

فصلنامه علمی پژوهشی  
دانش مالی تحلیل اوراق بهادار  
سال یازدهم، شماره چهل ام  
زمستان ۱۳۹۷

## تأثیر عوامل فرهنگی اجتماعی بر مشارکت در بورس با تبیین نقش میانجی اعتماد (مطالعه موردی: بورس اوراق بهادار ایران)\*

محمدعلی متفکر آزاد<sup>۱</sup>

حسین اصغرپور<sup>۲</sup>

سیدعباس موسویان<sup>۳</sup>

رضا رنج پور<sup>۴</sup>

محسن امینی خوزانی<sup>۵</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۹/۰۱

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۲/۱۷

### چکیده

پژوهش حاضر با هدف بررسی الگوی ساختاری تأثیر عوامل فرهنگی و اجتماعی بر مشارکت در بورس با توجه به نقش متغیر میانجی اعتماد در بورس اوراق بهادار ایران انجام گرفت. گروه نمونه شامل ۳۹۸ نفر به روش نمونه‌گیری تصادفی مبتنی بر حجم نمونه انتخاب گردیدند. در این تحقیق متغیرهای مربوط به عوامل فرهنگی اجتماعی و مشارکت در بورس و نیز اعتماد بر اساس سه عامل ابهام‌گریزی، مخاطره‌گریزی و خوش‌بینی اندازه‌گیری شد و داده‌ها مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. به منظور بررسی آماری از روش آزمون ضریب همبستگی، رگرسیون سلسله مراتبی و مدل‌یابی معادلات ساختاری (SEM) استفاده گردید. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که هرچند بر اساس آزمون متغیرهای عوامل فرهنگی اجتماعی تأثیر برخی متغیرها مانند اعتقادات بر مشارکت در بورس رد یا مانند آموزش، درآمد و قوانین تأیید می‌شود اما از طریق آزمون بر متغیرهای اعتماد مانند خوش‌بینی، ابهام‌گریزی و مخاطره‌گریزی و تأثیر معنی‌دار و مستقیم این متغیرها بر مشارکت در بورس بر نقش تأثیرگذار متغیرهای مربوط به عوامل فرهنگی اجتماعی تأکید می‌گردد. همچنین نتایج آزمون همبستگی و مدل رگرسیون سلسله مراتبی نیز نقش اعتماد در رابطه بین عوامل فرهنگی اجتماعی و مشارکت در بورس به عنوان نقش میانجی را تأیید می‌کند. در ادامه نیز از طریق انطباق داده‌های پژوهش و مدل مفهومی، مدل معادلات ساختاری جهت بررسی میزان تأثیر عامل اعتماد به عنوان متغیر میانجی بر ارزش گردید و تأثیر معنی‌دار عوامل فرهنگی اجتماعی بر مشارکت در بورس با تبیین نقش میانجی اعتماد را نشان داد.

**واژه‌های کلیدی:** مشارکت در بورس، عوامل فرهنگی اجتماعی، اعتماد، خوش‌بینی، ابهام‌گریزی، مخاطره‌گریزی.

\*این مقاله برگرفته از رساله دکتری محسن امینی خوزانی با عنوان "بررسی تأثیر عوامل فرهنگی و اعتماد بر ریسک شرکت‌ها و میزان مشارکت در بازار بورس اوراق بهادار ایران" در دانشگاه تبریز می‌باشد.

۱- استاد گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد مدیریت و بازرگانی، دانشگاه تبریز، ایران. m.motafakker@gmail.com

۲- دانشیار گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد مدیریت و بازرگانی، دانشگاه تبریز، ایران. asgharpurh@gmail.com

۳- دانشیار گروه مدیریت و معارف اسلامی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران. samosavian@yahoo.com

۴- دانشیار گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد مدیریت و بازرگانی، دانشگاه تبریز، ایران. Reza.ranjpour@gmail.com

۵- دانشجوی دکتری اقتصاد، دانشکده اقتصاد مدیریت و بازرگانی، دانشگاه تبریز، ایران. (مسئول مکاتبات) amini\_k\_m@yahoo.com

## ۱- مقدمه

حال با عنایت به موضوع تحقیق سوال اساسی این است که آیا عوامل فرهنگی و اجتماعی بر رفتار مالی مشارکت کنندگان در بازار سرمایه موثر بوده و از طریق عامل واسطه‌ای مانند اعتماد بر این رفتار تاثیر می‌گذارند و آیا فردی که از یک طرف از اعتماد به نفس بالایی برخوردار است و از طرف دیگر عوامل اعتمادساز در بازار سرمایه را درک می‌کند جهت سرمایه‌گذاری در بازار بورس توفیق می‌یابد و آیا میزان اعتماد در ابتدای امر می‌تواند مانند محرکی در تشویق به سرمایه‌گذاری عمل کند که این موارد نشان می‌دهد بررسی عوامل فرهنگی و سنجش این عوامل بخصوص عوامل تاثیرگذار بر اعتماد در بازار سرمایه دارای اهمیت بوده و می‌تواند باعث شناخت هر چه دقیق‌تر رفتار سرمایه‌گذاران شده و در نتیجه موجبات رشد و توسعه بازار سرمایه و اقتصاد کشور را فراهم آورد. لذا میتوان عنوان نمود این پژوهش با هدف ارزیابی تاثیر عوامل فرهنگی از طریق متغیر میانجی اعتماد بر روی مشارکت سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار ایران فرصت تحقیق تجربی و عملیاتی بررسی این موارد را فراهم می‌سازد. از آنجا که عوامل تاثیرگذار بر اعتماد خوش‌بینی<sup>۲</sup>، ابهام‌گریزی<sup>۳</sup> و مخاطره‌گریزی<sup>۴</sup> میباشند در این تحقیق تاثیر عوامل فرهنگی اجتماعی بر این موارد بررسی گردیده و در ادامه بر اعتماد سرمایه‌گذاران حقیقی و ارتباط آن با مشارکت در سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه تمرکز می‌گردد تا با ورود همزمان متغیرهای عوامل فرهنگی- اجتماعی و اعتماد در مباحث مربوط به بازار سرمایه و معمای مشارکت محدود افراد در بازار بورس گامی نوآورانه در جهت روشن‌تر کردن زوایای پنهان علل این امر برداشته شود.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

دیدگاهی که در آن فرهنگ عامل تعیین کننده مهمی در موسسات اقتصادی می‌باشد از سابقه چند ده‌ساله برخوردار است. در مقاله پایه ای که در زمینه نقش فرهنگ به عنوان عامل تعیین کننده در

حرکت بازار سرمایه طی سالیان اخیر دارای نوسان و در برخی موارد رو به رشد و توسعه بوده است. برخی از شاخص‌های اصلی و مهم در بورس اوراق بهادار و سایر بورس‌ها در طی این سال‌ها حاکی از جلب اعتماد بخشی از مردم به بازار سرمایه، ابداع و تکامل ابزارهای مالی جدید، اطلاع‌رسانی، فرهنگ سازی، شفاف سازی، آموزش و نظارت عالی و بهینه بر بازار سرمایه بوده است؛ به نحوی که طی سال‌های گذشته بازار سرمایه در ایران روند تحولی طی نموده است. (رهنمای رودپشتی و زندیه، ۱۳۹۱)

برای شناسایی مسیر حرکت بازار سرمایه، بررسی نقش عوامل تاثیرگذار بر مشارکت در بازار بورس مانند عوامل فرهنگی و اجتماعی و نیز اعتماد به مطالعه و تحقیق‌هایی نیاز دارد که می‌باید براساس روشهای علمی انجام پذیرد و این مهم در فضای کنونی حاکم بر اقتصاد و بازارهای سرمایه ایران و جهان، از طریق تحلیل عوامل تاثیرگذار رفتاری تحت عنوان رفتار مالی یا مالیه - رفتاری<sup>۱</sup> می‌تواند به بررسی رفتار سرمایه‌گذاران پرداخته و سعی در شناسایی و درک دقیق و عمیق عکس‌العمل‌های آنان بنماید. در پاره‌ای از اوقات این عوامل نسبت به سایر موارد کمتر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است، در حالی که درک درست فرایندهای رفتاری و پیامدهای آن برای برنامه ریزان اقتصاد مالی از اهمیت بسیار زیادی برخوردار است و می‌تواند به آنها در جهت تدوین استراتژی‌ها و تجهیز و تخصیص منابع مالی کمک شایانی کند. لذا با توجه به اینکه بورس اوراق بهادار یکی از ارکان بازار سرمایه و اقتصاد کشور است و رشد و توسعه این بازار، توسعه اقتصاد ملی را به همراه خواهد داشت، می‌بایستی با شناخت بیشتر تاثیر عوامل فرهنگی و اعتماد، به ذهنیات درونی و در نتیجه رفتارهای بیرونی افراد (سرمایه‌گذاران آتی) به صورتی علمی و حساب شده پی برد و موجبات تشخیص بهینه دیدگاه‌ها، حالات و رفتار سرمایه‌گذاران گردید.

