermeulen, P.A.M. & Bakker, R.M. (2010). The psychology of entrepreneurial strategic decisions, in: Vermeulen, P.A.M. & Curseu, P.L. (eds). Entrepreneurial strategic decision making: a cognitive perspective. Edward Elgar publishing limited, Pp. 41-68.
- * Gigcus, P. Vermeulen, P.A.M. & Radulova, E. (2010). The decision-making entrepreneur: a literature review, in Vermeulen, P.A.M. & Curseu, P.L. (eds). Entrepreneurial strategic decision making: a cognitive perspective. Edward Elgar publishing limited, Pp. 11-41.
- * Glaser, M. and Weber, M. (2008). Which past returns affect trading volume? Journal of Financial Markets. 12(1): Pp. 1-31.
- * Holmes-Smith, P. Coote, L. & Cunningham, E. (2006). Structural equation modeling: From the fundamentals to advanced topics. STREAMS. Melbourne.
- * Kline, P. (1994). An easy guide to factor analysis. New York, NY: Routledge.
- * Larry, E. Pate. (1987). Improving Managerial Decision Making 9. Journal of Managerial Psychology. 2(2): Pp. 9-15.
- * Marchionini, G. (1995). Information seeking in electronic environments. New York: Cambridge University Press.
- * MC Daniel, C. Lamb, C. & Hair, J. (2000). Marketing, 5th. OH, south-western.
- * Miller, DC. And Byrnes, JP. (2001). Adolescents' decision making in social situations: A self-regulation perspective. Journal of Applied Developmental Psychology. 22(3): Pp. 56-237.
- * Mintz, A. Geva, N. Redd, S. B. & Carnes, A. (1997). The effect of dynamic & static choice sets on decision strategy: an analysis utilizing the decision board platform. American Political Science Review. 2(1): Pp. 91-113.
- * Nagy, R.A. and Obenberger, R.W. (1994). Factors influencing individual investor behavior. Financial Analysts Journal. Charlottesville. 50(4): Pp. 63-68.
- * Peng, L. and Xiong, W. (2005). Investor Attention, overconfidence and category learning. Journal of Financial Economics. 80(3): Pp. 563-602.
- * Shaver, K.G. and Scott, L.R. (1991). Person, process, choice: the psychology of new venture creation. Entrepreneurial Practice Journal. 12(3): Pp. 78-94.
- * Solomon, M. (1999). Consumer Behavior, 5th. Prentice-Hall.
- * Wilson, T.D. (2000). Human information behavior. Informing Science. 3(2): Pp. 49-56

یادداشت‌ها

¹ Opinion Leaders

² eXTensible Business Reporting Language