

## بررسی عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران در تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد (مورد مطالعه: سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران)

مجتبی رستمی نوروآباد\*، پرستو صداقت\*\*، فاتح حبیبی\*\*\*

### چکیده

هدف پژوهش حاضر شناسایی عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران در تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد در بازار بورس اوراق بهادار تهران است. ابعاد عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران شامل مکان سرمایه‌گذاری، قوانین و مقررات سرمایه‌گذاری، موقعیت سرمایه‌گذاری، امنیت سرمایه‌گذاری، نقدینگی سرمایه‌گذاری و سودآوری سرمایه‌گذاری است. رضایت سرمایه‌گذاران نیز به‌عنوان متغیر میانجی در این پژوهش استفاده شده است. این مطالعه از لحاظ هدف، کاربردی و توصیفی می‌باشد و از حیث نحوه ارتباط بین متغیرها از نوع پژوهش توصیفی<sup>۰</sup> پیمایشی است. جامعه آماری شامل سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که با استفاده از روش نمونه‌گیری تصادفی در دسترس ۳۶۳ نفر از سرمایه‌گذاران به‌عنوان نمونه مورد بررسی قرار گرفتند. جهت آزمودن فرضیات از مطالعات میدانی و از ابزار پرسشنامه استفاده شده است. به‌منظور برآورد مدل از روش‌های مدل‌یابی معادلات ساختاری و از نرم‌افزار Lisrel 8.5 استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که ابعاد رفتار سرمایه‌گذاران دارای تأثیر مستقیمی بر رضایت سرمایه‌گذاران بوده که نقدینگی سرمایه‌گذاری با ضریب اثر ۰/۷۹ و عدد معناداری ۳/۳۶ در رتبه اول تأثیر قرار گرفته است. قوانین و مقررات سرمایه‌گذاری با ضریب اثر ۰/۵۰ و عدد معناداری ۳/۳۶ در رتبه آخر قرار گرفته است. همچنین رضایت سرمایه‌گذاران بر تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد دارای تأثیر مستقیم است.

**کلیدواژه‌ها:** رفتار سرمایه‌گذاران؛ رضایت سرمایه‌گذاران؛ تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد؛ بورس اوراق بهادار تهران؛ مدل‌یابی معادلات ساختاری.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۱/۰۲/۱۵، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۲/۰۶/۱۸

\* دانشجوی دکتری، دانشگاه آزاد سنندج، واحد سنندج، باشگاه پژوهشگران جوان و نخبگان، سنندج، ایران (نویسنده مسئول).

E-mail: Mojtabarostami37@yahoo.com

\*\* استادیار، دانشگاه کردستان.

\*\*\* استادیار، دانشگاه کردستان.

## ۱. مقدمه

دستیابی به رشد بلندمدت و مداوم اقتصادی، نیازمند تجهیز و تخصیص بهینه منابع در سطح اقتصاد ملی است و این مهم بدون کمک بازارهای مالی، به‌ویژه بازار سرمایه گسترده و کارآمد امکان‌پذیر نیست. در یک اقتصاد سالم، وجود سیستم مالی کارآمد در توزیع مناسب سرمایه و منابع مالی نقش اساسی دارد. معمولاً بازارهای مالی را به‌عنوان سیستمی مرکب از افراد و مؤسسات، ابزار و رویه‌هایی که پس‌اندازکنندگان و قرض‌گیرندگان را در یک‌جا جمع می‌کند، تعریف می‌نمایند [۲۵].

بازار سرمایه با هدف تأمین منابع بلندمدت برای سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف اقتصادی، نقش عمده‌ای را در رشد و توسعه اقتصادی کشورهای پیشرفته ایفا نموده که در این میان، بورس اوراق بهادار به‌عنوان اصلی‌ترین بخش بازار سرمایه مطرح می‌باشد. نقش اصلی بورس اوراق بهادار به‌عنوان رکن اساسی تشکیل بازار سرمایه، جذب و هدایت پس‌اندازها و نقدینگی سرگردان و پراکنده جامعه به مسیرهای بهینه و جهت‌دادن آن به طرف سرمایه‌گذاری مولد است [۱].

اگرچه مباحث رفتاری در دنیای سرمایه‌گذاری و موضوعات مالی قدمت دارد، اما از حدود ۳۰ سال گذشته تاکنون شاهد رشد و تبدیل این مباحث به یک رشته مستقل بوده‌ایم. ترکیدن حباب قیمتی سهام در اواخر دهه ۱۹۹۰ در آمریکا بر اهمیت درک رفتار غیرعقلایی سرمایه‌گذاران افزود و موجب رواج واژه‌هایی نظیر انسان "نرمال" در برابر انسان "عقلایی" گردید. انسان "نرمال" در دانش مالی رفتاری، بیان‌گر توصیف رفتار واقعی انسان در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی است. انسانی که دارای تمایلات و سوگیری‌های رفتاری است و افراد با درجات متفاوتی در معرض این سوگیری‌ها قرار دارند، به‌نحوی که برخی از آنها را به‌سادگی می‌توان در رفتارهای روزمره انسان مشاهده کرد [۳].

اصولاً سرمایه‌گذاران باید بررسی‌های وسیعی در مورد خرید یا فروش سهام عادی انجام دهند؛ زیرا آنها نقدترین دارایی خود را به سهام تبدیل می‌کنند. اگر آنها بدون توجه به یک سری از عوامل، اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند، نتایج مطلوبی از سرمایه‌گذاری عاید آنها نخواهد شد (ساعدی و مختاریان، ۱۳۸۸). آنچه در این پژوهش مورد بررسی قرار می‌گیرد، اثرات عواملی است که می‌تواند رفتار سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار دهد و در جهت‌دهی رفتار سرمایه‌گذاران در تمایل به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر باشد. این پژوهش به‌دنبال بررسی عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران در تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد در بازار بورس اوراق بهادار تهران است.

رفتار سرمایه‌گذاران در بورس، نحوه تصمیم‌گیری، تخصیص منابع پولی، قیمت‌گذاری و ارزیابی بازده شرکت‌ها را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد. شرایط مبهم و اشتباهات شناختی که در روان‌شناسی انسان ریشه دارد، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران اشتباهاتی در شکل‌دهی انتظارات خود داشته باشند و در نتیجه رفتارهای ویژه در هنگام سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی از خود بروز دهند [۱۴].

اخیراً توسط سولومان نشان داده شده که عوامل زیادی روی انتخاب یک محصول توسط مشتریان مؤثر است و بازارهای مالی، محیط کاملی برای بررسی رفتار مشتریان است. به‌رغم این موضوع، تحقیقات بسیار کمی در مورد کاربرد رفتار مشتریان و تکنیک‌های آن در مسائل مالی انجام شده است [۲۲].