سرمایه) بهره‌برداری کند(رهنمای رودپشتی و زندیه، ۱۳۹۱).

برای تحلیل اعتماد در رفتار اقتصادی عوامل کلی تأثیر گذار بر آن از جمله خوش‌بینی، ابهام‌گریزی و مخاطره‌گریزی بررسی می‌گردد. خوش‌بینی سطح حسن ظنی است که مردم نسبت به مشارکت در یک فعالیت اقتصادی دارند مبنی بر اینکه به رفتار دیگران طبق آنچه می‌گویند خوش بین هستند. خوش‌بینی می‌تواند به مردم کمک کند تا مقدار کمی پول را در یک سرمایه‌گذاری مالی به کار بگیرد یا در مورد دیگری استفاده کنند. همچنین می‌توان گفت این‌گونه سرمایه‌گذاری با توجه به تصویر ذهنی ایده آل خود از فعالیت آن بخش اقتصادی می‌باشد. در حقیقت این افراد میان ذهنیت مطلوب خود و تصویر واقعی آن فعالیت، انطباقی خوش‌بینانه را صورت می‌دهند و در نهایت اقدام به مشارکت در آن فعالیت اقتصادی می‌نمایند. مخاطره‌گریزی اصطلاحی در علم اقتصاد و علوم مالی است، که به معنای ترجیح پذیرش ریسک کم‌تر می‌باشد. تمایل فردی و درونی انسان‌ها (سرمایه‌گذاران و معامله‌گران) در مواقع عدم قطعیت، جلوگیری از ریسک غیرضروری است. این نوع ریسک، فردی و درونی است، چرا که سرمایه‌گذاران متفاوت، تعریف متفاوتی از ریسک غیرضروری دارند.(فرناندز، ۲۰۰۹) سرمایه‌گذاری که به دنبال بازده بیشتری است، ریسک‌های ضروری بیشتری را می‌پذیرد، ولی سرمایه‌گذاری که به دنبال بازده کم‌تری است، استراتژی سرمایه‌گذاری خود را بی‌پروا و بدون دقت زیاد انتخاب می‌کند؛ بنابراین یک سرمایه‌گذار منطقی که ریسک‌گریز نیز می‌باشد، اگر دو سرمایه‌گذاری با بازده یکسان و ریسک متفاوت برای انتخاب داشته باشد، سرمایه‌گذاری با ریسک کم‌تر را انتخاب خواهد کرد. به بیان ساده ریسک‌گریزی در مقابل مخاطره‌پذیری و به معنای عدم تمایل به معامله‌ای پرسود ولی با ریسک بالا و ترجیح دادن معامله‌ای با سود کم‌تر، ولی امنیت بیشتر می‌باشد. ابهام‌گریزی در تئوری تصمیم‌گیری و اقتصاد یک اولویت برای خطرات

شکل‌گیری موسسات مالی و رفتار آنها انجام شد. <sup>۵</sup> در سال ۱۹۹۴ به نقش اعتقادات برآمده از فرهنگ‌های متنوع دو جامعه در رفتارهای مالی و تجاری آنها پرداخت. در پژوهش‌های گوئیسو و همکارانش <sup>۶</sup> طی یک دهه اخیر چنین بیان گردید که جهت بررسی رفتار مالی افراد در بازار سرمایه و بورس نقش عوامل فرهنگی و اجتماعی با اهمیت می‌باشد. ایشان در پژوهشی که در سال ۲۰۰۸ انجام دادند به بررسی تأثیر عوامل فرهنگی و اجتماعی بر اعتماد و در ادامه تأثیر آنها بر مشارکت افراد در بورس اوراق بهادار پرداختند. همچنین آنها طی تحقیقات در کشورهای مختلف دریافته‌اند که ضعف در اعتماد مهمترین عامل مشارکت محدود در بورس می‌باشد. ارتباط عوامل اجتماعی فرهنگی و عوامل موثر بر اعتماد با میزان مشارکت افراد در بورس از نتایج تحقیقات ایشان در کشورهای مورد مطالعه بود که لزوم تحقیق بیشتر در کشورهای دیگر را نشان داد.

عرب‌صالحی در سال ۲۰۱۲ نیز اعتماد را به عنوان یکی از عواملی که بر رفتارهای اقتصادی و مالی تأثیرگذار می‌باشد در نظر گرفت. از نظر ایشان اعتماد بنیان شخصی‌ترین روابط است و روابط یک عامل مهم تعیین‌کننده رفتار انسان است. اعتماد همچنین می‌تواند به مردم اطمینان دهد تا مقدار کمی پول را در یک سرمایه‌گذاری مالی به کار بگیرد یا در مورد دیگری استفاده کند. اعتماد می‌تواند بر رفتار افراد جهت ورود به سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه موثر باشد. افرادی که دارای میزان اعتماد به نفس کمی باشند، بیشتر به سرمایه‌گذاری‌هایی رو می‌آورند که از میزان اتفاق حتمی بیشتری برخوردار باشد (جی درزی<sup>۷</sup>، ۲۰۱۲). چرا که هر چه فرد اعتماد به نفس بالاتری داشته باشد، در رابطه با این موارد، با اطمینان بیشتری ورود می‌کند زیرا به خود و قابلیت‌هایش اعتماد دارد و در نهایت این ذهنیت، وی را وارد بازارهایی می‌کند که بتواند از نیروها و پتانسیل‌های درونی خود در جهت مناسب (مثلاً ورود به بازار

پس‌انداز گروه‌های مختلف بازی می‌کند. (گوئیسو و همکاران، ۲۰۰۴)

گوئیسو و همکاران طی تحقیق دیگری در سال ۲۰۰۸ تاثیر اعتماد بر مشارکت در بورس را مورد مطالعه قرار دادند. آنها بررسی نمودند که اعتماد در تصمیم‌گیری خریداری سهام تاثیر دارد، همچنین سرمایه‌گذاری در بورس تحت تاثیر عواملی که باعث ابهام می‌شوند مانند امکان تقلب می‌تواند تحت تاثیر قرار گیرد. مشارکت در بورس تابعی از مشخصات هدفمند سهام و ویژگی‌های رفتاری سرمایه‌گذار است. افراد با سطح اعتماد پایین به بورس و سهام کمتر تمایل به خرید سهم دارند و یا به طور مشروط اقدام به خرید سهام می‌نمایند و در نتیجه خرید سهام کمتری خواهند داشت. در هلند و ایتالیا همانند تحقیق‌های که در بین کشورهای مختلف انجام شده است، این تحقیق به شواهد موثر دست یافته است که ضعف در اعتماد مهمترین عامل در ارتباط با معمای مشارکت محدود در بورس می‌باشد.

آدام ان جی و همکاران<sup>۸</sup> در سال ۲۰۱۵ طی پژوهشی به بررسی رفتار اخلاقی و اعتماد در رابطه با بازار سهام رشد پرداختند. ایشان نتیجه گرفتند که تاثیر بازار سهام نقدی که در آن سطح بالایی از رفتار اخلاقی و اعتماد وجود دارد در رشد تولید ناخالص داخلی و بهره‌وری کل عوامل تولید در دوره مورد مطالعه پس از بحران مالی ۲۰۰۸ مثبت و معنی‌دار بوده است.

