

مدل تصمیم‌گیری سهامداران حقیقی بورس اوراق بهادار

محمدحسن ابراهیمی سروعلیا^۱

جعفر باباجانی^۲

بهرام عبادپور^۳

چکیده

این پژوهش سعی کرده است ادبیات علمی در خصوص عوامل اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی را گسترش دهد و بدین وسیله رهیافتی برای شفاف‌سازی تصمیم‌گیری ایشان در بورس اوراق بهادار ارائه کند. فهم معیارهای تصمیم‌ساز سهامداران حقیقی که بالغ بر پنجاه درصد حجم معاملات و نود و نه درصد تعداد معاملات بورس را به خود اختصاص داده‌اند، می‌تواند چارچوبی برای طراحی آتی و شفاف‌سازی بیشتر فضای بورس اوراق بهادار باشد. در این پژوهش پس از بررسی ادبیات موضوع و پیشینه نظری، چارچوب مفهومی اولیه تهیه و با بهره‌گیری از استراتژی دلفی، نظر خبرگان دریافت و بر اساس آن، پرسشنامه لازم تدوین شد، سپس پرسشنامه مذکور در میان چهارصد نفر مورد پیمایش قرار گرفت. اطلاعات دریافتی از آزمودنی‌ها با استفاده از تحلیل عاملی تأییدی مورد پردازش قرار گرفت و بر اساس نتایج تحلیل درباره ابعاد، مؤلفه‌ها و شاخص‌ها، مدل عوامل اثرگذار بر تصمیم‌گیری سهامداران حقیقی بورس ارائه شد.

واژگان کلیدی: بورس اوراق بهادار، تصمیم‌گیری، سرمایه‌گذاری، سهامداران حقیقی، مالیه رفتاری.

طبقه‌بندی موضوعی: G02, G11, H54

۱. استادیار دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی، تهران

۲. استاد دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی، تهران

۳. دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه علامه طباطبائی، تهران

۱- مقدمه

بورس اوراق بهادار که در آن، خرید و فروش اوراق بهادار تحت ضوابط و قوانین خاص صورت می‌گیرد یک بازار اقتصادی بزرگ است. با عنایت به اهمیت این بازار اقتصادی مهم، بررسی و تحلیل مالیه رفتاری سرمایه‌گذاران و فعالان این بازار یکی از مباحث نوپای رشته مدیریت مالی محسوب می‌گردد. بر مبنای رویکردهای موجود در این زمینه، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران صرفاً بر مبنای تجزیه و تحلیل کمی و عقلایی انجام نمی‌شود، بلکه عوامل دیگری نیز تأثیر زیادی بر نحوه واکنش سهامداران به فعل و انفعالات بازار خواهد گذاشت. بررسی این عوامل که روند عقلایی را برهم می‌زند از جمله اهداف علم مالیه رفتاری است. به دیگر سخن، مالیه رفتاری را می‌توان ادغام اقتصاد کلاسیک و علوم روانشناسی و تصمیم‌گیری دانست. در حقیقت مالیه رفتاری به مطالعه و تحلیل چگونگی تفسیر و عمل بر مبنای اطلاعات، جهت انجام تصمیمات ساختاریافته سرمایه‌گذاری توسط افراد می‌پردازد. بدیهی است مالیه رفتاری تلاش نمی‌کند نشان دهد رفتار عقلایی نادرست است، بلکه در تلاش است که کاربرد فرآیندهای تصمیم‌گیری روان‌شناختی را در شناخت و پیش‌بینی بازارهای مالی نشان دهد. به‌طور کلی، سرمایه‌گذاران حقیقی در زمان تصمیم‌گیری به دو عامل مهم ریسک و بازده توجه دارند. برخلاف سرمایه‌گذاران عمده که ابزارها و امکانات گسترده‌ای را برای ایجاد تناسب، بین این دو متغیر در اختیار دارند، سرمایه‌گذاران انفرادی غالباً فاقد این گونه ابزارها هستند. به‌علاوه، بالا بودن نرخ نوسانات اقتصادی و سیاسی بی‌ثباتی قوانین و مقررات و... به افزایش ریسک تصمیم‌گیری در بورس اوراق بهادار منجر می‌شود. مجموعه این عوامل باعث می‌شود تا بازار سرمایه با ریسک ثانویه‌ای ناشی از فردگرایی و غیرقابل پیش‌بینی بودن رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی مواجه گردد. این پژوهش به دنبال پاسخگویی به این سؤال است که چه عواملی بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی مؤثر است؟ احصاء این عوامل می‌تواند بر شفاف‌تر شدن بازار بورس اوراق بهادار بیفزاید.

۲- بحث و بررسی

۲-۱- بیان مسأله و اهمیت آن

یکی از ویژگی‌های مهم کشورهای صنعتی و توسعه یافته، وجود بازار فعال و پویای پول و سرمایه است. به عبارت دیگر، اگر پس اندازهای افراد با مکانیزم صحیح به بخش تولید هدایت شوند، علاوه بر بازدهی که برای صاحبان سرمایه به ارمغان می‌آورند، می‌توانند به عنوان مهمترین عامل تامین سرمایه، برای راه اندازی طرح‌های اقتصادی جامعه نیز مفید باشند و در صورتی که به جریان‌های ناسالم

اقتصادی راه پیدا کنند، آثار نامناسبی برای جامعه خواهند داشت. در کشورهایی که حجم نقدینگی در دست مردم بالاست این مساله بیشتر به چشم می‌خورد و وظیفه مهم مسئولان اقتصادی کشور، هدایت و جذب این نقدینگی‌ها و ایجاد شرایط مناسب برای بازدهی بیشتر این منابع پولی برای کل جامعه است. با توجه به اهمیت بورس اوراق بهادار در توسعه اقتصاد ملی و نقش سرمایه‌گذاران حقیقی در آن، باید ضمن شناخت دقیق‌تر عوامل روانی و رفتارهای فردی سرمایه‌گذاران حقیقی، بتوان به صورت علمی، رفتارهای آتی آنها را تا حدی پیش‌بینی نموده که به نوعی در شفافیت بازار هم نقش آفرین خواهد بود. از طرف دیگر، بر اساس گزارش عملکرد بازار بورس اوراق بهادار، از نظر ارزش معاملات نیز به طور متوسط حدود ۵۰ درصد از سرمایه‌گذاری بورس را سرمایه‌گذاران حقیقی انجام می‌دهند در حالی که بدلیل کثرت تعداد سرمایه‌گذاران حقیقی، عملاً کنترل، ساماندهی و پیش‌بینی اقدامات آنها به مراتب سخت‌تر از سرمایه‌گذاران حقوقی است. این تحقیق بر آن است تا ضمن شناسایی عوامل تأثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی، نقش هر یک از عوامل را در یک مدل جامع مورد بررسی قرار دهد.