در سال‌های گذشته یکی از دغدغه‌های بورس اوراق بهادار، جذب سرمایه‌گذاران و تشویق آنها به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار بوده است. همچنین از لحاظ تئوریک نیز پژوهشگران به دنبال شناسایی عوامل مؤثر بر رفتار خرید و فروش سهام سرمایه‌گذاران بوده‌اند. در این پژوهش متغیرهای مکان سرمایه‌گذاری، قوانین و مقررات سرمایه‌گذاری، موقعیت سرمایه‌گذاری، امنیت سرمایه‌گذاری، نقدینگی سرمایه‌گذاری و سودآوری سرمایه‌گذاری که بر رفتار سرمایه‌گذاران در تمایل به خرید و فروش دارایی‌هایشان تأثیر دارد، مورد بررسی قرار گرفته است.

باتوجه به میزان اهمیت موضوع مورد بحث در بازارهای مالی و همچنین میزان تأثیری که این موضوع در پیشبرد بازارهای مالی و در راستای پیشبرد اقتصادی کشور دارد، پژوهش‌هایی به صورت مجزا در داخل و خارج از کشور انجام گرفته است که از جمله پژوهش‌های خارج از کشور می‌توان به پژوهش‌های ناندا و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۰)؛ آچریا و پدرس<sup>۲</sup> (۲۰۰۵)؛ داوسن<sup>۳</sup> (۲۰۰۶)؛ شیم و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۸)؛ بروکمن و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۰۸)؛ آکسوی<sup>۶</sup> (۲۰۰۸) و آلكانتارا و میتسوهاشی<sup>۷</sup> (۲۰۱۲) اشاره کرد. همچنین از پژوهش‌های انجام گرفته در داخل کشور نیز می‌توان از پژوهش‌های فرخ‌نیا (۱۳۷۹)؛ حسین‌زاده بحرینی (۱۳۸۳)؛ نمازی و شیرزاده (۱۳۸۴)؛ عراقی (۱۳۸۵)؛ ابزری و همکاران (۱۳۸۶)؛ سجادی و همکاران (۱۳۸۶)؛ دهقان (۱۳۸۷)؛ توکلی‌محمدی و قاضی‌زاده (۱۳۸۸)؛ محمدی و همکاران (۱۳۸۹)؛ صامتی و همکاران (۱۳۸۹)؛ بیدگلی و همکاران (۱۳۸۹)؛ باغومیان (۱۳۹۰)؛ مرادی و احمدی (۱۳۹۰) و دموری و فرید (۱۳۹۰) نام برد.

1. Nanda et al
2. Acharya & Pedersen
3. Dawson
4. Shim et al
5. Brockman et al
6. Aksoy
7. Alcantara & Mitsuhashi

اما پژوهشی جامع و کامل که بتواند تمامی ابعاد مطرح شده در این پژوهش را در نظر بگیرد به چشم نمی‌خورد. لذا بررسی روند سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نیازمند پژوهشی جامع و کامل است که بتواند تمامی ابعاد ذکر شده را به صورت کامل و جامع در نظر بگیرد.

چنانچه سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار از یافته‌های این پژوهش استفاده کنند می‌توانند در سرمایه‌گذاری‌های خود و تصمیماتشان نسبت به خرید و فروش دارایی‌های مالی کارایی بیشتری داشته باشند. همچنین سازمان بورس اوراق بهادار تهران با بهره‌گیری از یافته‌های این پژوهش می‌تواند در جذب سرمایه‌گذاران و تشویق آنها به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار گامی اساسی بردارد.

لذا این پژوهش به دنبال پاسخ به این سوال اصلی است که عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران در تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد کدام‌اند؟

امروزه یکی از مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر اقتصاد کشورها، سرمایه‌گذاری و امور مربوط به آن است. این موضوع به دلیل اینکه عاملی برای تولید، اشتغال و به حرکت درآوردن چرخ‌های اقتصادی هر کشوری است، از جمله موضوعات اجتناب‌ناپذیر است. سرمایه‌گذاری از راه‌های مختلفی صورت می‌گیرد که از جمله آنها سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها از طریق بورس اوراق بهادار است. بورس اوراق بهادار با فراهم‌آوری ساز و کار لازم برای سرمایه‌گذاری، در سهام شرکت‌هایی که شرایط عرضه سهام خود را به مردم دارند، می‌تواند در پویایی شرکت‌ها و اقتصاد نقش بزرگی ایفا نماید؛ بنابراین، شرکت‌ها با عرضه سهام از طریق بورس اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران با خرید سهام و سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها، امکان مشارکت در توسعه اقتصادی را بدست آورده، خود را جزئی کمک‌کننده به توسعه و پیشرفت اقتصاد کشور می‌دانند (ابزری و دیگران، ۱۳۸۷).

تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران در ادبیات مالی تا مدت‌ها براساس نظریات کلاسیک مانند: نظریه مطلوبیت اقتصادی و نظریه رقابت<sup>۱</sup> تفسیر می‌شد. براساس اصول بنیادین نظریه مطلوبیت که توسط نویمان و مورگنسترن<sup>۲</sup> (۱۹۴۷) توسعه داده شد، یک سرمایه‌گذار: (۱) کاملاً عقلانی است و تصمیمات منطقی خواهد گرفت؛ (۲) قادر به حل مسائل پیچیده خواهد بود؛ (۳) ریسک‌گریز است و (۴) همواره در صدد آن است که ثروت خود را حداکثر نماید (ناجی و ابن بنگر<sup>۳</sup>، ۱۹۹۴). در نظریات مطلوبیت فرض می‌شود که سرمایه‌گذار براساس بده و بستان و ارتباط بین بازده و ریسک در صدد است میزان رضایتمندی خود را از ترکیب سرمایه‌گذاری انتخاب شده به حداکثر

---

1. Competing Theory  
2. Neumann and Morgenstern  
3. Nagy and Obenbenger

برساند. مفروضات نظریه رقابت در ارتباط با نظریه مطلوبیت واقعی تر است [۱۹]. رفتار واقعی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار در برخی موارد نظریه حداکثرکردن مطلوبیت و سایر نظریات کلاسیک را زیر سؤال می‌برد. بنابراین نظریه رفتاری در مباحث مالی مورد توجه قرار گرفت. اگرچه نظریات مالیة رفتاری جدید بوده و سابقه آن به یک دهه پیش بازمی‌گردد، ولی بحث دخالت خصوصیات روانشناختی و رفتاری افراد در تصمیمات خرید بسیار پیش‌تر توسط افرادی مانند اسمیت<sup>۱</sup> (خودبرتربینی)، فیشر<sup>۲</sup> (روح‌های حیوانی در بازار سهام)، کینز<sup>۳</sup> (خودکنترلی، دوران‌دیشی و عادت اشخاص) و مارکویتز<sup>۴</sup> (نقاط مرجع ۵) مطرح گردید. مالیة رفتاری بر روی چگونگی تفسیر و به‌کارگیری اطلاعات در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار تمرکز دارد و تشریح‌کننده بسیاری از رفتارهای غیرعادی و غیرمنطقی در بازار است. مالیة رفتاری توسط شفر (۱۹۹۹) "به‌عنوان حوزه‌ی سریعاً در حال رشد که با تأثیر روانشناسی بر رفتار دست‌اندرکاران بازار سر و کار داشته" تعریف شده است. پژوهش‌های مالیة رفتاری در چند سال اخیر توسعه زیادی داشته است و این پژوهش‌ها به‌دنبال پاسخگویی به این موارد است: تشریح بروز حباب قیمت در بازار سرمایه، حجم بالای معاملات در بازار و نوسان شدید قیمت‌ها، دشواری ارزش‌گذاری سهام، حساسیت بالای قیمت اوراق بهادار در برابر اخبار نامناسب، نگرش و عقیده مدیران عالی شرکت در مورد پایین بودن قیمت بازاری سهام شرکت آنها نسبت به ارزش ذاتی، استقبال بازار از یک سهم علی‌رغم عدم وجود شواهد کافی. پاسخگویی به اکثر موارد فوق منوط بر درک صحیح رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه می‌باشد. قطعاً درک صحیح فرآیند رفتاری و پیامدهای آن برای برنامه‌ریزان مالی از اهمیت بسیار زیادی برخوردار است. چرا که درک صحیح از رفتار سرمایه‌گذاران در بازار می‌تواند به برنامه‌ریزان مالی بازار در تدوین استراتژی تجهیز و تخصیص منابع مالی کمک شایانی نماید [۱۹]. بر این اساس این مهم در قالب اهداف این پژوهش پاسخ داده خواهد شد.