کنستانتینوس و همکاران<sup>۹</sup> در سال ۲۰۱۵ در یک تحلیل تجربی به رابطه ابهام‌گریزی و مشارکت در بازار سهام پرداختند. در مدل‌های نظری انتزاعی انتخاب پرتفوی پیش‌بینی می‌شود که با افزایش ابهام، تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام کاهش یابد. اگرچه این فرضیه ناشی از ادبیات نظری موجود است، کمتر کار تجربی جهت بررسی این امر انجام گرفته است. ایشان با آزمایش این فرضیه، اندازه‌گیری مشارکت با استفاده از جریان صندوق سهام و ابهام بر اثر پراکندگی در پیش‌بینی‌های تحلیل در مورد بازده

شناخته شده بیش از خطرات ناشناخته است. بر اساس مفهوم ابهام‌گریزی یک فرد ترجیح می‌دهد در انتخاب بین یک مورد که در آن توزیع احتمال از نتایج شناخته شده و در مقابل مورد دیگر که در آن بیش از یک احتمال ناشناخته وجود دارد شناخته شده را انتخاب نماید. به طور کلی دو دسته از حوادث جهت انتخاب وجود دارد: رویدادهای مخاطره‌آمیز و موارد ابهام‌آمیز. در حوادث مخاطره‌آمیز یک توزیع احتمال شناخته شده وجود دارد در حالی که در حوادث مبهم توزیع احتمال شناخته شده نیست. (گوئیسو و همکاران، ۲۰۰۸)

یکی دیگر از عواملی که میتواند بر رفتار مالی تاثیر گذار باشد فرهنگ و موارد مربوط به آن از جمله اعتقادات است. فرهنگ می‌تواند بر دانش اقتصاد مالی در سطح بنگاه‌های اقتصادی و توسعه آن حداقل در سه مسیر تاثیر بگذارد. مسیر اول ارزش‌هایی است که بر یک کشور یا گروه در نتیجه اثرگذاری فرهنگ بر آنها حاکم است. به طور مثال، پرداخت بهره می‌تواند در یک مذهب گناه تلقی شود و در دیگری خیر. مسیر دوم، فرهنگی است که بر نهادها و موسسات اثرگذار است. به طور مثال، ارزش‌های فرهنگی و اولویت‌های دینی بر شکل‌گیری سیستم حقوقی و قانونی موسسات یک کشور نافذ است. (ناظمی اردکانی، ۱۳۹۰)

مسیر سوم، فرهنگی است که بر تخصیص منابع در اقتصاد یک کشور تاثیر می‌گذارد. مذاهبی که به تشویق و ترغیب صرف پول‌ها در حوزه‌های خاصی از اقتصاد می‌پردازند، منابع را به سرمایه‌گذاری در برخی بخشهای تولیدی سوق می‌دهند یا از سرمایه‌گذاری در برخی دیگر از بخش‌های تولید دور می‌نمایند. (الحاجیه، ۲۰۱۱) در تحقیقات سالهای اخیر نیز سطح ایمان نسبی در کشورهای اروپایی برای آزمون اثر ایمان بر مبادله دو طرفه بهره گرفته شد. خروجی پژوهش آنها حاکی از آن بود که ایمان بالاتر منجر به شکل‌گیری حجم مبادلات بیشتر بین کشورهای می‌شود. در مطالعه‌ای دیگر از سوی این پژوهشگران مذهب نقش مهمی در بروز رفتار مالی و

باشند. پس از مشخص شدن افشای تقلب به دلیل تعطیلی شرکت آرتور آندرسن، ایالت‌های با مشتریان بیشتر آرتور آندرسن کاهش بیشتر مشارکت در بازار سهام را تجربه کردند. آنها شواهدی ارائه دادند که افشای مستند به احتمال زیاد منجر به از دست دادن اعتماد در بازار سهام می‌شود.

یوان دانگ<sup>۱۲</sup> در سال ۲۰۱۶ طی تحقیق خود با عنوان غلبه بر ابهام اطلاعات و تأثیر مومنتوم در بازار سهام چین دریافتند که عدم اطمینان و ابهام در اطلاعات بر مومنتوم در بازار سهام تأثیر می‌گذارد. ایشان با روش رگرسیون مقطعی اثر ابهام در اطلاعات را بر ناهنجاری‌های مالی در بازار سهام بررسی نمودند و چنین نتیجه گرفتند که با چشم انداز ابهام اطلاعات ناهنجاری‌های مالی مانند اثر مومنتوم در بازار سهام را می‌توان توضیح داد همچنین عنوان نمودند هنگامی که سرمایه‌گذاران با ابهام اطلاعات مواجه می‌شوند موجب انحراف رفتاری از عقلانیت سرمایه‌گذاری شده و در نهایت باعث تأثیر مومنتوم در بازار سهام میگردد و در همین حال سرمایه‌گذاران در مواجهه با ابهام اطلاعات تقاضای حق بیمه برای ابهام‌گریزی در چارچوب نظری حق بیمه‌های ابهام و ریسک را می‌نمایند.

طهرانی در سال ۱۳۸۵ به بررسی رابطه اعتماد بیش از حد سرمایه‌گذاران انفرادی و حجم مبادلات آن‌ها در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. او بر این اساس بیان کرد که هر چقدر اعتماد بیش از حد سرمایه‌گذاران بالاتر باشد، حجم مبادلات بیشتر است.

رهنمای رودپشتی و همکاران در سال ۱۳۸۷ برخی از نظریه‌های مالی رفتاری و دلایل حمایت خود از روش تحلیل تکنیکی را مورد بحث قرار داده و وجود اخلاص‌های غیرمعمول در بورس تهران را آزمودند. نتایج نشان داد که قیمت اوراق بهادار بدلیل اخلاص‌های مذکور، قابلیت مدل‌سازی رفتاری دارد و همچنین داده‌های روش تحلیل تکنیکی مبتنی بر فرضیه‌های مالی رفتاری را می‌توان برای پیش‌بینی قیمت اوراق بهادار، مدل‌سازی کرد.

کل را بررسی نمودند. نتایج نشان می‌دهد که، با فرض کنترل عوامل دیگر که بر جریان تأثیر می‌گذارد، افزایش ابهام با خروج از صندوق‌های سهام در ارتباط است. علاوه بر این، با استفاده از داده‌ها از سازمان امور مالی مصرف‌کننده، نتیجه گرفتند که با احتمال قابل توجهی، افزایش ابهام به کاهش سرمایه‌گذاری سهام در یک خانواده متوسط منجر می‌شود.

استفانی رودنیس و همکاران<sup>۱۰</sup> در سال ۲۰۱۶ در تحقیق خود با عنوان آیا فرهنگ ملی شدت ارتباطات نوسانات در بازارهای سرمایه بین‌المللی را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟ دریافتند که نزدیکی فرهنگی می‌تواند ارتباط نوسانات در سراسر بازارهای سهام ملی مورد بررسی را تشدید نماید. ایشان با استفاده از داده‌های روزانه در شاخص‌های بازار سهام ملی برای یک نمونه از ۴۹ کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه، دریافتند که اندازه‌گیری فاصله فرهنگی ارتباط معکوس با قدرت مربوط به نوسانات بازگشت بین جفت کشورها در بازارهای سرمایه دارد. آنها همچنین به شواهدی دست یافتند که فرهنگ ملی بسیار مهم است زمانی که یک پایه سرمایه‌گذاری مشترک بین دو بازار با سرمایه‌گذاری دوجانبه گسترده تر وجود دارد. این تحقیق نشان می‌دهد که زمانی که یکی بازار در یک جفت کشور نسبتاً کمتر باز از بازار دیگری از نظر فعالیت تجارت خارجی وجود دارد و فاصله فرهنگی بین آنها بیشتر باشد این عامل ارتباط نوسانات را تضعیف خواهد کرد.

ماریاس سانتا و ترسی<sup>۱۱</sup> در سال ۲۰۱۶ در پژوهش خود با عنوان رسوایی‌های شرکت‌ها و مشارکت خانوارها در بازار سهام نشان دادند که پس از افشای تقلب شرکت‌ها در یک ایالت، مشارکت خانوار در بازار سهام آن ایالت کاهش می‌یابد و خانوارها دارایی‌های فاسد و غیرقانونی را کاهش می‌دهند. وجود شرکت‌های جعلی در یک ایالت، موجب آن می‌شود که خانوارهای با تجربه زندگی بیشتر با توجه به تقلب در شرکت‌های کوچک، حتی اگر سهام خود را در شرکت‌های جعلی نگه‌دارند مالکیت سهام کمتری داشته

مخاطره‌گریزی: یکی از عوامل اعتماد که بر اساس سوالات ۹ الی ۱۵ پرسشنامه تعیین گردید.

ابهام‌گریزی: یکی از عوامل اعتماد که بر اساس سوالات ۱۶ الی ۲۰ پرسشنامه مشخص شد.

خوش‌بینی: یکی از عوامل اعتماد که بر اساس سوالات ۲۱ الی ۲۷ پرسشنامه تعیین گردید.

عوامل فرهنگی و اجتماعی: که تاثیر آن به صورت مستقیم و غیر مستقیم بر مشارکت در بورس بررسی گردیده و بر اساس سوالات ابتدایی و نیز سوالات ۱ الی ۸ پرسشنامه تعیین گردیدند.

مشارکت در بورس: میزان سرمایه‌گذاری و فعالیت در بازار بورس اوراق بهادار میباشد که بر اساس سوالات بخش مربوط به مشارکت در پرسشنامه تعیین گردید.