۲-۲- مروری بر پیشینه تحقیق

بیکر و هاسلم (Baker & Haslem, 1974) شاید به عنوان اولین پژوهشگران این عرصه، در پژوهش خود به بررسی عوامل با اهمیت برای سهام‌داران پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در درجه اول نگران آینده قیمت سهام خود هستند و مهمترین موضوع برای سرمایه‌گذاران، اطلاعاتی است که آنها را برای برنامه‌ریزی در مورد آینده سهامشان یاری کند. همچنین بررسی‌های بیکر و هاسلم نشان داد که تحلیل سرمایه‌گذاران بین سه متغیر سود سهام، انتظارات آینده و ثبات مالی یکسان نیست. کوهن و آدر شواهد تجربی کاهش ریسک‌گریزی اشخاص در هنگام افزایش ثروت آنها را در بورس‌های معتبر جهان ارائه کردند (Cohen & Ader, 1975). همچنین ریلی و چو دریافتند که بین ریسک‌گریزی افراد و سن، درآمد، ثروت و تحصیلات افراد، رابطه معنی‌داری وجود دارد. با افزایش درآمد، ثروت و تحصیلات افراد، درجه ریسک‌پذیری آنها نیز افزایش می‌یابد. ولی بین سن افراد و ریسک‌پذیری رابطه عکس وجود دارد (Riley & Chow, 1992).

یکی دیگر از پژوهش‌های صورت گرفته در رابطه با شناسایی عوامل تأثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران، پژوهشی است که توسط التیمی در بازار سرمایه امارات صورت گرفت. وی متغیرهای

تأثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران را در پنج گروه از عوامل طبقه‌بندی کرد. این عوامل عبارتند از اطلاعات مالی و حسابداری، اطلاعات خنثی، توصیه‌های جانب‌دارانه، انطباق تصویر خود با شرکت و نیازهای شخصی سرمایه‌گذار. یافته‌های این پژوهش حاکی از این است که متغیرهای مرتبط با نظریه حداکثر کردن مطلوبیت از قبیل رشد سودآوری، سود نقدی پرداخت شده به سهامداران و سود هر سهم پیش بینی شده از مهم‌ترین متغیرهای تأثیرگذار در قصد خرید یک سهم در بازار خواهد بود (AITamimi, 2003).

شافی در مقاله‌ای با عنوان تعریف رفتار فردی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار که به مطالعه تطبیقی چند کشور پرداخته است، تأثیر افشای اطلاعات حسابداری و انطباق تصویر ذهنی سرمایه‌گذاران با واقعیت شرکت ناشر سهام و همچنین نیازهای شخصی سرمایه‌گذاران را به عنوان عوامل اصلی اثرگذار بر خرید سهام توسط سرمایه‌گذاران برمی‌شمارد (Shafi, 2014).

کریستین بر اساس پژوهشی که در بورس اوراق بهادار شهر تالین استونی انجام داده و نتایج آن را طی مقاله‌ای در مجله اقتصادی بالتیک منتشر کرده است به بررسی تأثیر سطح تحصیلات سرمایه‌گذاران در معاملات بورس مزبور طی سال‌های ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۲ پرداخته و نهایتاً به این نتیجه رسیده است که دارندگان مدرک تحصیلی دانشگاهی علوم طبیعی در مقایسه با افراد غیر تحصیلکرده، سرمایه‌گذاری و معاملات بیشتری انجام داده‌اند (Kristijan, 2016).

در ایران نیز پژوهش‌هایی در خصوص کارایی بازار سهام ایران و عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و خطاهای رفتاری انجام شده است. تهرانی و خشنود طی پژوهشی به ارزیابی میزان اتکای معامله‌گران بورس اوراق بهادار به اطلاعات حسابداری و غیرحسابداری در تصمیمات سرمایه‌گذاری پرداختند. این پژوهش که جمع‌آوری اطلاعات آن براساس پرسشنامه بوده و از آزمون تی استیودنت و فریدمن استفاده کرده، نشان می‌دهد که اطلاعات غیرحسابداری مانند نوع مدیریت، مسائل سیاسی و اقتصادی داخلی و بین‌المللی، حجم فروش و نوع صنعت، بیش از اطلاعات حسابداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری معامله‌گران در بورس اوراق بهادار مؤثر است (تهرانی و خشنود، ۱۳۸۴).

خلیلی عراقی و همکارانش (۱۳۸۸) در بررسی تفاوت‌های رفتاری بین سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی بعد از تعطیلات هفتگی، نتایج این پژوهش در سطح اطمینان مورد نظر حاکی از آن است که تعطیلات بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی تأثیر می‌گذارد، هر چند که این تأثیر از جهات متضاد بر طرفین وارد می‌شود. حجم معاملات خرید و فروش سهام سرمایه‌گذاران حقیقی بعد از

تعطیلات افزایش می‌یابد. اما در آن سوی دیگر سرمایه‌گذاران حقوقی فعالیت می‌کنند که حجم معاملاتی خرید و فروش سهام آنها بعد از تعطیلات کاهش می‌یابد و در ضمن پژوهشگر دریافت که حجم معاملات سرمایه‌گذاران حقوقی در مجموع بیشتر از حجم معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی است. زیرا سهم بیشتری از مبادلات مالی بورس به این نوع از سرمایه‌گذاران اختصاص دارد.

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

فرخی استاد و همکاران (۱۳۹۵)، پژوهش دیگری در بورس اوراق بهادار تهران انجام داده و اثر شبکه‌های مجازی در ایجاد رفتارهای توده‌وار سرمایه‌گذاران را بررسی کرده‌اند. ایشان ضمن بررسی نتایج حاصله از پرسشنامه‌های توزیع شده بین نمونه ۴۰۰ نفری از سرمایه‌گذاران به این نتیجه رسیده‌اند که حمایت مجازی در ایجاد زمینه برای شکل‌گیری رفتار توده‌وار مؤثر بوده و سرمایه‌گذاران در تصمیماتشان تحت تأثیر تصمیمات دیگران هستند.

۲-۳- ادبیات و چارچوب نظری

مالیه رفتاری: مالیه رفتاری را می‌توان پارادایمی دانست که با توجه به آن، بازارهای مالی با استفاده از مدل‌هایی مورد مطالعه قرار می‌گیرند که دوفرض اصلی و محدود کننده پارادایم سنتی یعنی پیشینه سازی مطلوبیت مورد انتظار و عقلانیت کامل را کنار می‌گذارد. مالیه رفتاری دو پایه اصلی دارد، یکی محدودیت در آریترایژ که عنوان می‌کند سرمایه‌گذاران عقلایی به راحتی نمی‌توانند از فرصت‌های آریترایژ استفاده کنند زیرا این کار مستلزم پذیرفتن برخی ریسک‌هاست. دوم روانشناسی است که با استفاده از آن رفتار و قضاوت سرمایه‌گذاران و همچنین خطاهایی که اشخاص در هنگام قضاوت مرتکب می‌شوند بررسی می‌گردد (خلیلی عراقی و دیگران، ۱۳۸۸). پیشینه مالیه رفتاری تقریباً به اوایل دهه هفتاد باز می‌گردد. این شاخه ترکیبی علوم مالی، که در واقع علوم روانشناسی و بعضاً جامعه‌شناسی را برای تحلیل بهتر مسائل بازارهای مالی مورد استفاده قرار می‌دهد عموماً به بررسی فرآیند

تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و واکنش آنان در قبال شرایط مختلف بازارهای مالی می‌پردازد. به‌طور کلی می‌توان گفت مالیه رفتاری ترکیبی از اقتصاد کلاسیک و مالی با روانشناسی و علوم تصمیم‌گیری است که به دنبال توضیح و تشریح پدیده‌های غیرعادی مشاهده شده در حوزه مالی است (Fuller, 2000). از همین منظر موضوع مالیه رفتاری در دو دهه اخیر به‌عنوان مهم‌ترین بحث مالی بوده است و توجه پژوهشگرهای مالی و اقتصادی به این زمینه در حال افزایش است. در چند سال اخیر تعداد بیشتری از صاحب‌نظران مالی پذیرفته‌اند که انتظارات سرمایه‌گذاران از بازار کاملاً عقلایی نیست (Hirshleifer, 2001).