**هدف اصلی.** شناسایی عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران در تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد. در همین راستا این مطالعه اهداف فرعی زیر را دنبال می‌کند:

1. Smith
2. Fisher
3. Keynes
4. Markowitz
5. Reference Point

### اهداف فرعی:

- شناسایی اثر مکان سرمایه‌گذاری بر رضایت سرمایه‌گذاران.
- شناسایی اثر قوانین و مقررات سرمایه‌گذاری بر رضایت سرمایه‌گذاران.
- شناسایی اثر موقعیت سرمایه‌گذاری بر رضایت سرمایه‌گذاران.
- شناسایی اثر امنیت سرمایه‌گذاری بر رضایت سرمایه‌گذاران.
- شناسایی اثر نقدینگی سرمایه‌گذاری بر رضایت سرمایه‌گذاران.
- شناسایی اثر سودآوری سرمایه‌گذاری بر رضایت سرمایه‌گذاران.
- شناسایی اثر رضایت سرمایه‌گذاران بر تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد.

### ۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار. دهقان (۱۳۸۷) در پژوهشی با عنوان "بررسی عوامل روانی تأثیرگذار بر قصد افراد به سرمایه‌گذاری سهام در بورس اوراق بهادار"، نتیجه گرفت که عوامل روانی به‌طور قابل توجهی بر رفتار سرمایه‌گذاران و قصد آنها برای سرمایه‌گذاری تأثیر دارد [۸].

در پژوهشی با عنوان "بررسی رفتار مدیران سرمایه‌گذار و تحلیل‌گران مالی در مورد پیش‌بینی بازار و انتخاب سهام در بورس اوراق بهادار تهران" که توسط توکلی‌محمدی و قاضی‌زاده (۱۳۸۸) انجام شد، نتیجه‌گیری شد که تحلیل‌گران و مدیران سرمایه‌گذاری بورس اوراق بهادار تهران تأکید بیشتری بر تکنیک‌های سنتی یعنی تکنیک‌های تجزیه و تحلیل بنیادی و تکنیکال نسبت به تکنیک‌های جدید یعنی تکنیک‌های تجزیه و تحلیل پرتفوی دارند [۴].

محمدی و همکاران (۱۳۸۹)، در پژوهش خود با عنوان "تجزیه و تحلیل رفتار جمعی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل فضای حالت"، به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران به‌صورت جمعی و مستمر از عامل بازار تبعیت می‌کنند [۲۱].

از پژوهش باغومیان (۱۳۹۰)، با عنوان "بررسی روند اثر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران"، روند رو به رشد اثر رفتار سرمایه‌گذاران در نزد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۷ نتیجه گرفته شد [۲].

مرادی و احمدی (۱۳۹۰)، پژوهشی با عنوان "تعیین عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در عرصه بازارهای ناقص" انجام دادند. در این پژوهش نتیجه حاصل گردید که فقط متغیر جریان‌های نقد عملیاتی، با تغییرات مخارج سرمایه‌ای رابطه معناداری دارد [۲۳].

در پژوهشی که توسط خوش‌طینت و حاجیان (۱۳۸۷)، باعنوان "تأثیر افزایش سود تقسیمی بر رفتار سرمایه‌گذاران"، انجام شد نتیجه‌گیری این بود که افزایش سود تقسیمی بر حجم معاملات سهام مؤثر است. همچنین نتیجه گرفتند که عکس‌العمل سرمایه‌گذاران نسبت به خبر افزایش تقسیم سود، عکس‌العملی کوتاه‌مدت است [۶].

**مکان و موقعیت سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران.** پژوهش‌های انجام گرفته حاکی از آن است که شاخص‌های نرخ بهره، نرخ تورم، عوامل ریسک اقتصادی و سیاسی و برنامه‌های دولت در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار مؤثر هستند [۳۲، ۳۱، ۳۰، ۵]. مکان و موقعیت سرمایه‌گذاری بر رضایت سرمایه‌گذاران تأثیر مثبتی دارند [۳۵]. اطمینان از سرمایه‌گذاری به انتخاب مکان توسط سرمایه‌گذاران بستگی دارد [۳۴].

فرضیه اول: مکان سرمایه‌گذاری بر رضایت سرمایه‌گذاران مؤثر است.  
فرضیه دوم: موقعیت سرمایه‌گذاری بر رضایت سرمایه‌گذاران مؤثر است.

**امنیت و قوانین و مقررات سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار.** عبیری (۱۳۸۵)، در پژوهشی باعنوان "امنیت سرمایه‌گذاری"؛ رهبر و همکاران (۱۳۸۶)، در پژوهشی باعنوان "موانع سرمایه‌گذاری و تأثیر آن بر رشد اقتصادی در ایران" و سعادت مهر (۱۳۹۰) در پژوهش خود باعنوان "بررسی تأثیر امنیت بر سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران" به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی نیازمند امنیت سرمایه‌گذاران است و برای سرمایه‌گذاری باید امنیت سرمایه‌گذاران تأمین شود. امنیت و قوانین و مقررات لازمه رشد اقتصادی هستند [۱۵]. از پژوهش سویزی و محمدی (۱۳۹۰)، باعنوان "نقش سرمایه اجتماعی در امنیت سرمایه‌گذاری"، الزام تأمین امنیت در محیط‌های مستعد سرمایه‌گذاری به‌عنوان یک ضرورت بسیار مهم و کلیدی نتیجه‌گیری شد. همچنین این نتیجه به‌عمل آمد که امنیت ملی و اجتماعی در گرو امنیت سرمایه‌گذاری اقتصادی می‌باشد. امنیت سرمایه‌گذاری و قوانین و مقررات سرمایه‌گذاری در ارتباط مستقیم با رضایت سرمایه‌گذاران قرار دارند [۳۵].

ابزری و همکاران در پژوهش خود باعنوان "نقش گروه‌های مرجع در ترغیب افراد به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار (مطالعه موردی: بورس اوراق بهادار اصفهان)"، نتیجه گرفتند که گروه‌های مرجع در ترغیب افراد به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار اصفهان تأثیر بسزایی دارند.