#### ۵- روش‌شناسی پژوهش

در این تحقیق به بررسی تاثیر عوامل فرهنگی - اجتماعی بر مشارکت در بورس با تبیین نقش میانجی اعتماد در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. تحقیق حاضر از نظر طبقه‌بندی بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی می‌باشد و با توجه به روش، تحقیق میدانی توصیفی است. جامعه آماری این تحقیق اشخاص حقیقی مشارکت کننده در بورس اوراق بهادار ایران طی سال ۱۳۹۵ تشکیل می‌دهند.

در این تحقیق گردآوری داده‌ها به شکل میدانی انجام شده است. در این مرحله داده‌ها از طریق پرسشنامه جمع‌آوری شده‌اند. برای ساخت پرسشنامه از پرسشنامه گوئیسو و همکاران در سال ۲۰۰۸ استفاده و نظرات اساتید و خبرگان جهت بومی‌سازی آن با شرایط اجتماعی فرهنگی جامعه ایران اعمال و از مقیاس لیکرت ۵ درجه‌ای جهت پاسخگویی به سوالات پرسشنامه استفاده شده است. از خصوصیات مهم این مقیاس، گسترش بخشیدن به حوزه انتخاب پاسخگویی و فراهم آوردن گزینه‌های بیشتر برای آن می‌باشد. این پرسشنامه شامل گویه‌ها و سولاتی بود که برخی

هیبتی و همکاران در سال ۱۳۹۰ در تحقیقی براساس دو فرضیه بیش واکنش و عدم قطعیت اطلاعات، به ارزیابی و تبیین رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سهام ایران در دوره زمانی دو ساله اردیبهشت ۱۳۸۷ تا اردیبهشت ۱۳۸۹ پرداختند. یافته‌های پژوهش ایشان، سازگاری بازدهی سهامداران با دو فرضیه تحقیق و در نتیجه افزایش عدم قطعیت بازار در برخی سهام و همچنین بیش‌واکنش سهامداران را در بعضی از صنایع بورسی مورد بررسی در هنگام انتشار اخبار بروز و یا خروج بحران مالی جهانی به اثبات می‌رساند.

#### ۳- فرضیه‌های پژوهش

##### فرضیه اصلی

- عوامل فرهنگی - اجتماعی بر مشارکت افراد در بورس اوراق بهادار با در نظر گرفتن نقش متغیر میانجی اعتماد دارای تاثیر معنی‌داری می‌باشد.

##### فرضیه‌های فرعی

- ۱) عوامل فرهنگی - اجتماعی بر مشارکت افراد در بورس اوراق بهادار دارای تاثیر معنی‌داری می‌باشد.
- ۲) عوامل فرهنگی - اجتماعی بر اعتماد دارای تاثیر معنی‌داری می‌باشد.
- ۳) اعتماد بر مشارکت افراد در بورس اوراق بهادار دارای تاثیر معنی‌داری می‌باشد.

#### ۴- الگو و متغیرهای پژوهش

در این پژوهش با توجه به فرضیه‌های فوق، الگو و متغیرهای تحقیق به صورت زیر هستند:

متغیر مستقل: عوامل فرهنگی - اجتماعی

متغیر وابسته: مشارکت در بورس

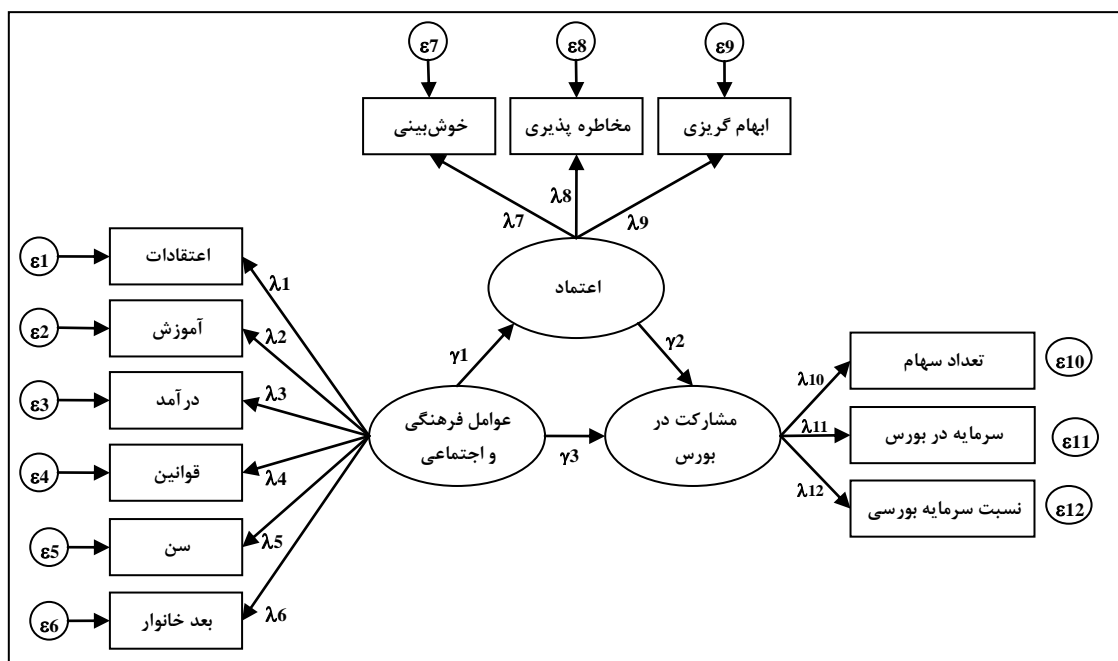
متغیر واسطه: اعتماد

اعتماد: میزان اطمینان فرد به مشارکت و سرمایه‌گذاری در بورس که براساس عوامل مربوطه از جمله مخاطره‌گریزی، ابهام‌گریزی و خوش‌بینی تعیین گردید.

به کار گرفته شد. در ادامه با توجه به محدود بودن تعداد اعضای جامعه با استفاده از فرمول کوکران حجم نمونه برای مدل ۳۸۵ تعیین که با توجه به امکان حذف برخی از پرسشنامه‌ها به دلیل نواقص احتمالی، در نهایت تعداد ۳۹۸ پرسشنامه از افراد حقیقی مشارکت کننده در بازار بورس اعم از سرمایه گذاران واقعی و افراد مرتبط با شرکت های کارگزاری و سرمایه گذاری و نیز افراد حقیقی سرمایه گذار در بورس و فعال در بازار غیر رسمی سرمایه تهران تکمیل و جمع‌آوری گردید.

ویژگی‌های فردی را به همراه عوامل اعتماد، خوش‌بینی، ابهام‌گریزی و مخاطره‌گریزی، عوامل فرهنگی و اجتماعی و مشارکت در بورس تعیین نمود. روایی پرسشنامه بر اساس نظر اساتید و خبرگان تایید و پایایی آن از طریق محاسبه آلفای کرونباخ<sup>۱۳</sup> (۰,۷۹۷) برای یک نمونه اولیه تایید گردید.

همچنین حجم نمونه با توجه به جامعه آماری (مشارکت‌کنندگان در بورس) که حجم آن محدود و متناهی است از نمونه‌گیری ساده بدون جایگذاری استفاده گردید. که با توجه به شانس یکسان همه افراد در هنگام نمونه‌گیری روش نمونه‌گیری تصادفی ساده



شکل ۱- الگوی مفهومی تحقیق

مدل شامل متغیرهای مشارکت در بورس (Market Participation)، اعتماد (Trust)، درآمد (Income)، ترکیب سن (Age)، سطح سواد و آموزش (Education)، عوامل فرهنگی (Cultural) اندازه خانواده "بعد خانوار" (Household Size) و تغییرات معنادار در قوانین و شرایط بازار سرمایه (Law) که در مدل منظور می‌شوند. جهت برآورد مدل فوق و تحلیل روابط بین متغیرها از نرم افزارهای SPSS, AMOS با استفاده از

برای برآورد تأثیر اعتماد بر مشارکت سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار ایران براساس روش مدل معادله ساختاری<sup>۱۴</sup> (SEM) تأثیر عوامل فرهنگی اجتماعی بر اعتماد تحلیل و سپس تأثیر آنها بر مشارکت افراد در بورس از مدل زیر براساس پژوهش گویسو و همکاران (۲۰۰۸) استفاده می‌شود.

$$\text{Market Participation} = f(\text{Trust, Income, Age, Education, Cultural, Household, Size, Law})$$

۶- یافته‌های پژوهش

فرضیه اول در مورد رابطه بین عوامل فرهنگی - اجتماعی و مشارکت در بورس است. جدول شماره ۱ نتایج این آزمون با استفاده از آزمون ضریب همبستگی را نشان می‌دهد.