محدودیت در آربیتراژ: در پارادایم سنتی مالی که فرض می‌شود عوامل موجود در اقتصاد عقلایی عمل می‌کنند، قیمت اوراق بهادار برابر با ارزش ذاتی است نتیجه پذیرش فرضیه بازارهای کارا این است که قیمت‌های واقعی برابر با ارزش ذاتی هستند. به عبارت ساده‌تر، بر اساس این فرضیه، این قیمت‌ها که توسط عوامل عقلایی تنظیم شده‌اند، صحیح هستند. در یک بازار کارا، نمی‌توان منفعتی را به‌طور رایگان به دست آورد. هیچ‌کدام از استراتژی‌های سرمایه‌گذاری نمی‌تواند اضافه‌بازده تعدیل‌شده با ریسک حاصل کند. به عبارت دیگر، بازده‌های به دست آمده دقیقاً متناسب با ریسک‌شان است. چهار منبع ریسک وجود دارد که باعث غیر جذاب شدن فرصت‌های آربیتراژ می‌شوند، این چهار ریسک عبارتند از ریسک بنیادی، ریسک معامله‌گران اختلال‌زا، هزینه‌های اجرا و ریسک مدل (راعی و فلاح‌پور، ۱۳۸۳).

تورش‌های رفتاری: در علم مالیه رفتاری، ویژگی‌های رفتاری که بر فرآیند تصمیم‌گیری‌های افراد مؤثرند، مورد بررسی قرار می‌گیرند. این ویژگی‌ها «تورش‌های رفتاری» نامیده می‌شوند. اشراف بر تورش‌های رفتاری باعث می‌شود تا سرمایه‌گذاران با آگاهی بیشتری فرآیند تصمیم‌گیری خود را بررسی نمایند و در صورت مواجهه با تورش‌های گفته شده بتوانند به خوبی واکنش نشان داده و از انحراف در تصمیم‌گیری جلوگیری نمایند. مطالعه‌های مختلفی در زمینه انواع خطاهای ادراکی و چگونگی تأثیر این خطاها بر تصمیم‌گیری مالی سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی انجام شده و به این نتیجه دست یافته‌اند که تصمیمات سرمایه‌گذاران تحت تأثیر چندین خطا قرار می‌گیرد (Wu, 2008). از شاخص‌ترین پژوهشگران در این حوزه کانمن و تورسکی بودند که با مطرح نمودن تئوری انتظار، به بسط این دانش کمک چشمگیری نمودند، همچنین اشنايدر، ویس، بودسکو و توماس پژوهشگرانی بودند که با آرایه مقالات در زمینه مالی رفتاری نقش مهمی در مدیریت مالی ایفا نموده و سهم عظیمی جهت کمک به سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیمات مالی دارند (فلاح‌پور و عبداللهی، ۱۳۹۰).

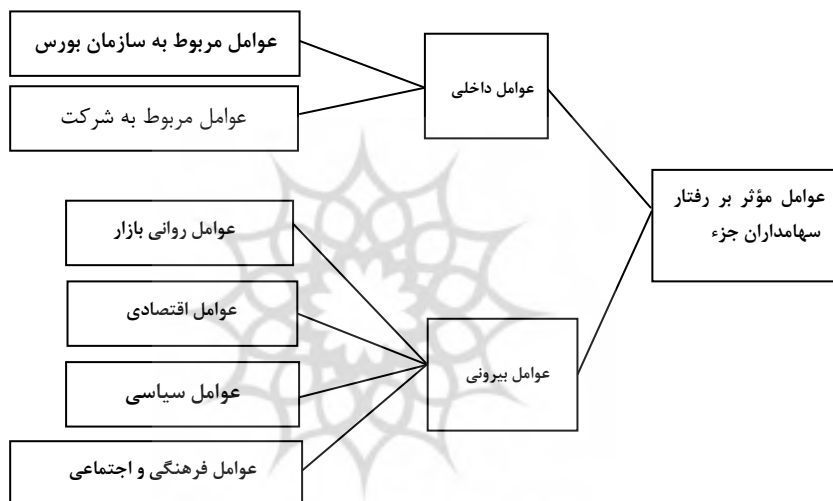
۲-۴- روش تحقیق

این پژوهش از نوع پژوهش‌ها به روش آمیخته کیفی و کمی است که برای کشف، توصیف، تشریح و تبیین موضوع پژوهش ابتدا به شیوه اسنادی و کتابخانه‌ای اقدام به مرور و مطالعه نقادانه ادبیات علمی موجود و قابل دسترس از طریق مقالات معتبر، رساله‌ها، کتب و پایگاه‌های علمی منتشر شده، جهت احصاء عوامل اثرگذار بر موضوع پژوهش کرده است. پس از آن، با استفاده از روش دلفی نظر خبرگان درباره عوامل تأثیرگذار بر رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار کسب شد. پس از آن عوامل مؤثر مورد نظر خبرگان به شیوه پیمایش و در قالب پرسشنامه‌ای بین چهارصد نفر از نمونه برگرفته از جامعه آماری توزیع شد و از طریق تحلیلی عاملی تأییدی رتبه این عوامل شناسایی شد. دلفی مورد استفاده در این پژوهش البته با نظرخواهی از خبرگان تا جایی که مقیاس‌های کمی آن منجر به اجماع و همچنین اشباع نظری شد، ادامه داشت. جامعه آماری این پژوهش در مرحله دلفی تلفیقی از علم و تجربه (مدیران ارشد سازمان بورس و خبرگان دانشگاهی) بودند. انتخاب خبرگان در روش دلفی به شیوه گلوله برفی انجام شد که نهایتاً ۱۹ نفر شدند. چارچوب نظری پس از اتمام دو مرحله دلفی و تأیید پنل خبرگان، پرسشنامه لازم برای پیمایش تدارک گردید. این پرسشنامه در میان نمونه آماری پژوهش (که با توجه به فرمول کوکران چهارصد نفر بودند) میان افراد حقیقی که به کارگزاری‌ها برای داد و ستد مراجعه می‌کردند و حداقل مدرک کارشناسی و دو سال سابقه فعالیت در بورس داشتند بودند، توزیع و جمع‌آوری شد. جامعه آماری پژوهش شامل سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار بودند که تعداد ایشان بالغ بر پنج میلیون و ششصد هزار نفر است. همچنین آلفای کرونباخ برای این پرسشنامه در نرم افزار اس پی اس اس معادل ۰/۸۶ بود که حکایت از روایی پرسشنامه دارد. در نهایت اطلاعات حاصل از پرسشنامه‌ها به نرم افزار آموس برای بکارگیری تکنیک معادلات ساختاری سپرده شد تا ضمن بررسی کمی روابط میان سطوح ابعاد، مؤلفه‌ها و شاخص‌های چارچوب نظری، الگوی نهایی پژوهش حاصل شود.