مقررات اثر معناداری بر سرمایه‌گذاری دولتی و خصوصی دارد به‌گونه‌ای که افزایش قوانین و مقررات اثر منفی بر سرمایه‌گذاری خصوصی و اثر مثبت بر سرمایه‌گذاری دولتی دارد [۲۸].  
باتوجه به بسیاری از خطرات و زیان‌های مرتبط با امنیت می‌توان راه‌حلهایی برای سرمایه‌گذاری برگزید و پیشنهاد داد [۳۳].

فرضیه سوم: امنیت سرمایه‌گذاری بر رضایت سرمایه‌گذاران مؤثر است.  
فرضیه چهارم: قوانین و مقررات سرمایه‌گذاری بر رضایت سرمایه‌گذاران مؤثر است.

**سودآوری و نقدینگی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار.** یحیی‌زاده‌فر و خرم‌دین (۱۳۸۷)، در پژوهشی به بررسی تأثیر عوامل نقدشوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند [۲۴].

پژوهش‌ها نشان می‌دهد که اطلاعات مالی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار نقش تعیین‌کننده‌ای دارد [۱۸]. که از این اطلاعات می‌توان به نسبت‌های سودآوری و نقدینگی اشاره کرد. همچنین تقسیم سود و سود هر سهم در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارند [۲۲].

قدرت نقدشوندگی سهام و موقعیت سرمایه‌گذاری و همچنین سودآوری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بر رفتار سرمایه‌گذاران در تصمیم آنها به خرید و فروش سهام تأثیرگذار هستند [۲۰].

همچنان که پژوهش حامدیان (۱۳۷۹) نیز نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تابع سود نقدی هر سهم می‌باشد [۵].

فرخ‌نیا (۱۳۷۹) در پژوهشی تحت عنوان "نقش اطلاعات مالی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران"، میزان اطلاعات مالی و همچنین میزان استفاده سرمایه‌گذاران از داده‌های مالی را در سرمایه‌گذاری و تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار داد. نتایج این پژوهش حاکی از عدم استفاده از الگوی خاص در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، ضعف دانش تخصصی سرمایه‌گذاران و ضعف مکانیزم اطلاع‌رسانی بورس تهران است [۱۸].

مریکاس و همکارانش<sup>۱</sup> (۲۰۰۳) از طریق مطالعه پیمایشی سعی نمودند که عوامل تأثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی را در بازار سرمایه یونان شناسایی نمایند. نتایج تحقیق آنها نشان می‌دهد که معیار تصمیم‌گیری افراد در خرید یک سهم ترکیبی از معیارهای اقتصادی و معیارهای روانشناختی می‌باشند. آنها دریافتند که تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران همواره یک رویکرد منسجم و

1. Merikas et al



عقلایی نخواهد بود و آنها براساس گروهی از عوامل تصمیمات خود را می‌گیرند. یافته‌های تحقیق آنها نشان داد که اطلاعات مالی و حسابداری و اطلاعات عمومی منتشر شده در بازار سرمایه، انتظارات سرمایه‌گذاران را برای خرید یک سهم شکل خواهد داد. یکی از جدیدترین تحقیقات صورت گرفته در رابطه با شناسایی عوامل تأثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی، تحقیقی پیمایشی است که توسط حسن التمیمی<sup>۱</sup> (۲۰۰۶) در بازار سرمایه امارات صورت گرفت. وی متغیرهای تأثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران را در پنج گروه از عوامل طبقه‌بندی نمود. این عوامل عبارتند از: اطلاعات مالی و حسابداری، اطلاعات خنثی، توصیه‌های جانبدارانه، انطباق تصویر خود و شرکت و نیازهای شخصی سرمایه‌گذار. برای گردآوری داده‌ها، ۳۵۰ پرسشنامه به‌طور تصادفی بین سرمایه‌گذاران حقیقی در بازارهای مالی امارات توزیع گردید و یافته‌های این تحقیق حاکی از این است که متغیرهای مرتبط با نظریهٔ 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 خواهد بود. از دیگر یافته‌های این تحقیق بیانگر این است که اطلاعات عمومی بازار از قبیل روند شاخص، وضعیت معاملات در بازار و اطلاعات منتشرشده از سوی شرکت بر انتظارات سرمایه‌گذار تأثیر مستقیم خواهد داشت [۸].

مدیران و سرمایه‌گذاران باتوجه به توانایی‌های خود (نقدینگی، توانایی سرمایه‌گذاری و ساختار صندوق‌های سرمایه‌گذاری) در انتخاب صندوق‌های سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاری اقدام می‌کنند (ناندا و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۰). سودآوری با سرمایه‌گذاری رابطهٔ مستقیم دارد و هرچه بازده مورد انتظار سهام بالاتر باشد بنابراین سرمایه‌گذاری بیشتری صورت می‌گیرد [۲۹]. وجود نرخ بازده تاریخی بالاتر، تمایل به ریسک را در سرمایه‌گذاران افزایش می‌دهد؛ ادراک ریسک بالاتر توسط سرمایه‌گذاران، تمایل به ریسک را در آنها کاهش می‌دهد؛ از دید سرمایه‌گذاران متخصص، بین ادراک ریسک و نرخ بازده مورد انتظار رابطهٔ مستقیم وجود دارد؛ درحالی که از دید سرمایه‌گذاران مبتدی، بین ادراک ریسک و نرخ بازده مورد انتظار هیچ نوع همبستگی‌ای وجود ندارد؛ سرمایه‌گذاران با ادراک ریسک بالاتر، حجم سرمایه‌گذاری پایین‌تری خواهند داشت؛ وجود اطلاعات عملکرد گذشته در مورد یک شرکت برای سرمایه‌گذاران، مبنایی برای نرخ بازده مورد انتظار بالاتر ایجاد می‌کند [۲۷].

1. Hassan al-Tamimi  
2. Nanda et al

نقدینگی بازار سهام نقش مهمی در خرید مجدد و سود سهام دارد [۲۶]. پژوهش شیم و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۸) حاکی از آن است که سودآوری سرمایه‌گذاری می‌تواند اثر مثبتی بر رضایت سرمایه‌گذاری داشته باشد؛ همچنین نقدینگی سرمایه‌گذاری بر رضایت سرمایه‌گذاری اثر مثبتی دارد [۳۵].

فرضیه پنجم: نقدینگی سرمایه‌گذاری بر رضایت سرمایه‌گذاران مؤثر است.

فرضیه ششم: سودآوری سرمایه‌گذاری بر رضایت سرمایه‌گذاران مؤثر است.

**رضایت سرمایه‌گذاران و تمایل به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران.** قابلیت اطمینان به کارگزاران، عملکرد اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و عملکرد اطلاعاتی شرکت‌ها بر سطح رضایت سهامداران از سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است [۱۷].

همچنین رضایتمندی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران از محتوای گزارش‌های

شرکت‌های موجود در بورس ناشی می‌شود [۱۱].