فرضیه دوم در مورد رابطه بین عوامل فرهنگی - اجتماعی و اعتماد است. جدول شماره ۲ نتایج این آزمون با استفاده از آزمون ضریب همبستگی را نشان می‌دهد.

فرضیه سوم در مورد رابطه بین اعتماد و مشارکت در بورس است. جدول زیر نتایج این آزمون با استفاده از آزمون ضریب همبستگی را نشان می‌دهد:

داده‌های جمع‌آوری شده استفاده می‌شود. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش‌های مختلف توصیفی (برای متغیرهایی مانند جنسیت و...) و استنباطی استفاده می‌شود. یکی از قوی‌ترین و مناسب‌ترین روش‌های تجزیه و تحلیل در تحقیقات علوم رفتاری، مدل معادلات ساختاری (SEM) است، زیرا ماهیت این‌گونه موضوعات، چند متغیره بوده و نمی‌توان آن‌ها را با شیوه دو متغیری حل نمود. این روش یا متدولوژی، ترکیب ریاضی و آماری پیچیده‌ای از چند رگرسیون چند متغیره است که در یک سیستم پیچیده گرد هم آمده تا پدیده پیچیده‌ای را مورد تجزیه و تحلیل قرار دهد.

جدول ۱- نتیجه آزمون فرضیه فرعی اول

مشارکت در بورس		عوامل فرهنگی - اجتماعی
P-value	ضریب همبستگی	
۰,۹۴۴	۰,۰۰۴	اعتقادات
۰,۰۰۰۱ ***	۰,۲۸۷	آموزش
۰,۰۰۰۱ ***	۰,۸۰۸	درآمد
۰,۰۴۱ **	۰,۱۰۳	قوانین
۰,۰۰۰۱ ***	-۰,۱۹۳	سن
۰,۳۸۰	۰,۰۴۴	بعد خانوار

\*\*\* معنی‌دار در سطح ۵ درصد  
 ماخذ: یافته‌های تحقیق

جدول ۲- نتیجه آزمون فرضیه فرعی دوم

اعتماد						عوامل فرهنگی - اجتماعی
ابهام‌گریزی		مخاطره‌پذیری		خوش‌بینی و حسن‌ظن		
P-value	ضریب همبستگی	P-value	ضریب همبستگی	P-value	ضریب همبستگی	
۰,۰۰۰۱ ***	۰,۴۸۷	۰,۰۰۰۱ ***	۰,۱۹۰	۰,۰۰۰۱ ***	۰,۶۰۲	اعتقادات
۰,۰۴۲ ***	-۰,۱۰۲	۰,۰۰۷ ***	-۰,۱۳۶	۰,۴۶۹	۰,۰۳۶	آموزش
۰,۰۶۷	۰,۰۹۲	۰,۰۰۰۱ ***	۰,۲۳۲	۰,۰۱۶ ***	۰,۱۲۱	درآمد
۰,۰۰۰۱ ***	۰,۴۰۹	۰,۰۶۷	۰,۰۹۲	۰,۰۰۰۱ ***	۰,۵۵۸	قوانین
۰,۱۷۰	۰,۰۶۹	۰,۰۱۹ ***	-۰,۱۱۷	۰,۹۶۷	-۰,۰۰۲	سن
۰,۴۴۳	-۰,۰۳۹	۰,۰۰۰۱ ***	-۰,۲۱۰	۰,۰۹۲	۰,۰۸۴	بعد خانوار

\*\*\* معنی‌دار در سطح ۵ درصد  
 ماخذ: یافته‌های تحقیق



جدول ۳- نتیجه آزمون فرضیه فرعی سوم

مشارکت در بورس		اعتماد
P-value	ضریب همبستگی	
*** ۰,۰۰۰۱	۰,۶۲۳	خوش بینی و حسن ظن
*** ۰,۰۰۰۱	۰,۹۲۸	مخاطره پذیری
*** ۰,۰۰۰۱	۰,۷۱۴	ابهام‌گریزی

\*\*\* معنی‌دار در سطح ۵ درصد

ماخذ: یافته‌های تحقیق

اعتماد وارد شده است. لازم به ذکر است که در هر دو مرتبه متغیر وابسته مشارکت در بورس است. ابتدا ضریب همبستگی بین متغیرهای پژوهش را محاسبه کرده و روابط بین متغیرها را بررسی می‌کنیم. نتایج به صورت جدول ۴ می‌باشد. جدول شماره ۴ نشان‌دهنده ضریب همبستگی متغیرهای پژوهش است. در بررسی روابط نشانگر رابطه معنی‌دار بین عوامل فرهنگی - اجتماعی و مشارکت در بورس و اعتماد است. نتایج برازش رگرسیون سلسله مراتبی به صورت جدول شماره ۵ می‌باشد.

فرضیه اصلی تحقیق به صورت زیر است: "عوامل فرهنگی - اجتماعی بر مشارکت افراد در بورس با در نظر گرفتن نقش متغیر میانجی اعتماد دارای تاثیر معنی‌داری می‌باشد." برای بررسی این فرضیه بدلیل وجود متغیر میانجی از رگرسیون سلسله مراتبی بارون و کنی استفاده شده است (آیکن و وست ۱۹۹۱، ۱۵). در این روش مدل رگرسیون دو مرتبه برازش می‌شود که در مرتبه اول متغیر عوامل فرهنگی - اجتماعی وارد شده است و در مرتبه دوم متغیرهای عوامل فرهنگی - اجتماعی و

جدول ۴- ماتریس همبستگی متغیرهای پژوهش

مشارکت در بورس	اعتماد	عوامل فرهنگی - اجتماعی	متغیر
			عوامل فرهنگی - اجتماعی
		ضریب همبستگی	
		P-value	
		۰,۳۹۶	اعتماد
		*** ۰,۰۰۰۱	
		P-value	
	۰,۸۲۱	۰,۲۷۸	مشارکت در بورس
	*** ۰,۰۰۰۱	*** ۰,۰۰۰۱	
		P-value	

\*\*\* معنی‌دار در سطح ۵ درصد

ماخذ: یافته‌های تحقیق

جدول ۵- نتایج برازش مدل

P-Value	آماره F	انحراف استاندارد	r <sup>2</sup> تعدیل شده	r <sup>2</sup>	مرتب
۰,۰۰۰۱	۳۳,۲۸۵	۰,۵۴۶	۰,۰۷۵	۰,۰۷۸	اول
۰,۰۰۰۱	۱۶,۶۳۱	۰,۵۴۷	۰,۳۷۳	۰,۳۷۸	دوم

متغیر مستقل مرتبه اول: عوامل فرهنگی - اجتماعی متغیرهای مستقل مرتبه دوم: عوامل فرهنگی - اجتماعی و اعتماد

متغیر وابسته: مشارکت در بورس

ماخذ: یافته‌های تحقیق



جدول ۶- ضرایب مدل رگرسیون سلسله مراتبی

مرتبۀ	متغیر	$\beta$	انحراف استاندارد	آماره $t$	P - Value
اول	ثابت مدل	۱,۱۶۰	۰,۲۰۲	۵,۷۴۴	۰,۰۰۰۱
	عوامل فرهنگی - اجتماعی	۰,۵۱۷	۰,۰۹۰	۵,۷۶۹	۰,۰۰۰۱
دوم	ثابت مدل	۱,۱۲۲	۰,۲۵۸	۴,۳۵۷	۰,۰۰۰۱
	عوامل فرهنگی - اجتماعی	۰,۳۰۸	۰,۰۵۹	۵,۱۹۸	۰,۰۰۰۱
	اعتماد	۰,۳۲۰	۰,۰۹۹	۳,۲۳۵	۰,۰۰۰۱

متغیر وابسته: مشارکت در بورس

ماخذ: یافته‌های تحقیق

بهادار دارند لیکن از طریق تاثیر این عوامل بر عوامل اعتماد از قبیل خوش بینی، ابهام‌گریزی و مخاطره‌گریزی و نیز تاثیر عوامل اعتماد بر مشارکت افراد در بورس نتیجه می‌گردد عوامل فرهنگی-اجتماعی از طریق متغیر واسطه اعتماد بر مشارکت افراد در بورس تاثیر پراهمیت تری دارد. پس در مجموع می‌توان گفت فرضیه اصلی پذیرفته می‌شود یعنی "عوامل فرهنگی - اجتماعی بر مشارکت افراد در بورس با در نظر گرفتن متغیر میانجی اعتماد دارای تاثیر معنی‌داری می‌باشد."

#### بررسی مدل ساختاری پژوهش

این تکنیک در واقع یک تحلیل چند متغیری کلی و نیرومند از رگرسیون چند متغیری می‌باشد که مجموعه‌ای از معادلات رگرسیون را هم زمان مورد آزمون قرار می‌دهد. به بیان دیگر بسط مدل خطی کلی می‌باشد.