۲-۵- بحث در یافته‌های پژوهش

بر اساس مطالعات کتابخانه‌ای مقالات و کتب علمی و تعمق در پژوهش‌های گذشته و مطالعه و نقد پیشینه مبانی نظری و ادبیات علمی موجود و در دسترس چارچوب ذهنی اولیه شکل گرفت و این چارچوب به دلفی سپرده شد. در مراحل دلفی انجام شده در این پژوهش، ابتدا به منظور درگیر شدن ذهن خبرگان با موضوع پژوهش، مصاحبه‌های نیمه ساختار یافته و مبتنی بر چارچوب ذهنی اولیه

حاصل از مطالعات کتابخانه‌ای صورت پذیرفت و در مراحل دلفی بوسیله پرسشنامه‌های ساختار یافته عوامل مؤثر بر موضوع پژوهش مورد مذاقه قرار گرفت تا نظر خبرگان در خصوص عوامل اثرگذار و البته با رویکرد بومی و آنچه واقعاً در بورس اوراق بهادار تهران رخ می‌دهد، مطالبه شود. پس از اجرای مراحل دلفی مشخص شد که دو دسته عوامل (بعد داخلی و بیرونی بر فرآیند رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار می‌تواند اثرگذار باشد. چهار مؤلفه عوامل اقتصادی، عوامل سیاسی، عوامل فرهنگی و اجتماعی و عوامل روانی بازار در بُعد بیرونی و دو مؤلفه عوامل مربوط به سازمان بورس و عوامل مربوطه به شرکت به عنوان مؤلفه‌های بُعد داخلی تبیین شده است.



شکل (۱): چارچوب مفهومی پژوهش

شاخص‌های غیر تکراری تبیین شده در مبانی نظری و پیشینه علمی، پس از اعمال نظر خبرگان در مراحل دلفی، ذیل مؤلفه‌های ششگانه پژوهش بالغ بر ۴۴ شاخص است که ۸ شاخص در مؤلفه عوامل سیاسی، ۴ شاخص در مؤلفه عوامل فرهنگی و اجتماعی، ۶ شاخص در مؤلفه عوامل روانی بازار، ۷ شاخص در مؤلفه عوامل اقتصادی، ۶ شاخص در مؤلفه عوامل مربوط به سازمان بورس و ۱۳ شاخص در مؤلفه عوامل مربوط به شرکت تبیین می‌شوند.

جدول (۱): شاخص‌های اثر گذار بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی

بُعد داخلی		بُعد بیرونی			
عوامل مربوط به شرکت	عوامل مربوط به سازمان بورس	عوامل اقتصادی	عوامل روانی بازار	عوامل سیاسی	عوامل فرهنگی و اجتماعی
✓ شفافیت اطلاعات مالی	✓ تولید و آموزش دانش	✓ نرخ تورم	✓ شایعات	✓ شرایط سیاسی حاکم بر	✓ سطح تحصیلات
✓ حجم معاملات سهم	✓ تخصصی	✓ میزان نقدینگی	✓ توصیه دوستان، مشاوران و کارگزاران	✓ قوه مجریه	✓ سرمایه‌گذار
✓ نسبت قیمت به سود	✓ مکانیزم‌های اطلاع‌رسانی	✓ نرخ سود بانکی	✓ تقلید از دیگران	✓ قوانین و تغییرات آن	✓ اثر طبقه اجتماعی
✓ ریسک سهم	✓ حجم معاملات در بورس	✓ سرانه درآمد و قدرت خرید	✓ اثرات روانی	✓ اخبار و تحولات سیاسی داخلی	✓ سرمایه‌گذار
✓ نوسانات قیمت سهم	✓ اظهارنظر تخصصی مقامات بورس	✓ حجم سرمایه‌های سرگردان	✓ تغییرات گذشته قیمت سهام	✓ اظهار نظر مقامات سیاسی داخلی	✓ گسترش شبکه‌های اجتماعی
✓ قدرت نقد شوندگی سهم	✓ بازار گردان‌ها	✓ بازدهی سرمایه	✓ اخبار غیر رسمی از مجامع شرکت‌ها	✓ اخبار و تحولات سیاسی بین‌الملل	✓ اجتماعی
✓ سود نقدی سهم	✓ روابط غیررسمی مدیران بورس با سهامداران	✓ گذاری در بازارهای رقیب	✓ حرکت توده‌وار سهامداران	✓ مناسبات سیاسی ایران با سایر کشورها	✓ ریسک پذیری
✓ افزایش سرمایه		✓ رکود یا رونق اقتصادی		✓ ثبات امنیت داخلی	
✓ نرخ بازده حقوق صاحبان سهام				✓ ثبات امنیت منطقه	
✓ برنامه‌های اعلام‌شده از سوی مدیران شرکت					
✓ مدیریت و عملکرد گذشته شرکت					
✓ خوشنامی و اعتبار برند شرکت و محصولات آن					
✓ رعایت استاندارد ارائه اطلاعات مالی (IFRS)					

منبع: پژوهشگران

بُعد داخلی: نام‌گذاری این بعد به دلیل وجود مؤلفه‌ها و شاخص‌هایی است که دارای رابطه تکنیکال و فنی با موضوع خرید و فروش سهام یک شرکت هستند. این رابطه ریاضی و منطقی زاینده روابط علمی و محاسبات کمی هستند و برخی از پژوهشگرها نیز به آن توجه کرده‌اند و این ارتباط و این نامگذاری را در مقالات علمی خود تایید کرده‌اند (Jagango & Mutswenje, 2014؛ Balakrishnan, 2014؛ Cohen, 2004).

در این پژوهش و برخی از پژوهش‌های دیگر، عواملی که در دایره کنترل شرکت ناشر سهام و سازمان بورس اوراق بهادار است را عوامل داخلی برمی‌شمارد (مرادی و دیگران، ۱۳۹۲).

عوامل مربوط به سازمان بورس: برخی از مطالعات به اثر شفاف ساز و بستر ساز سازمان‌های بورس و نهادهای دولتی متولی معاملات بورس اشاره دارند. شافی در مقاله‌ای که به مطالعه تطبیقی چند کشور پرداخته است، تأثیر افشای اطلاعات توسط سازمان بورس و انطباق تصویر ذهنی سرمایه‌گذاران با واقعیت شرکت ناشر سهام و همچنین نیازهای شخصی سرمایه‌گذاران را به عنوان عوامل اصلی اثرگذار بر خرید سهام توسط سرمایه‌گذاران برمی‌شمارد (Shafi, 2014).