قابلیت اعتماد، پاسخگویی، اطمینان و دلسوزی و تعهد بر رضایت سرمایه‌گذاران در بورس‌های منطقه‌ای تهران، اصفهان و یزد تأثیرگذار است [۷]. رضایت سرمایه‌گذاران تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد را در بازار املاک و مستقالات موجب می‌شود [۳۵].

فرضیه هفتم: رضایت سرمایه‌گذاران بر تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد آنها مؤثر است.

به‌طور کلی شواهد تجربی بدست آمده از مطالعات صورت گرفته در بازارهای سرمایه‌گویای این واقعیت است که فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و رفتار آنها بسیار پیچیده بوده و امکان ارائه یک الگوی واحد برای پیش‌بینی رفتار آنها در بازار به‌راحتی میسر نخواهد بود. در بسیاری از مواقع رفتار سرمایه‌گذاران در بورس غیرعقلایی می‌باشد و شناسایی محرک‌های رفتاری امکان‌پذیر نخواهد بود.

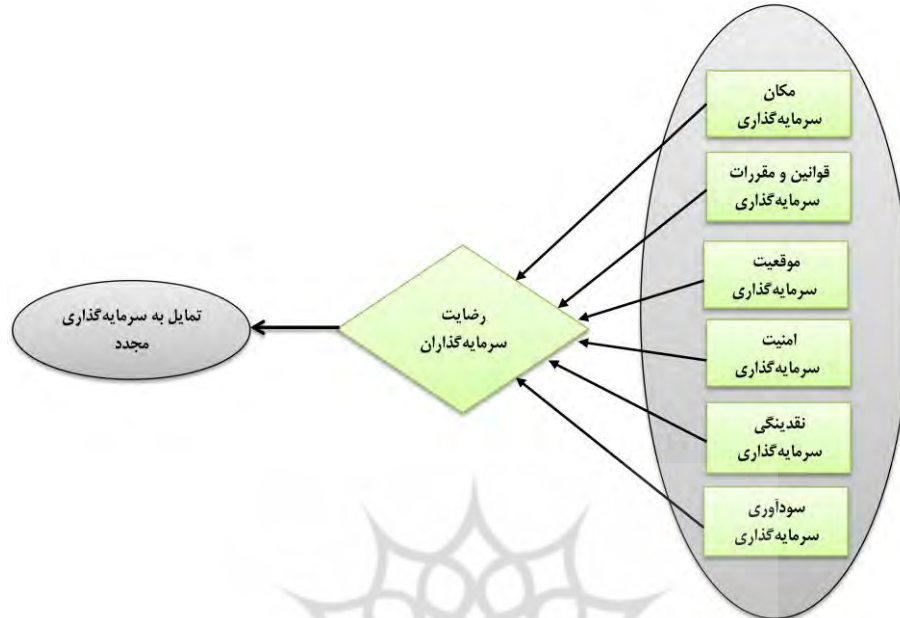
### ۳. مدل مفهومی پژوهش

مطالعات نشان می‌دهند که عوامل متعددی بر تصمیم‌گیری‌های سهامداران برای خرید یا فروش سهام اثرگذارند. استناد به مبانی نظری و پیشینه پژوهش حاکی از آن است که تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران فاقد مدلی از پیش تعیین‌شده و جهان‌شمول است. در این پژوهش پس از بررسی و مطالعه مدل‌های مختلف عوامل مؤثر بر رفتار

1. Shim et al

سرمایه‌گذاران، مدل زیر باتوجه به پیشینه پژوهش و باتوجه به فرضیه‌های مطرح گشته، به‌عنوان مدل نظری پژوهش انتخاب شد.

عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران



نمودار ۱. مدل مفهومی پژوهش

#### ۴. روش‌شناسی

نوع پژوهش براساس هدف، کاربردی - توصیفی است و روش آن براساس نحوه گردآوری داده‌ها، توصیفی و از نوع همبستگی و به‌طور اخص از نوع مدل‌یابی معادلات ساختاری است.

#### قلمرو پژوهش

**قلمرو مکانی پژوهش.** قلمرو مکانی این پژوهش شامل سرمایه‌گذاران فعال در بورس اوراق بهادار تهران در کشور ایران می‌باشد که به‌صورت حضوری سرمایه‌گذاری می‌کنند.

**قلمرو زمانی پژوهش.** از لحاظ قلمرو زمانی، این پژوهش بصورت مقطعی در بازه‌ای ۹ ماهه و در نیمه اول و دوم سال ۱۳۹۲ انجام گرفته است.

**قلمرو موضوعی پژوهش.** قلمرو موضوعی پژوهش شامل پیوند دانش مالی کلاسیک و نئوکلاسیک و دانش مالی رفتاری و همچنین استفاده از مباحث رفتار سازمانی در موضوع مورد بررسی می‌باشد.

**جامعه و نمونه آماری.** جامعه آماری این پژوهش را سرمایه‌گذاران بازار بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند. باتوجه به این مسئله که جامعه آماری، جامعه‌ای نامحدود است، لذا در این پژوهش از فرمول کوکران (جامعه نامحدود) برای نمونه‌گیری استفاده شده است:

$$n = \frac{Z_{\alpha/2}^2 \times p \times q}{d^2}$$

$$n = \frac{(1.96)^2 \times 0.5 \times 0.5}{(0.05)^2} \cong 384$$

براساس فرمول بالا مقدار نمونه جامعه آماری تعداد ۳۸۴ نفر بدست آمد. برای رفع اثرات پرسشنامه‌های گم شده و ناقص بر روی نتایج پژوهش ۴۰۰ پرسشنامه توزیع گردید که از ۴۰۰ پرسشنامه توزیع شده، ۳۷۷ پرسشنامه برگشت داده شده است که از این تعداد، ۳۶۳ پرسشنامه برای تجزیه و تحلیل مناسب و مورد استفاده قرار گرفت.

**ابزار گردآوری داده‌ها.** باتوجه به هدف پژوهشگر، از ابزارهای مختلف و از دو روش کتابخانه‌ای و میدانی برای جمع‌آوری اطلاعات استفاده شده است که از روش کتابخانه‌ای برای جمع‌آوری اطلاعات مربوط به ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق و از روش میدانی برای طراحی پرسشنامه و توزیع آن در بین نمونه آماری استفاده شده است.

ابزار گردآوری اطلاعات، وسایلی هستند که محقق به کمک آنها می‌تواند اطلاعات مورد نیاز را برای تجزیه و تحلیل و بررسی پدیده مورد مطالعه جمع‌آوری کند. ابزارهای اندازه‌گیری و گردآوری اطلاعات به دو دسته کلی تقسیم می‌شوند: استاندارد و ساخته شده توسط محقق. ابزارهای استاندارد که به دلیل کاربردهای فراوان در مسیر تجارب تحقیقاتی مورد اصلاح قرار گرفته‌اند و قابلیت اعتماد بالایی دارند، بیشتر توسط محققان استفاده می‌شوند. وجود ابزار استاندارد کار تحقیق را آسان می‌نماید و محقق با اطمینان بالایی از آنها استفاده می‌کند. به عبارت دیگر این ابزارها هم باعث صرفه‌جویی در زمان انجام تحقیق و هم باعث افزایش اعتبار تحقیق علمی می‌گردد. ابزار استفاده شده در این پژوهش، پرسش‌نامه از نوع بسته می‌باشد.