در مدل معادلات ساختاری میزان انطباق داده‌های پژوهش و مدل مفهومی بررسی می‌شود، که نشان می‌دهد برازش تا چه اندازه مناسب بوده است. همچنین معنی‌داری روابط در مدل برازش یافته نیز مورد آزمون واقع می‌شود. برای این بخش تحلیل، از نرم‌افزار Amos استفاده شده است. بررسی میزان تأثیر متغیر مستقل بر وابسته و همچنین آزمون برازندگی مدل هدف این بخش می‌باشد. مدل برگرفته از مبانی نظری است. هر کدام از فلش‌ها نشان از بار عاملی یا وزن عاملی دارد. بار عاملی همبستگی و میزان باری

برای آزمون تاثیر عوامل فرهنگی - اجتماعی بر مشارکت در بورس با توجه به نقش میانجی اعتماد از طریق رگرسیون سلسله مراتبی و برای اینکه متغیری نقش میانجی داشته باشد، باید الف: بین متغیر میانجی و متغیر مستقل همبستگی معنی‌دار باشد. ب: بین متغیر میانجی و متغیر وابسته همبستگی معنی‌دار باشد. ج: با بررسی اثر متغیر میانجی رابطه بین متغیر مستقل و متغیر وابسته تضعیف شود.

جدول ۴ نشان می‌دهد همبستگی معنی‌داری بین متغیر میانجی اعتماد و متغیر مستقل عوامل فرهنگی - اجتماعی وجود دارد. همچنین نشان می‌دهد بین متغیر میانجی اعتماد و متغیر وابسته مشارکت در بورس نیز همبستگی معنی‌داری وجود دارد. جدول ۵ نیز نشان می‌دهد که متغیر عوامل فرهنگی - اجتماعی به تنهایی در مرتبه اول ۷,۵ درصد و در مرتبه دوم عوامل فرهنگی اجتماعی و اعتماد در مجموع ۳۷,۳ درصد واریانس مشارکت در بورس را تبیین می‌کنند. در نتیجه ورود متغیر میانجی یعنی اعتماد به معادله رگرسیون ضریب تعیین را به میزان قابل توجهی افزایش می‌دهد. جدول ۶ نیز ضرایب مدل رگرسیون سلسله مراتبی نیز نشان می‌دهد با توجه به تغییرات ضریب رگرسیون بر اثر حضور متغیر میانجی می‌توان نتیجه گرفت که اعتماد در رابطه بین عوامل فرهنگی - اجتماعی و مشارکت در بورس نقش میانجی را دارد این امر از منظر مالی رفتاری بدین گونه است که عوامل مشخص شده فرهنگی و اجتماعی هرچند به طور مستقیم تأثیراتی بر مشارکت افراد در بورس اوراق

مجذور خطاهای مدل، GFI شاخص نیکویی برازش، AGFI شاخص تعدیل شده نیکویی برازش. که نتایج بیان شده در قسمت زیرین مدل بیانگر برازش خوب مدل است. این نتایج در جدول زیر ذکر شده است:

است که یک متغیر آشکار بر روی متغیر پنهان دارد و اصولاً باید از ۰/۳ بزرگتر باشد. شاخص‌های مناسب مدل عبارتند از:  $\chi^2$  کای دو (اختلاف بین داده‌ها و مدل)، RMSEA مقدار میانگین

جدول ۷- محدوده شاخص‌های برازندگی در برازش‌های قابل قبول و خوب

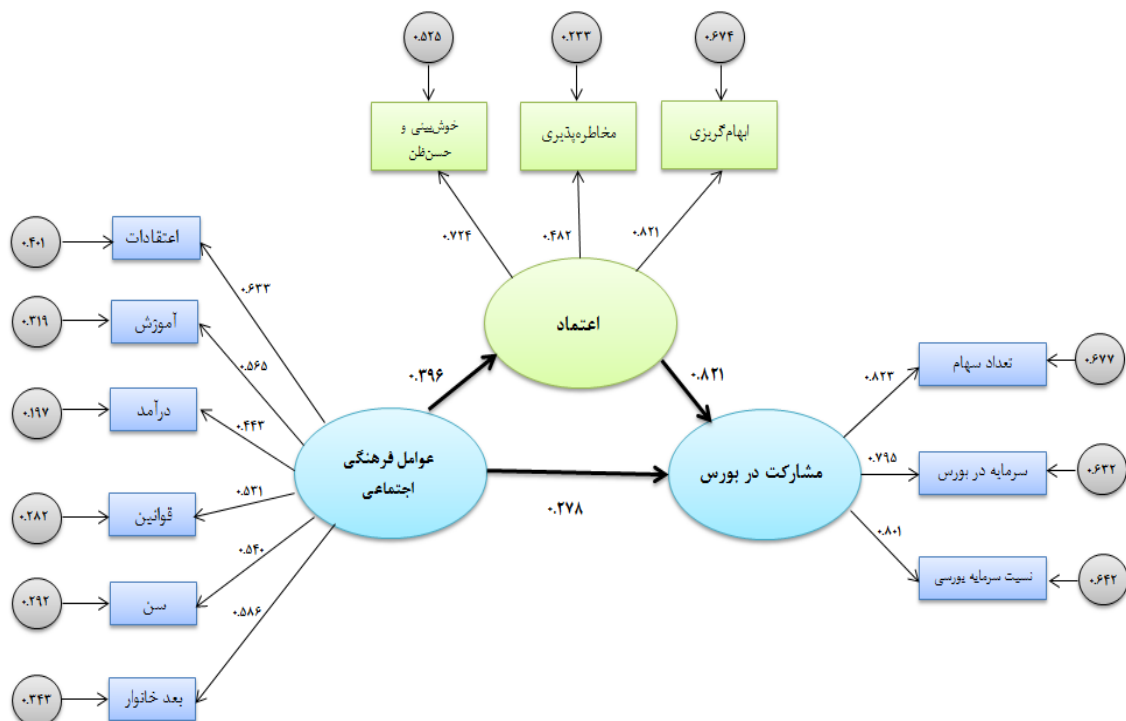
شاخص برازندگی	برازش قابل قبول	برازش خوب
P-Value	$0.05 < P < 0.1$	$P < 0.05$
$\chi^2 / df$	$2 < \chi^2 / df < 3$	$0 < \chi^2 / df < 2$
RMSEA	$0.05 < RMSEA < 0.08$	$0 < RMSEA < 0.05$
GFI	$0.90 < GFI < 0.95$	$0.95 < GFI < 1$
AGFI	$0.85 < AGFI < 0.90$	$0.90 < AGFI < 1$

ماخذ: هومن، ۱۳۹۳

جدول ۸- شاخص‌های مناسب بودن برازش مدل ساختاری

$\chi^2$	$\chi^2 / df$	P-VALUE	RMSEA	GFI	AGFI
۷۸/۲۳	۱/۹	۰/۰۰۰۱	۰/۰۴۴	۰/۹۶	۰/۹۲

ماخذ: یافته‌های تحقیق



شکل ۲- تحلیل ساختاری مدل

می‌باشد. در مجموع می‌توان عنوان نمود که ضریب علی کل عوامل فرهنگی اجتماعی بر مشارکت در بورس برابر با  $0/603 = 0/278 + 0/325$  می‌باشد.

#### ۷- نتیجه‌گیری و بحث

بر اساس آزمون فرضیه فرعی اول "عوامل فرهنگی اجتماعی تاثیر معنی‌داری بر مشارکت در بورس دارد" فرض تاثیر اعتقادات و بعد خانوار بر مشارکت در بورس رد می‌شود اما برای سایر عوامل از جمله آموزش، درآمد، قوانین و سن می‌توان نتیجه گرفت این عوامل بر مشارکت در بورس تاثیر دارند که سه عامل اول به صورت مثبت و در یک جهت تاثیر دارند ولی عامل سن به صورت منفی و در جهت عکس بر مشارکت در بورس تاثیر دارد.

نتیجه آزمون فرضیه فرعی دوم "عوامل فرهنگی اجتماعی تاثیر معنی‌داری بر اعتماد دارد" که تاثیر عوامل فرهنگی اجتماعی بر سه عامل مربوط به اعتماد (خوش‌بینی، مخاطره‌پذیری و ابهام‌گریزی) در سه بخش خلاصه گردید.