در پژوهش دیگری که به بررسی تأثیر مدیریت دانش بر تصمیم‌گیری سهامداران نسبت به خرید و فروش سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران پرداخته، بر عوامل اثرگذار منبعث از سازمان بورس اوراق بهادار متمرکز شده است، چهار رکن برای مدیریت دانش فرض کرده و تأثیر این چهار رکن را بر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس مورد سنجش قرار داده و دریافته است که وظیفه اساسی سازمان بورس در خلق دانش تخصصی، تسهیم و ارائه اطلاعات و دانش به مخاطبان، بکارگیری دانش تخصصی و ذخیره‌سازی دانش بر تصمیم‌گیری و رفتار سرمایه‌گذاران و سهامداران تأثیر دارد (ناصری و دیگران، ۱۳۹۲).

عوامل مربوط به شرکت: بسیاری از مطالعات در بورس‌های مختلف بر تأثیرگذاری شاخص‌های منبعث از وضعیت شرکت بر تصمیم‌گیری خریداران سهام آن شرکت، تاکید دارند (Ali & 2013 Tariq). برخی دیگر نیز اذعان دارند که متغیرهای مرتبط با نظریه حداکثر کردن مطلوبیت از قبیل رشد سودآوری، سود نقدی پرداخت شده به سهامداران و سود هر سهم پیش‌بینی شده از مهمترین متغیرهای تأثیرگذار در قصد خرید یک سهم در بازار بورس اوراق بهادار است (AlTamimi, 2003). مطالعه دیگری بیان می‌دارد که مهمترین شاخص‌های مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس عبارتند از عملکرد و جایگاه رقابتی شرکت ناشر سهام، سود سرمایه‌گذاری، تنوع و زیان کوچک‌سازی سهام، شفافیت شرکت و اطلاعات حسابداری شرکت ناشر سهام، شناخت و ادراک نسبت به شرکت ناشر سهام، احساس نسبت به شرکت ناشر سهام و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری است (Jagango & Mutswenje, 2014).

تأثیر عوامل مالی شرکت و اوضاع گزارش‌های آن بر تصمیم‌گیری معامله‌گران بارها مورد تأیید و تأکید قرار گرفته است (زنجیردار و دیگران، ۱۳۹۲).

بعد بیرونی: در برخی دیگر از مطالعات از دسته عوامل محیطی (بیرونی) نام برده شده است که بنظر می‌رسد بیشتر بر پایه ارتباط‌های غیر محاسباتی و غیر ریاضی و احتمالاً بیشتر به دلیل روابط رفتاری با تصمیم‌گیری خرید سهام در بورس اوراق بهادار حادث می‌شود (مرادی و دیگران، ۱۳۹۲). در مطالعات خارجی هم از این دسته‌بندی برای دسته‌بندی عوامل اثرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران بهره برده شده است (Balakrishnan, 2014; Jagango & Mutswenje, 2014).

عوامل اقتصادی: وضعیت اقتصادی داخلی و بین‌المللی زمینه‌ساز تصمیمات معامله‌گران در بورس اوراق بهادار است (تهرانی و خشنود، ۱۳۸۴). پژوهشی دیگری که به بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سهامداران در بورس اوراق بهادار متمرکز شده است اشاره دارد عوامل اقتصادی و مالی، عوامل

سیاسی و عوامل روانی حاکم بر بازار بیشترین تأثیر گذاری را دارند (خادمی گراشی و قاضی زاده، ۱۳۸۶). به علاوه، بالا بودن نرخ نوسانات اقتصادی و سیاسی، بی‌ثباتی قوانین و مقررات و... به افزایش ریسک تصمیم‌گیری در بورس اوراق بهادار منجر می‌شود (Siegel, 1998).

عوامل روانی بازار: عوامل روانشناسانه که بیشتر از مفاهیم علم مالیه رفتاری استنباط می‌شوند تبیین‌کننده مفهوم عوامل روانی بازار هستند، این عامل (روانشناسانه) در کنار برخی دیگر از عوامل در تصمیم‌گیری ایفای نقش می‌کند (Yahyazadehfar, 2009). برخی دیگر این موضوع را تحت عناوینی مثل اثر توصیه دوستان و اثرات شخصی بر شمرده‌اند (Ali & Tariq, 2013). همچنین رفتار گله‌ای و شهودی که به دلیل تأثیر عوامل روانی بازار بورس است، بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ایفای نقش می‌کند (Kengatharan & Kengatharan, 2014).

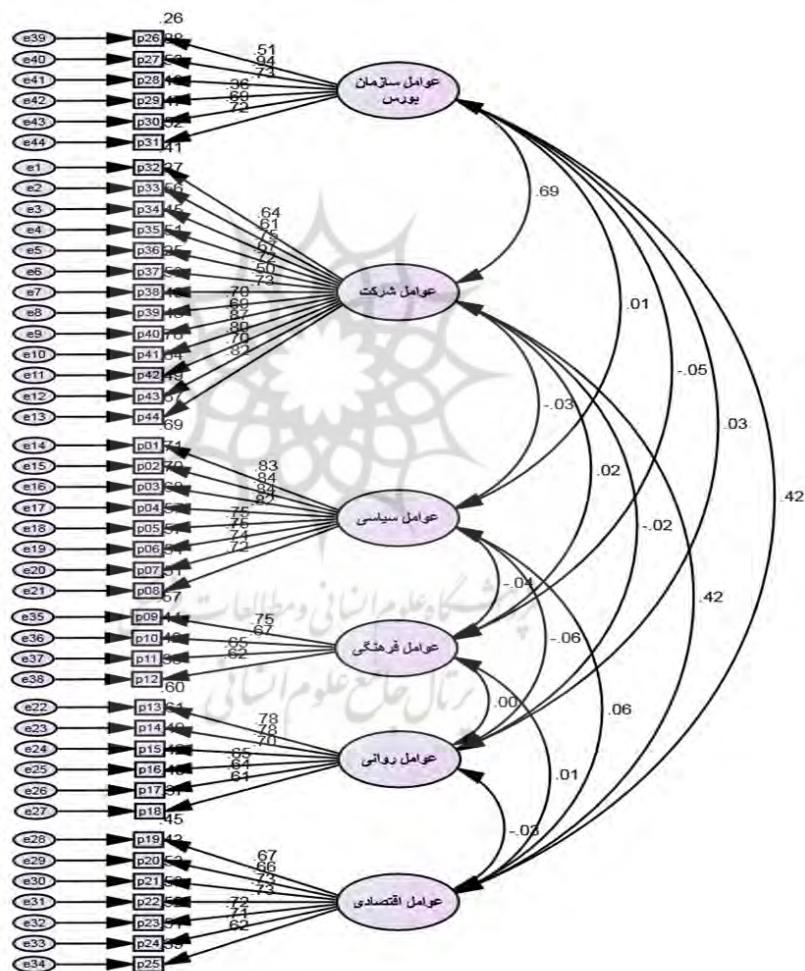
پژوهش دیگری اذعان می‌دارد در شرایط که اعتماد سرمایه‌گذاران به اطلاعات اعلامی متزلزل باشد، نوعی رفتار گله‌ای یا رفتار جمعی شکل می‌گیرد که به دلیل علایق مشترک سرمایه‌گذاران خرد و یا تقلید از یکدیگر حاصل می‌شود (خداپرست شیرازی و دیگران، ۱۳۹۰) و شایعات و اطلاعات پنهانی بر رفتار سهامداران اثرگذاری زیادی دارد (وکیلی فرد و دیگران، ۱۳۹۲).