**روایی.** برای بدست آوردن روایی آزمون در این پژوهش با بهره‌گیری از نظرات و راهنمایی‌های برخی از صاحب نظران، سؤالات آزمون مورد بررسی قرار گرفت و ابهامات آن برطرف گردید، که این امر بیانگر روایی محتوایی<sup>۱</sup> قابل قبول آزمون می‌باشد. مقصود این است که آیا ابزار اندازه‌گیری مورد نظر می‌تواند ویژگی و خصوصیتی که ابزار برای آن طراحی شده است را اندازه‌گیری کند یا خیر؟ به عبارت دیگر مفهوم روایی (validity) به این سوال پاسخ می‌دهد که ابزار اندازه‌گیری تا چه حد خصیصه مورد نظر را می‌سنجد. نظر کارشناسان و خبرگان می‌تواند کمک خوبی برای بهبود روایی ابزار اندازه‌گیری باشد. موضوع روایی از آن جهت اهمیت دارد که اندازه‌گیری‌های نامتناسب می‌تواند هر پژوهش علمی را بی‌ارزش سازد. برای بررسی روایی محتوایی پرسشنامه‌های پژوهش حاضر از تکنیک دلفی روایی (اعتبار) پرسشنامه محقق ساخته مربوط به عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران و رضایت سرمایه‌گذاران و تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد را به تأیید رسانده‌اند.

جدول میانگین و انحراف معیار نظرات اساتید و خبرگان در ادامه آمده است که نشان‌دهنده مرتبط بودن سؤالات پرسشنامه به هدف پژوهش می‌باشد. زیرا مشاهده می‌شود میانگین نظرات اساتید و خبرگان در سطح بالایی قرار داشته و سؤالات مورد نظر را در سطح بالایی مرتبط تشخیص داده‌اند. اما در پرسشنامه خبرگان برخی از سؤالات که دارای میانگین‌های کوچک‌تر از مقدار متوسط (۳) بودند از ساختار پرسشنامه حذف گردیدند و یا طبق نظر اساتید تغییراتی جزئی از لحاظ ویرایشی در برخی از سؤالات لحاظ گردید.

**پایایی.** در این پژوهش برای بدست آوردن پایایی پرسشنامه از ضریب آلفای کرونباخ برای پیش‌تست<sup>۲</sup> استفاده شده است. بدین نحو که قبل از اجرای نهایی، ۳۰ نفر از نمونه پژوهش به‌طور تصادفی انتخاب شدند، سپس پرسشنامه در اختیار آنان قرار گرفت و با استفاده از داده‌های بدست آمده از این پرسشنامه‌ها و به کمک نرم‌افزار آماری SPSS میزان ضریب اعتماد با روش آلفای کرونباخ محاسبه شد که به شرح جدول (۱) ارائه می‌گردد. همان‌گونه که مشاهده می‌شود، آلفای کرونباخ کل برای پرسشنامه‌های عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران و رضایت سرمایه‌گذاران به ترتیب برابر با ۰/۹۳۳ و ۰/۸۵۷ می‌باشد که بیانگر ثبات و همسانی درونی پرسشنامه می‌باشد. برای محاسبه ضریب آلفای کرونباخ ابتدا باید واریانس نمره‌های هر زیرمجموعه سؤال‌های پرسشنامه و واریانس کل را محاسبه کرد. سپس با استفاده از فرمول زیر مقدار ضریب آلفا را محاسبه می‌کنیم.

1. Content Validity  
2. Pre-Test

$$r_{\alpha} = \frac{J}{J-1} \left( 1 - \frac{\sum_{j=1}^n s_j^2}{S^2} \right)$$

جدول ۱. میزان آلفای کرونباخ پرسشنامه

ردیف	عنوان متغیر	تعداد سؤالات	میزان آلفای کرونباخ	ضریب کل
۱	مکان سرمایه‌گذاری	۷	۰/۸۷۷	۰/۹۳۳
۲	قوانین و مقررات سرمایه‌گذاری	۳	۰/۷۲۲	
۳	موقعیت سرمایه‌گذاری	۶	۰/۸۳۱	
۴	امنیت سرمایه‌گذاری	۴	۰/۸۸۶	
۵	نقدینگی سرمایه‌گذاری	۹	۰/۷۶۳	
۶	سودآوری سرمایه‌گذاری	۱۱	۰/۷۱۴	
۷	رضایت سرمایه‌گذاران	۱۴	۰/۸۵۷	

**تحلیل عاملی اکتشافی متغیرهای پژوهش.** لازم به ذکر است، برای عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران اندازه کفایت نمونه (KMO) آماره‌ای که برای تشخیص سهم واریانس در متغیرهایی که دارای واریانس مشترک هستند و همچنین آزمون معناداری کرویت نمونه بارتلت<sup>۱</sup> در تحلیل عاملی اکتشافی توسط SPSS به ترتیب برابر ۰/۷۸۸ و ۰/۰۰۰ است. لذا می‌توان نتیجه گرفت که داده‌ها برای تحلیل عاملی مناسب می‌باشد. همچنین برای رضایت سرمایه‌گذاران به ترتیب برابر ۰/۹۵۰ و ۰/۰۰۰ است. بنابراین برای این متغیر هم می‌توان نتیجه گرفت که داده‌ها برای تحلیل عاملی مناسب می‌باشد.

جدول ۲. نتایج ناشی از تحلیل عاملی اکتشافی بر روی مدل

عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران		
آزمون KMO	۰/۷۸۸	رضایت سرمایه‌گذاران
آزمون بارتلت	۰/۰۰۰	۰/۹۵۰
عدد اشتراکات عامل‌ها	همگی بزرگ‌تر از ۰/۵	همگی بزرگ‌تر از ۰/۵
تعداد عامل‌های تعیین شده	۶	۱
کل واریانس تبیین شده	۸۷/۴۶۲	۸۲/۳۳۱

آزمون KMO که شاخص کفایت نمونه‌برداری خوانده می‌شود، شاخصی است که مقادیر همبستگی مشاهده شده را با مقادیر همبستگی جزیی مقایسه می‌کند. عدد آزمون KMO باید بزرگ‌تر از ۰/۷ باشد، مقدار کوچک KMO بیانگر آن است که همبستگی بین زوج متغیرها

1. Bartlett

نمی‌تواند توسط متغیرهای دیگر تبیین گردد. سطح معناداری آزمون بارتلت نیز بایستی کمتر از ۰/۰۵ باشد. جدول اشتراکات، نشان‌دهنده مناسب بودن سوالات این حوزه در فرآیند تحلیل عاملی می‌باشد. لازم به ذکر است که اگر عدد اشتراکات حداقل برابر با ۰/۵ باشد، مورد پذیرش است. جدول کل واریانس تبیین‌شده نیز نشان می‌دهد که متغیرهای موجود می‌توانند به چند عامل تبدیل شوند و این عامل‌ها چند درصد از واریانس حوزه مورد نظر را تبیین و پوشش می‌دهند، این مقدار نباید کمتر از ۰/۵ باشد.