الف: آزمون اثر عوامل فرهنگی- اجتماعی بر خوش‌بینی بدین صورت نتیجه داد که تاثیر آموزش، سن و بعد خانوار بر خوش‌بینی رد می‌شود اما سایر عوامل از جمله اعتقادات، درآمد و قوانین بر خوش‌بینی و حسن‌ظن تاثیر دارند و این تاثیر برای هر سه عامل به صورت مثبت و در یک جهت می‌باشد.

ب: در ادامه از بررسی اثر عوامل فرهنگی- اجتماعی بر مخاطره‌پذیری نتیجه گردید که تاثیر قوانین بر مخاطره‌پذیری رد می‌شود اما سایر عوامل از جمله اعتقادات، درآمد، آموزش، سن و بعد خانوار بر مخاطره‌پذیری تاثیر دارند و این تاثیر برای دو عامل اعتقادات و درآمد به صورت مثبت و در یک جهت و سه عامل آموزش، سن و بعد خانوار به صورت منفی و در جهت معکوس می‌باشد.

ج: همچنین از آزمون اثر عوامل فرهنگی و اجتماعی بر ابهام‌گریزی نتیجه گردید که تاثیر درآمد، سن و بعد خانوار بر ابهام‌گریزی رد می‌شود اما سایر

شکل ۲ مدل معادلات ساختاری عوامل فرهنگی اجتماعی بر مشارکت در بورس با تبیین نقش میانجی اعتماد را بیان می‌کند. جدول زیر نیز ضرایب علی محاسبه شده در مدل را نشان می‌دهد:

جدول ۸- جدول ضرایب علی

ضریب علی	اثر	متغیر	عوامل فرهنگی اجتماعی
۰,۲۷۸	مستقیم	مشارکت در بورس	عوامل فرهنگی اجتماعی
۰,۳۹۶	مستقیم	اعتماد	عوامل فرهنگی اجتماعی
۰,۸۲۱	مستقیم	مشارکت در بورس	اعتماد
۰,۳۲۵	غیرمستقیم	مشارکت در بورس	عوامل فرهنگی اجتماعی
۰,۶۰۳	کل	مشارکت در بورس	عوامل فرهنگی اجتماعی

با اساس مدل ساختاری برازش شده اعتقادات، بعد خانوار و آموزش به ترتیب با بارهای عاملی  $0/633$ ،  $0/586$  و  $0/565$  بیشترین تاثیر را در عوامل فرهنگی- اجتماعی دارند. تاثیر عوامل مربوط به اعتماد به ترتیب ابهام‌گریزی با بار عاملی  $0/821$ ، خوش‌بینی با بار عاملی  $0/724$  و مخاطره‌پذیری با بار عاملی  $0/482$  می‌باشد و تعداد سهام، نسبت سرمایه‌گذاری به کل سرمایه و میزان سرمایه‌گذاری به ترتیب با بارهای عاملی  $0/823$ ،  $0/795$  و  $0/801$  بر مشارکت در بورس تاثیر دارند.

همچنین تاثیر عوامل فرهنگی - اجتماعی بر مشارکت در بورس با تبیین نقش میانجی اعتماد را نشان داد ضریب علی مستقیم عوامل فرهنگی اجتماعی بر مشارکت در بورس  $0/278$  و ضریب علی غیرمستقیم آن که با نقش میانجی اعتماد  $0/325 = 0/396 * 0/821$  می‌باشد. این نتایج نشان می‌دهد که ضریب علی غیر مستقیم عوامل فرهنگی اجتماعی بر مشارکت در بورس با در نظر گرفتن متغیر اعتماد به عنوان میانجی با اهمیت تر از ضریب علی مستقیم آن

می‌باشد زیرا طبق فرضیه فرعی اول دو مورد از این عوامل به صورت مستقیم تأثیری بر مشارکت در بورس نداشتند. عوامل موثر بر اعتماد به ترتیب ابهام‌گریزی، خوشبینی و مخاطره‌پذیری بودند که نقش ابهام‌گریزی و خوش‌بینی بر اعتماد و در نتیجه مشارکت در بورس بیشتر از مورد دیگر است و تعداد سهام، نسبت سرمایه‌بوری به کل سرمایه و میزان سرمایه‌بوری به ترتیب بر مشارکت در بورس تأثیر داشتند. که تأثیر تعداد سهام و نیز وزن سرمایه‌بوری در سبد دارایی خانوار بر مشارکت در بورس بیشتر از مورد سوم می‌باشد. همچنین تأثیر عوامل فرهنگی - اجتماعی بر مشارکت در بورس با تبیین نقش میانجی اعتماد نشان داد ضریب علی مستقیم عوامل فرهنگی - اجتماعی بر مشارکت در بورس کمتر از ضریب علی غیرمستقیم آن با نقش میانجی اعتماد می‌باشد. این نتایج نشان می‌دهد که ضریب علی غیر مستقیم با در نظر گرفتن متغیر اعتماد به عنوان میانجی با اهمیت تر از ضریب علی مستقیم آن بوده که این نتیجه منطبق با نتیجه رگرسیون سلسله مراتبی می‌باشد. پس در مجموع می‌توان نتیجه گرفت عوامل فرهنگی - اجتماعی تأثیر معنی‌داری بر مشارکت در بورس با توجه به نقش میانجی اعتماد دارد.

در راستای اهداف تحقیق و نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های این بخش، می‌توان گفت که برنامه‌ریزان یکی از مهمترین بخش‌های بازار سرمایه یعنی بازار بورس می‌باید جهت فائق آمدن به مشکلات و حل معمای مشارکت محدود در بورس، انگیزه‌های مشارکت را با تأکید بر عوامل فرهنگی و اجتماعی و اعتماد بالا ببرند لذا بر این اساس پیشنهادات زیر ارائه می‌گردد.

الف: پیشنهادات کاربردی مبتنی بر نتایج تحقیق

(۱) با عنایت به نتیجه اصلی مبنی بر تأثیرگذاری عوامل فرهنگی بر مشارکت در بورس اشخاص حقیقی با تأکید بر متغیر میانجی اعتماد، و در نظر گرفتن مهمترین عوامل تأثیر گذار بر این متغیرها پیشنهاد می‌گردد تصمیم‌گیران بازار سرمایه،

عوامل از جمله اعتقادات، آموزش و قوانین بر ابهام‌گریزی تأثیر دارند و این تأثیر برای دو عامل اعتقادات و قوانین به صورت مثبت و در یک جهت و عامل آموزش به صورت منفی و در جهت معکوس می‌باشد.

از نتیجه فرضیه فرعی سوم "اعتماد تأثیر معنی‌داری بر مشارکت در بورس دارد" می‌توان استنباط نمود همه عوامل از جمله خوش‌بینی، مخاطره‌پذیری، ابهام‌گریزی بر مشارکت در بورس تأثیر دارند و هر سه عامل به صورت مثبت و در یک جهت بر مشارکت در بورس تأثیر دارد. که این بخش از نتایج با نتایج پژوهش‌های گوئیسو و همکاران (۲۰۰۸) و کنستانتینوس و همکاران (۲۰۱۵) همسو می‌باشد.

در پاسخ به سوال اصلی این تحقیق "چه میزان عوامل فرهنگی - اجتماعی تأثیر معنی‌داری بر مشارکت در بورس با توجه به نقش میانجی اعتماد دارد؟" می‌توان عنوان نمود. که عوامل فرهنگی - اجتماعی به تنهایی در مرتبه اول درصد کمتری از واریانس مشارکت در بورس را تبیین و در مرتبه دوم عوامل فرهنگی - اجتماعی و اعتماد در مجموع درصد بیشتری از واریانس مشارکت در بورس را تبیین می‌کنند. یعنی ورود متغیر میانجی اعتماد به معادله رگرسیون ضریب تعیین را به میزان قابل توجهی افزایش می‌دهد. همچنین نتایج آزمون مدل رگرسیون سلسله مراتبی نیز نشان می‌دهد در مرتبه اول، ضریب رگرسیون عوامل فرهنگی - اجتماعی روی مشارکت در بورس با مقداری مثبت و معنادار است و با ورود متغیر میانجی یعنی اعتماد در مرتبه دوم ضریب رگرسیون عوامل فرهنگی اجتماعی روی مشارکت در بورس به میزان قابل توجهی تغییر می‌کند.