عوامل سیاسی: شرایط سیاسی حاکم بر فضای اقتصادی و بازارهای سرمایه هر کشور نقشی اثرگذار بر شیوه اندیشیدن و تصمیم‌گیری فعالان اقتصادی آن کشور دارد (Yahyazadehfar, 2009). سرمایه‌گذاران حقیقی نیز بر همین منوال در بازارهای مالی و سرمایه‌ای عمل می‌کنند. نوع مدیریت مسائل سیاسی و اقتصادی داخلی و بین‌المللی بیش از اطلاعات حسابداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری معامله‌گران در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر است (تهرانی و خشنود، ۱۳۸۴). پژوهش‌های دیگر هم عوامل سیاسی را بر تصمیم‌گیری سهامداران در بورس اوراق بهادار بسیار تأثیرگذار دانسته‌اند (خادمی گراشی و قاضی زاده، ۱۳۸۶).

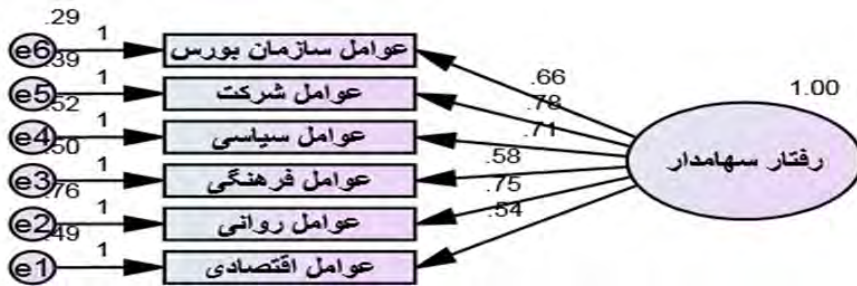
عوامل فرهنگی و اجتماعی: تأثیر اطلاعات اجتماعی بر رفتار سرمایه‌گذار حقیقی تأثیر بیشتری نسبت به گزارش‌های مالی سالیانه شرکت‌هاست و برخی از تصمیمات سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار به دلیل زمینه‌های فرهنگی و اجتماعی متنوعی که نسبت به یکدیگر دارند، دارای تفاوت هستند (Epstein, 2003). برخی از پژوهش‌ها ضمن تأیید این شاخص‌ها در میان سرمایه‌گذاران (کریمی و رهنمای رودپشتی، ۱۳۹۴) امعان نظر جدی بر آنها نداشته‌اند. پس مسایلی چون سطح تحصیلات و موضوعات جدید الحدوثی مثل شبکه‌های اجتماعی هم می‌تواند نقش مؤثری بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی داشته باشد.

۶-۲- فنون تجزیه و تحلیل اطلاعات

تحلیل عاملی تأییدی متغیرها: در این پژوهش، عوامل شناسائی شده با استفاده از پیاده سازی مدل در نرم افزار آموس برای انجام تحلیل عاملی تأییدی مورد سنجش قرار داده شده است. در ابتدا مدل اندازه گیری متغیرهای مکنون را در نرم افزار پیاده سازی کرده و سپس به بررسی و پیاده سازی مدل ساختاری و روابط بین متغیرها پرداخته شده است. با توجه به مدل مفهومی پژوهش تحلیل عاملی تأییدی مورد نیاز در دو مرحله اجرا شده است. همچنین کلیه ضرایب مشخص در نمودار ضرایب، استاندارد شده می باشند.



شکل (۲): تحلیل عاملی تأییدی مرتبه اول



شکل (۳): تحلیل عاملی تأییدی مرتبه دوم

بر اساس داده‌های آماری پیمایش و مبتنی بر تحلیلی مدلسازی معادلات ساختاری همانطور که در نمودارهای تأیید عاملی مشاهده می‌شود (شکل ۳ و ۲)، کلیه متغیرهای مکنون رابطه معناداری با گویه‌ها داشته و می‌تواند آنها را تبیین کنند.

جدول (۲): وزن‌های رگرسیونی

سطح معناداری	نسبت بحرانی	خطای استاندارد	ضرایب	رفتار سهامدار	عوامل اقتصادی
۰.۰۰	۱۲.۵۹۴	۰.۰۴۳	۰.۵۳۹	رفتار سهامدار	عوامل اقتصادی
۰.۰۰	۱۳.۶۳۸	۰.۰۵۵	۰.۷۴۸	رفتار سهامدار	عوامل روانی
۰.۰۰	۱۳.۲۷۱	۰.۰۴۴	۰.۵۸۳	رفتار سهامدار	عوامل فرهنگی
۰.۰۰	۱۵.۰۱۴	۰.۰۴۷	۰.۷۰۹	رفتار سهامدار	عوامل سیاسی
۰.۰۰	۱۷.۴۰۲	۰.۰۴۵	۰.۷۸۰	رفتار سهامدار	عوامل شرکت
۰.۰۰	۱۷.۲۶۲	۰.۰۳۸	۰.۶۶	رفتار سهامدار	عوامل بورس

منبع: نرم افزار آموس

چنانچه در جدول وزن‌های رگرسیونی (جدول ۲) مشاهده می‌شود، تمام مسیرهای آزمون شده دارای احتمال کوچکتر از سطح ۰.۰۵ هستند بنابراین کلیه مسیرها معنی دارند. یعنی با توجه به احتمال بدست آمده که از سطح خطای ۰.۰۵ کوچکتر است و فرض برابری ضرایب رگرسیونی را با عدد صفر، رد کرده و نتیجه اینکه این ضرایب بطور معنی‌داری با عدد صفر تفاوت داشته و در نتیجه کلیه عوامل در نظر گرفته شده (عوامل شرکتی، عوامل روانی، عوامل اقتصادی، عوامل فرهنگی و اجتماعی، عوامل سیاسی و عوامل سازمان بورس) بصورت معنی‌داری بر مفهوم مشترک «عوامل مؤثر بر رفتار سهامداران حقیقی» بارگذاری شده‌اند.

در تحلیل داده‌های این پژوهش، دو مرحله تحلیل عاملی تأییدی صورت گرفت تا همبستگی و روابط شاخص‌ها با مؤلفه‌ها، مؤلفه‌ها با ابعاد و ابعاد بر مفهوم اصلی پژوهش آزمون شود. نتایج نهایی پژوهش حاکی از آن است که مدل ارائه شده در این پژوهش از برآزش عالی برخوردار بوده است. برآزش مدل و شاخص‌هایی که به بهترین نحو توانایی تفسیر برآزش مدل را داشته باشند، بسیار متنوع و پیچیده است که در پژوهش حاضر به گزارش دو شاخص IFI و CFI پرداخته می‌شود. دامنه پذیرش شاخص برآزش فزاینده IFI برای پذیرش مدل تدوین شده ۰.۹ بوده است. دامنه پذیرش شاخص برآزش مقایسه‌ای CFI نیز بیشتر از ۰.۹ بوده است.