باتوجه به آنچه گفته شد، روایی هر دو پرسشنامه با استفاده از تحلیل عاملی اکتشافی حاصل شده است.

## ۵. تحلیل داده‌ها

**تحلیل‌های آمار توصیفی.** یافته‌های حاصل از پژوهش در زمینه توزیع فراوانی جنسیت نشان می‌دهد که از ۳۶۳ نفر از افراد مورد پژوهش ۳۴۵ نفر (۹۵٪) مرد و ۱۸ نفر (۵٪) زن می‌باشند. بر این اساس افراد سرمایه‌گذار با جنسیت مرد درصد بیشتری در نمونه مورد مطالعه دارند.

همچنین جدول فوق در زمینه سن در بین جامعه مورد پژوهش نشان می‌دهد که از ۳۶۳ نفر از افراد مورد پژوهش (سرمایه‌گذاران)، ۸ نفر معادل (۲/۲٪) ۲۰-۲۴ سال، ۵۴ نفر معادل (۱۴/۹٪) ۲۵-۲۹ سال، ۱۲۷ نفر معادل (۳۵٪) ۳۰-۳۴ سال و ۱۰۹ نفر آنها (۳۰٪) ۳۵-۳۹ سال، ۶۵ نفر معادل (۱۷/۹٪) ۴۰ سال به بالا می‌باشند و لازم به ذکر است که افراد زیر ۲۰ سال در این آزمون مشاهده نشده است. بنابراین نتیجه می‌گیریم افراد در رده سنی ۳۰-۳۴ بیشترین تعداد و رده سنی ۲۰-۲۴ کمترین تعداد را در میان نمونه مورد بررسی به خود اختصاص داده‌اند.

یافته‌های حاصل از پژوهش در زمینه توزیع فراوانی محل تولد در بین جامعه مورد پژوهش نشان می‌دهد که از ۳۶۳ نفر از افراد مورد پژوهش، ۳۵۹ نفر (۹۸/۹٪) استان تهران و ۴ نفر (۱/۱٪) سایر استان‌ها بوده‌اند. بر این اساس می‌توان گفت که درصد بسیار بالایی از سرمایه‌گذاران مورد بررسی ساکن استان تهران هستند.

در زمینه توزیع فراوانی مربوط به تحصیلات می‌توان گفت که از ۳۶۳ نفر از افراد مورد پژوهش، ۷۳ نفر (۲۰/۱٪) دیپلم، ۶۲ نفر (۱۷/۱٪) فوق دیپلم و ۱۷۵ نفر (۴۸/۲٪) لیسانس و ۴۹ نفر (۱۳/۵٪) فوق لیسانس و ۴ نفر (۱/۱٪) دکترا می‌باشند. بر این اساس و باتوجه به متغیر تحصیلات می‌توان گفت که افراد با مدرک لیسانس بالاترین فراوانی را در نمونه مورد بررسی دارند.

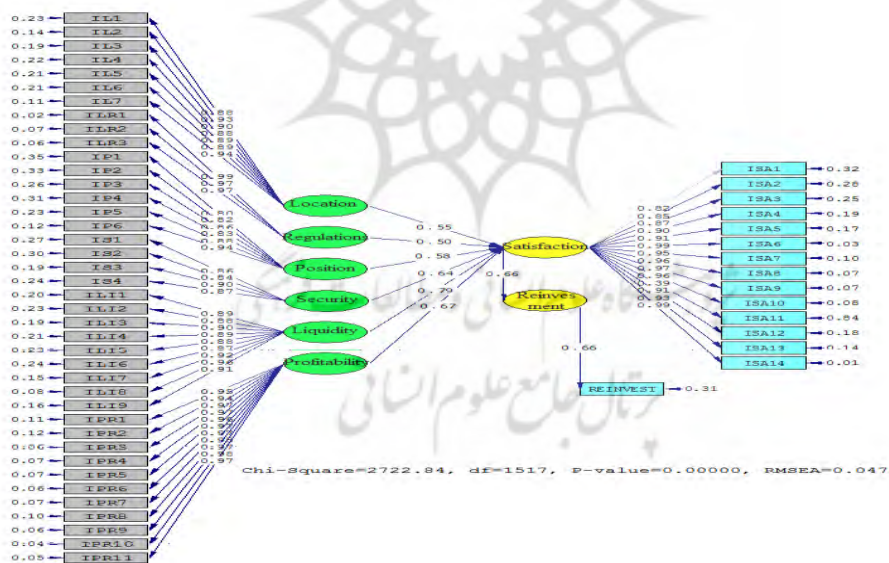
یافته‌های حاصل از پژوهش در زمینه توزیع فراوانی مربوط به تجربه فعالیت سرمایه‌گذاران در بین جامعه مورد پژوهش نشان می‌دهد که از ۳۶۳ نفر، ۱۱ نفر (۳٪) کمتر از ۶ ماه، ۲۹ نفر (۸٪) بین ۶ تا ۱ سال، ۴۷ نفر (۱۲/۹٪) بین ۱ تا ۲ سال، ۶۶ نفر (۱۸/۲٪) بین ۲ تا ۴ سال و

۲۱۰ نفر (۵۷/۹٪) بیشتر از ۴ سال در زمینه بورس اوراق بهادار فعالیت دارند که بالاترین درصد براساس نتایج اختصاص به سرمایه‌گذاران با تجربه فعالیت ۲ تا ۴ سال دارد.

یافته‌های حاصل از پژوهش در زمینه توزیع فراوانی مربوط به دوره دریافت سود در بین سرمایه‌گذاران نشان می‌دهد که از ۳۶۳ نفر، ۱۶۳ نفر (۴۴/۹٪) هر ۳۰ روز یک بار، ۴۵ نفر (۱۲/۹٪) هر ۴۵ روز یک بار، ۲۹ نفر (۸٪) هر ۶۰ روز یک بار، ۲۵ نفر (۶/۶٪) هر ۹۰ روز یک بار، ۴۰ نفر (۱۱/۶٪) هر ۱۸۰ روز یک بار، ۴۴ نفر (۱۱/۸٪) هر سال یک بار و ۱۵ نفر (۴/۱٪) هر دو سال یک بار می‌باشند. نتایج تحلیل توصیفی در این قسمت نشان‌دهنده آن است که بیشترین افراد از سرمایه‌گذاران مورد بررسی برای دریافت سود هر ۳۰ روز یک بار تمایل به سرمایه‌گذاری دارند.