در ادامه جهت بررسی میزان تأثیر عامل اعتماد به عنوان متغیر میانجی و انطباق داده‌های پژوهش و مدل مفهومی، مدل معادلات ساختاری برآزش گردید و اعتقادات، بعد خانوار و آموزش بیشترین تأثیر را در عوامل فرهنگی - اجتماعی داشتند که نشان دهنده اهمیت بررسی مدل با در نظر گرفتن متغیر میانجی

- ب: پیشنهادات برای تحقیقات آتی
- (۱) به جز عوامل فرهنگی در خصوص تاثیر عوامل دیگری از جمله عوامل سیاسی، عوامل روان شناختی و ... بر شاخص‌های مالی این بازار تحقیق‌های دیگری انجام پذیرد.
- (۲) با توجه به ایجاد ابزارهای جدید مالی اسلامی مانند اختیارات و ... پیشنهاد می‌گردد در آینده با اضافه شدن شاخص‌های مربوط به این ابزارها پژوهش‌های دیگری انجام و با نتایج این تحقیق مقایسه گردد.
- (۳) در تحلیل‌های اقتصاد مالی رفتاری بخصوص در بازار سرمایه و بورس استفاده از مدل‌های معادلات ساختاری و رگرسیون سلسله مراتبی و در نظر گرفتن متغیرهای واسطه‌ای جهت پژوهش‌های بعدی پیشنهاد می‌گردد.

#### محدودیت‌های تحقیق

- براساس حجم نمونه انتخاب شده امکان عدم اطمینان پرسش‌شوندگان برای جواب واقعی به برخی سوال‌های پرسشنامه و نیز حساسیت برخی نهادهای بازار سرمایه روی برخی سوالات وجود داشت که از طرق توجیه اهداف تحقیق تا حد امکان همکاری لازم جلب و جواب‌های واقعی اخذ گردید.
  - کمبود منابع و پژوهش‌های مرتبط در داخل و حتی خارج کشور در راستای توسعه مبانی نظری و مقایسه نتایج با یکدیگر وجود داشت که با تلاش زیاد موارد موجود بررسی و ارائه گردید.
  - محدودیت دسترسی به افراد و سرمایه‌گذاران واقعی در بورس جهت تکمیل پرسشنامه وجود داشت که از طریق مراجعه به تالار بورس، شرکت‌های کارگزاری و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و حتی مراجعه حضوری در بازار غیر رسمی سرمایه تهران حجم نمونه تکمیل گردید.
- (۳) یکی از شاخص‌های مربوط به عوامل فرهنگی اجتماعی افزایش سطح تخصص، آموزش و تجربه افراد در حوزه سرمایه‌گذاری بورسی می‌باشد که با توجه با تاثیرگذاری عوامل فرهنگی اجتماعی بر شاخص‌های اعتماد و در نتیجه مشارکت در بورس افراد، پیشنهاد می‌گردد با در نظر گرفتن برنامه‌های توسعه آموزش تخصصی و عمومی حوزه مالی در راستای مشارکت بیشتر افراد جامعه در بورس اقدام گردد.
- (۴) قوانین و مقررات و شرایط اقتصادی نیز به عنوان یکی از عوامل اعتماد ساز هم به صورت مستقیم و هم از طریق شاخص‌های اعتماد بر مشارکت در بورس تاثیر دارند لذا پیشنهاد می‌گردد جهت توسعه بازار سرمایه و بورس در کشور در جهت تثبیت هر چه بیشتر شاخص‌های اقتصاد کلان، توسعه ارتباطات اقتصادی بین المللی، جلوگیری از تغییرات ناگهانی قوانین و مقررات و حتی جلوگیری از ایجاد شوک‌های مختلف اقتصادی و مالی تا حد امکان برنامه‌ریزی گردد.

فهرست منابع

- \* Aiken, L. S., & West, S. G. 1991. Multiple regression: Testing and interpreting interactions. Newbury Park: Sage.
- \* Al-Hajieh, Heitham, Keith Redhead, and Timothy Rodgers. 2011. "Investor Sentiment and Calendar Anomaly Effects: A Case Study of Impact of Ramadan on Islamic Middle Eastern Markets" Research in International Business and Finance.
- \* ArabSalehi Nasrabadi, Mehdi; 2012; Influential Factors in the Trust Relationships Existing Between Financial Analysts and Corporate Managers in Iran; International Journal of Behavioural Accounting and Finance.
- \* -Constantinos Antoniou, Richard D.F. Harris, Ruogu Zhang.2015, Ambiguity aversion and stock market participation: An empirical analysis, Journal of Banking& Finance 58, 57-70.
- \* -Fernandes,Jose. Pena, Juan I. and Benjamin Tabak .2009, Behavior Finance and Estimation Risk in Stochastic Portfolio Optimization , Banco Central Do Brasil , Working paper No.184. –
- \* Greif,Avner. 1994 Cultural beliefs and the organization of society : A historical and theoretical reflection on collectivist Institutions ist societies. Journal of Political Economy 102:5,912-50
- \* Guiso,Luigi,Paola Sapienza, and Luigi Zingales. 2003. people's opium?
- \* Religion and economic attitudes.journal of monetary Economics 50:1,225-82.
- \* Guiso,Luigi,Paola Sapienza, and Luigi Zingales.2004.The role of social capital in Financial developoement. American Economics Review 94:3,526-56.
- \* Guiso,Luigi, Paola Sapienza, and Luigi Zingales.2008. Trusting the stock market. Journal of Finance 63:6,2557-600.
- \* -Je,drzej Białkowski, Ahmad Etebari, Tomasz Piotr Wisniewski.2012, Fast profits: Investor sentiment and stock returns during Ramadan, , Journal of Banking& Finance 36, 835-845.
- \* Mariassunta Giannetti , Tracy Yue Wang .2016. "Corporate Scandals and Household Stock Market Participation", The Journal of The American Finance Association, Pages 2591-2636.
- \* -Stephanie Rthonis, Duy Tran, Eliza Wu .2016." Does national culture affect the intensity of volatility linkages in international equity markets?", Research in
- \* رهنمای رودپشتی، فریدون. حاجیهها، زهره. زارعی سودانی، علی. ۱۳۸۷. " کارکرد مالی رفتاری در تبیین پایگاه علمی برای تجزیه و تحلیل سهام ". فصلنامه تولید علم، سال سوم/ شماره ۷.
- \* رهنمای رودپشتی، فریدون. زندیه، وحید. ۱۳۹۱. " مالی رفتاری و مالی عصبی(پارادایم نوین مالی) از تئوری تا عمل ". سازمان چاپ و انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی، چاپ اول، تهران.
- \* طهرانی، اشرف. ۱۳۸۵. " بررسی رابطه اعتماد بیش از حد سرمایه‌گذاران انفرادی و حجم مبادلات آنها در بورس اوراق بهادار تهران " پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران
- \* ناظمی اردکانی، م. ۱۳۸۵. "مفهوم شناسی مهندسی فرهنگ و مهندسی فرهنگی کشور". مجله علوم انسانی دانشگاه امام حسین (ع)، شماره ۷۵، صفحه ۱-۲۹.
- \* ناظمی اردکانی م. ۱۳۹۰. درآمدی بر مهندسی فرهنگ و مهندسی فرهنگی کشور. تهران: انتشارات آوای نور.
- \* ناظمی اردکانی م. ۱۳۹۰. مبانی و چگونگی ترسیم نقشه مهندسی فرهنگی کشور. تهران: انتشارات آوای نور.
- \* هیبتی، فرشاد؛ رهنمای رودپشتی، فریدون؛ زندیه، وحید. ۱۳۹۰. "بیش‌واکنش سرمایه‌گذاران بازار سهام ایران به اخبار بحران مالی جهانی"، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال چهارم، شماره نهم، صص، ۷۵-۱۰۰.
- \* هومن، حیدر علی. ۱۳۹۳. " مدل یابی معادلات ساختاری با کاربرد نرم افزار لیزرل " تهران انتشارات سمت، چاپ ششم
- \* Adam Ng , Mansor H. Ibrahim, Abbas Mirakhor .2015. "Ethical behavior and trustworthiness in the stock market-growth nexus". Research in International Business and Finance 33 .44-58



International Business and Finance 36, 85-95

- \* Yuandong Xu , (2016),"Aversion of information ambiguity and momentum effect in China's stock market", China Finance Review International, Vol. 6 Iss 2 pp

#### یادداشت‌ها

---

- <sup>1</sup> Behavioral Finance
- <sup>2</sup> Optimism
- <sup>3</sup> Ambiguity aversion
- <sup>4</sup> Risk aversion
- <sup>5</sup> Greif
- <sup>6</sup> Guiso& others
- <sup>7</sup> Je Drzei
- <sup>8</sup> Adam Ng & others
- <sup>9</sup> Constantinos Antoniou & others
- <sup>10</sup> Stephanie Rothonis & others
- <sup>11</sup> Mariassunta.G & Tracy.u
- <sup>12</sup> Yuandong Xu
- <sup>13</sup> Alpha Cronbach
- <sup>14</sup> Structural Equation Modeling
- <sup>15</sup> Aiken and West