جدول (۳): برآزش مدل پژوهش

Baseline Comparisons

Model	IFI	CFI
Default Model	۱.۰۲۴	۱.۰۰۰
Saturated Model	۱	۱
Independence Model	۰	۰

منبع: نرم افزار آموس

۳- نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها

تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران یکی از مباحث نوپای رشته مدیریت مالی محسوب می‌شود که تبیین می‌دارد تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران صرفاً بر مبنای تجزیه و تحلیل کمی و عقلایی انجام نمی‌شود، بلکه عوامل ناشی از انتظارات بازار نیز تأثیر زیادی بر نحوه واکنش سهامداران به فعل و انفعالات بازار خواهد گذاشت. این پژوهش پس از بررسی عمیق و جامع ادبیات علمی، چارچوب مفهومی اولیه خود را به نظرخواهی خبرگان به روش دلفی سپرد و پس از مراحل دلفی، اجماع و اتفاق نظر و همگرایی پاسخ‌ها موجب جمع‌بندی و نهایی شدن چارچوب پژوهش شد. شاخص‌های استخراج شده از این مرحله به وسیله پرسشنامه و به روش کمی پیمایش و با تکنیک مدل‌سازی معادلات ساختاری، الگوی نهایی پژوهش را ارائه کرد.

این پژوهش با در نظر گرفتن نتایج حاصله به این نتیجه رسیده است که بعد بیرونی (عوامل اقتصادی، عوامل سیاسی، عوامل فرهنگی و اجتماعی و عوامل روانی بازار) تبیین بیشتری نسبت به رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار دارد (در مقایسه با بعد داخلی). همچنین در بین عوامل تشکیل‌دهنده بعد بیرونی، عامل سیاسی بیش از سایر عوامل توانسته است تبیین بعد بیرونی را داشته باشد. این بدان

معناست که بازار سرمایه ایران و علی‌الخصوص بورس اوراق بهادار، هنوز هم متأثر از عوامل سیاسی است (بیش از آنکه از عوامل اقتصادی تأثیر پذیرد).

از این رو، اظهار نظر سیاسی مقامات و یا تغییرات پی در پی آن‌ها باعث تغییر در روند سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران خواهد شد و صد البته ثبات در آن، بستر ساز ثبات در این بازارهاست. به علاوه اینکه عوامل روانی بازار (خصوصاً موج‌های ناگهانی ایجاد شده برای خرید یا فروش، شایعات و...) هم تأثیر مهمی در تصمیم‌گیری حاضرین در بازار سرمایه دارد بنحوی که حتی تأثیر آن بیشتر از عوامل اقتصادی کشور و منطقه است. نتیجه جالب دیگر تحقی پژوهش حاضر، این است که در بین چهار عامل ذکر شده، عامل اقتصادی کمترین میزان تبیین نسبت به سایر عوامل دارد. به عبارت واضح‌تر، از بورس اوراق بهادار که یکی از بازارهای سرمایه‌ای و اقتصادی کشور است، انتظار می‌رود که توسط عوامل اقتصادی تبیین حداکثری شود، حال آنکه کمترین تبیین در این بخش صورت گرفته است. در بعد داخلی نیز، اطلاعات داخلی شرکت و عملکرد مدیران آن و شفافیت اطلاعات شرکتی در تبیین تصمیم سرمایه‌گذاران تأثیر بسزایی دارد. البته شاید به‌نوعی می‌توان این‌گونه نیز نتیجه گرفت که تأثیرگذارترین عامل داخلی (یعنی عوامل مربوط به شرکت) زمانی تأثیر خود را آغاز می‌کند که سرمایه‌گذار به اطمینان نسبی و قابل قبولی از عوامل بیرونی (سیاسی، روانی، فرهنگی و اجتماعی و اقتصادی) رسیده باشد والا اصولاً وارد بازار سرمایه نخواهد شد.

بنابراین، پیشنهاد می‌شود در دنیای امروز که دامنه انتشار هر خبری از طریق شبکه‌های مجازی در چند دقیقه کل کشورها را در برمی‌گیرد اظهار نظرهای سیاسی و حتی قضایی مرتبط با اقتصاد، با لحاظ تمام جوانب طرح شود. بر همین منوال ضروری است که در عرصه اقتصادی، جوانب مختلف هر رویداد مرتبط با بازار سرمایه، از قبیل تغییر نرخ سود بانکی اظهار نظر در مورد صنایع مادر و آینده آنها و... به‌طور کامل سنجیده شود.

همچنین پیشنهاد می‌شود به محض ایجاد جو روانی موج‌ساز در کشور (چه در عرصه اقتصادی و چه در عرصه‌های مرتبط دیگر) سریعاً در همان اوایل نسبت به شفاف‌سازی و بیان علنی و فراگیر حقایق از طریق کارشناسان متخصص اقدام شود چراکه بعد از گذشت زمان و ایجاد شدن موج، کنترل آن نیاز به پرداخت هزینه‌های گزاف و شاید ویرانگر خواهد بود.

راه‌اندازی کانون‌های مشاوره، طراحی مکانیزم‌های اطلاع‌رسانی سالم و بدون ملاحظه خاص، کمک به تولید و خلق دانش تخصصی، عدم حضور مستقیم مسئولین بورس در شرکت‌ها و بنگاه‌های مرتبط با بورس، طراحی بازارهای سرمایه‌گذاری به‌روز که مطابق با خواسته‌های سرمایه‌گذاران باشد

و... از اقداماتی است که حتی در کوتاه‌مدت نیز باعث ترغیب سرمایه‌گذاران جدید و تقویت سرمایه‌گذاران حاضر خواهد شد.

همچنین به سرمایه‌گذاران حقیقی پیشنهاد می‌شود که قبل از ورود به بازار بورس، به گذراندن دوره‌های تخصصی و علمی مورد نیاز که توسط سازمان بورس و سایر شرکت‌ها و موسسات مربوطه ارائه می‌شود، اقدام نمایند تا دانش اولیه مورد نیاز برای درگیر نشدن با تلاطم‌ها و تورش‌های بورس را کسب کنند. البته دریافت مشاوره از مراجع علمی و تجربی (مثلاً کانون مشاوره بورس و کارگزاری‌ها و...) نیز می‌تواند توصیه‌ای کارآمد برای سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس باشد. در ضمن اینکه دریافت اطلاعات و اخبار مرتبط با بورس، بهتر است از کانال‌های رسمی باشد چرا که دام شایعه می‌تواند آثار مخربی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران حقیقی ایجاد کند.

در نهایت به پژوهشگران علاقه‌مند به بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود تأثیر هر کدام از مؤلفه‌های مرتبط با عوامل را جداگانه بررسی کرده و پس از اطمینان از روائی آن، نتایج حاصله را در اختیار مقامات و مراجع ذی‌ربط قرار دهند تا با لحاظ آن‌ها احتمال وقوع رفتارهای خاص سهامداران و سرمایه‌گذاران پیش‌بینی شود. بدیهی است پس از تکرار این چرخه و حصول اطمینان از این عوامل تأثیرگذار، کم‌کم اقتصاد کشور از تکانه‌های شدید دور شده و ثبات و قوام حاکم خواهد شد. نوآوری جدی این پژوهش، ارائه دو مؤلفه بدیع شامل عوامل فرهنگی و اجتماعی و عوامل مربوط به سازمان بورس است که بنظر پژوهشگرهای این پژوهش، در رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی نقش‌افزینی جدی دارد. اگر چه برخی از شاخص‌های این عوامل در مقالات چند سال اخیر به صورت جسته و گریخته و ناقص بیان شده، اما بیان یکپارچه و منسجم شاخص‌های آن تحت این دو مؤلفه از ابتکارات این مقاله است.

منابع و مآخذ

۱. تهرانی، رضا، خوشنود، مهدی (۱۳۸۴). "شناسایی گروه‌های تأثیرگذار بر تصمیم خرید و فروش سهام سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار". فرهنگ مدیریت، ش ۱۰، صص ۲۱۹-۲۰۳.
۲. خادمی گراشی، مهدی، قاضی زاده، مصطفی (۱۳۸۶). "بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سهامداران در بورس اوراق بهادار بر مبنای معادلات ساختاری". دو ماهنامه دانشور رفتار، سال ۱۴، شماره ۲۳.
۳. خداپرست شیرازی، جلال، سیرانی، محمد، ابوالفتحی، سمیه (۱۳۹۰). "عوامل مؤثر بر بروز رفتار جمعی در بین سهامداران عادی بورس اوراق بهادار". پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال سوم - شماره ۱۱، صص ۸۷-۱۰۸.
۴. خلیلی عراقی، مریم، رهنمای رود پشته، فریدون، جودکی، آرام (۱۳۸۸). "بررسی تفاوت‌های رفتاری بین سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی بعد از تعطیلات هفتگی". پژوهش‌های مدیریت، شماره ۸۳، صص ۷۹-۸۶.
۵. راعی، رضا، فلاح‌پور، سعید (۱۳۸۳). "مالیه رفتاری، رویکردی متفاوت در حوزه مالی". دوفصلنامه تحقیقات مالی، ش ۱۸، صص ۱۰۶-۷۷.
۶. زنجبدرار، مجید، شفعتی، زهرا، کریمی تبریزی، مهدی (۱۳۹۲). "مدیریت سرمایه در گردش و افشای کامل اطلاعات در بازار سرمایه تهران". فصلنامه حسابداری مالی، سال ۵، ش ۲۰، صص ۱۳۰-۱۴۸.
۷. فرخی استاد، مجتبی، فرخی استاد، مصطفی، علی صوفی، مهدیه (۱۳۹۵). "ارزیابی اثر حمایت مجازی در ایجاد رفتار توده وار در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال ۹، ش ۳۳، صص ۵-۲۴.
۸. فلاح‌پور، سعید، عبداللهی، غلامرضا (۱۳۹۰). "شناسایی و وزن دهی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار با رویکرد فازی". تحقیقات مالی، دوره ۱۳، ش ۳۱، صص ۹۹-۱۲۰.
۹. کریمی، کیانا، رهنمای رودپشته، فریدون (۱۳۹۴). "تورش‌های رفتاری و انگیزه‌های مدیریت سود". فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال چهارم، شماره ۱۴، صص ۳۱-۱۵.
۱۰. مرادی، محسن، شفیع سردشت، مرتضی، رحمانی، حامد (۱۳۹۲). "کاربرد روش دیمتل در شناسایی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار در خرید سهام؛ مورد مطالعه کارگزاران شهر مشهد". فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، ش ۲، صص ۱۰۸-۸۷.

۱۱. ناصری، رویا، محمدی، اسفندیار، صلواتی، عادل (۱۳۹۲). بررسی تأثیر مدیریت دانش بر تصمیم گیری سهامداران نسبت به خرید و فروش سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران. ششمین کنفرانس مدیریت دانش. دانشگاه شهید بهشتی تهران.
۱۲. وکیلی فرد، حمیدرضا، فروغ نژاد، حیدر، خشنود، مهدی (۱۳۹۲). "ارزیابی رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار با روش فرآیند تحلیل شبکه‌ای". فصلنامه مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال اول، ش ۲، صص ۳۴-۱۹.
13. Ali, Imran, Tariq, Adeel (2013). "Factors Affecting Individual Equity Investor's Decision Making in Pakistan". JIEB, 1, 18-32.
14. Altamimi, Zuheir (2003). "Discussion on How to Express a Regional GPS Solution in the ITRF. EUREF Permanent Network" - Developments and applications, pp. 162-167.
15. Baker, H. K., Haslem, J. A. (1974). "The impact of investor socioeconomic characteristics on risk and return preferences". Journal of Business Research, 2, 469-476.
16. Balakrishnan, A. (2014). "Multifactor Explanations of CAPM Anomalies: An Evidence for Indian Stock Market". Asian Journal of Finance & Accounting, 6 (1), 337-366.
17. Cohen, Nicholas, Ader, Robert (1975). "Behaviorally Conditioned Immunosuppression". Psychosomatic Medicine, 37 (4), pp. 333-341.
18. Cohen, L. (2004). "Loyalty Based Portfolio Choice". Working Paper. The University of Chicago. P. 19.
19. Epstein, Seymour (2003). "Cognitive-experiential self-theory of personality. In Millon". Comprehensive Handbook of Psychology. Hoboken, NJ: Wiley & Sons. Volume 5: Personality and Social Psychology. pp. 159-184.
20. Fuller, Russell J. (2000). "Behavioral Finance and the Sources of Alpha". Journal of Pension Plan Investing, 14 (3), 1-15.
21. Hirshleifer, D. (2001). "Investor Psychology and Asset Pricing". Journal of Finance, 56, 1533-1597.
22. Jagongo, Ambrose, Mutswenje, Vincent S. (2014). "A Survey of the Factors Influencing Investment Decisions: The Case of Individual Investors at the NSE". International Journal of Humanities and Social Science, 4 (4), 92-103.
23. Kengatharan, Lingsiya, Kengatharan, Navaneethakrishnan (2014). "The Influence of Behavioral Factors in Making Investment Decisions and Performance: Study on Investors of Colombo Stock Exchange, Sri Lanka". Asian Journal of Finance & Accounting, 6 (1), 1-23.
24. Kristjan, Liivamagi (2016). "Investor education and trading activity on the stock market. Baltic". Journal of Economics, 16 (2), 114-131.
25. Riley, W. B., Chow, K. V. (1992). "Asset allocation and individual risk aversion". Financial Analysts Journal, 48 (6), 32-37.

26. Siegel, Jeremy J. (1998). *Stocks for the Long Run*. Second Edition. New York: McGraw-Hill.
27. Shafi, Mohammad (2014). "Determination Influencing Individual Investor Behavior in Stock Market: a Cross Country Research Survey". *Arabian Journal of Business and Management Review*, 2 (1), pp. 60-71.
28. Wu, Wei-Wen (2008). "Choosing knowledge management strategies by using a combined ANP and DEMATEL approach". *Expert Systems with Applications Journal*, 35 (3), 828-835.
29. Yahyazadehfar, M., Zali, M. R., Shababi, H. (2009). "Determinants of Investors Financial Behavior". *Iranian Economic Review*, 14 (23), 61-77.