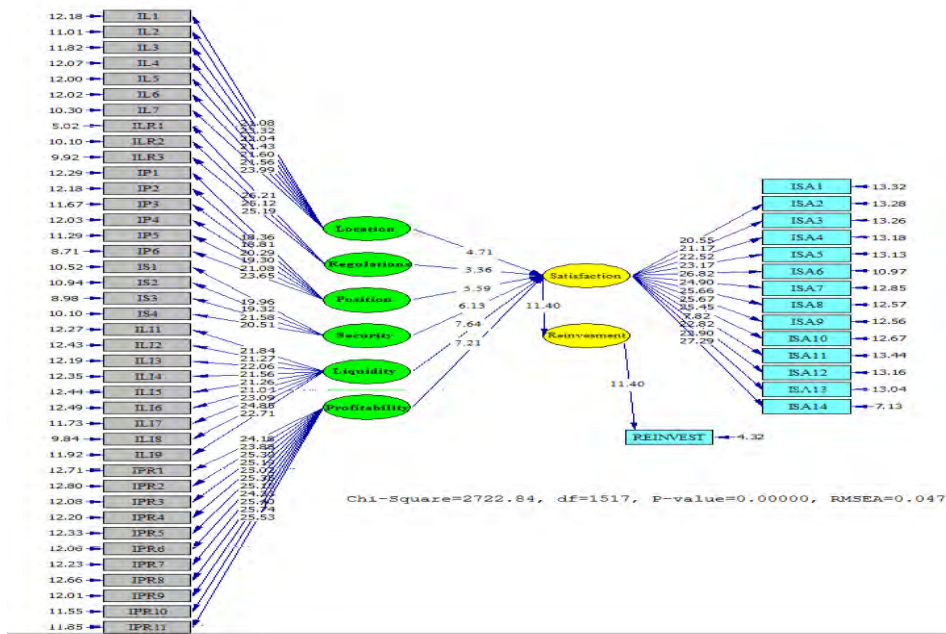
و در نهایت اینکه در زمینه درآمد ماهیانه از بورس در بین جامعه مورد پژوهش از ۳۶۳ نفر، ۲۵ نفر (۶/۹٪) زیر ۲۰۰ هزار تومان، ۴۰ نفر (۱۱٪) ۲۰۱ الی ۴۰۰ هزار تومان، ۵۱ نفر (۱۴٪) ۴۰۱ الی ۶۰۰۰ هزار تومان، ۸۳ نفر (۲۲/۹٪) ۶۰۱ الی ۸۰۰ هزار تومان، ۵۸ نفر (۱۶٪) ۸۰۱ الی ۱ میلیون تومان و ۱۰۶ نفر (۲۹/۲٪) ۱ میلیون به بالا درآمد داشته‌اند. براین اساس افراد با درآمد یک میلیون به بالا بیشترین آمار را در میان سرمایه‌گذاران و نمونه مورد بررسی به‌خود اختصاص داده‌اند.

### آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از مدل‌یابی معادلات ساختاری



نمودار ۲. مدل ساختاری پژوهش در حالت تخمین استاندارد (فرضیات پژوهش)





نمودار ۳. مدل ساختاری پژوهش در حالت عدد معناداری (فرضیات پژوهش)

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه‌های مربوط به فرضیه‌های پژوهش

رتبه	نتیجه	T	ضریب مسیر	جهت مسیر	فرضیات
۵	تأیید مسیر	۴/۷۱	۰/۵۵	از مکان سرمایه‌گذاری به رضایت سرمایه‌گذاران	
۶	تأیید مسیر	۳/۳۶	۰/۵۰	از قوانین و مقررات سرمایه‌گذاری به رضایت سرمایه‌گذاران	
۴	تأیید مسیر	۵/۵۹	۰/۵۸	از موقعیت سرمایه‌گذاری به رضایت سرمایه‌گذاران	
۳	تأیید مسیر	۶/۱۳	۰/۶۴	از امنیت سرمایه‌گذاری به رضایت سرمایه‌گذاران	
۱	تأیید مسیر	۷/۶۴	۰/۷۹	از نقدینگی سرمایه‌گذاری به رضایت سرمایه‌گذاران	
۲	تأیید مسیر	۷/۲۱	۰/۶۷	از سودآوری سرمایه‌گذاری به رضایت سرمایه‌گذاران	
-	تأیید مسیر	۱۱/۴۰	۰/۶۶	از رضایت سرمایه‌گذاران به تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد	

## ۶. بحث و نتیجه‌گیری

تمامی فرضیه‌های پژوهش مورد مطالعه در این تحقیق تأیید می‌شوند. زیرا ضریب مسیر T تمام متغیرها بیشتر از ۱/۹۶ بوده است، در نتیجه تمامی فرضیات تأیید می‌شوند. نتایج نشان داد:

نقدینگی سرمایه‌گذاری با (ضریب اثر ۰/۷۹ و عدد معناداری ۷/۶۴) بر رضایت سرمایه‌گذاران بیشترین تأثیر را داشته و در رتبه اول قرار گرفته است. سودآوری سرمایه‌گذاری با (ضریب اثر ۰/۶۷ و عدد معناداری ۷/۲۱) از نظر میزان تأثیر بر رضایت سرمایه‌گذاران در رتبه دوم، امنیت

سرمایه‌گذاری با (ضریب اثر ۰/۶۴ و عدد معناداری ۶/۱۳) از نظر میزان تأثیر بر رضایت سرمایه‌گذاران در رتبه سوم، موقعیت سرمایه‌گذاری با (ضریب اثر ۰/۵۸ و عدد معناداری ۵/۵۹) از نظر میزان تأثیر بر رضایت سرمایه‌گذاران در رتبه چهارم، مکان سرمایه‌گذاری با (ضریب اثر ۰/۵۵ و عدد معناداری ۴/۷۱) در رتبه پنجم و نهایتاً قوانین و مقررات سرمایه‌گذاری با (ضریب اثر ۰/۵۰ و عدد معناداری ۳/۳۶) از نظر میزان تأثیر بر رضایت سرمایه‌گذاران در رتبه آخر (ششم) قرار گرفته است.

همچنین رضایت سرمایه‌گذاران با (ضریب اثر ۰/۶۶ و عدد معناداری ۱۱/۴۰) بر تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری مجدد تأثیر معناداری داشته است.

**پیشنهادات پژوهش.** براساس پژوهش‌های پیشین و مبانی نظری، پیشنهادهای زیر مطرح می‌گردد:

### پیشنهاد‌های منتج از فرضیه‌ها

**پیشنهاد‌های منتج از فرضیه یک به صورت زیر می‌باشد:** باتوجه به میزان تأثیری که مکان سرمایه‌گذاری بر رضایت سرمایه‌گذاران دارد و همچنین باتوجه به آنچه در ادبیات موضوع و مبانی نظری به آن اشاره گردید، بورس اوراق بهادار تهران باید در تجهیز فضای فیزیکی بکوشد و همچنین باتوجه به موقعیت جغرافیایی و کنونی بورس اوراق بهادار تهران که در ساختمانی استیجاری قرار دارد، می‌تواند شرایطی برای انتقال آن به نقطه در دسترس‌تری در شهر تهران فراهم آورد.

این مهم باتوجه به آنچه که در تدوین فرضیه پژوهش در فصل دوم اشاره گردید به خوبی قابل درک است که دسترسی به اینترنت در کشورهای درحال توسعه به خوبی کشورهای توسعه‌یافته نمی‌باشد و بنابراین امکان دسترسی به اطلاعات از طریق اینترنت برای همگان مقدور نیست. بنابراین، استقرار تالار بورس اوراق بهادار در مکانی مناسب با امکاناتی برای دسترسی آسان افراد متمایل به سرمایه‌گذاری در بورس، می‌تواند به عنوان عاملی پیش‌برنده و در ترغیب افراد به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار محسوب گردد. همچنین پیشنهاد می‌گردد بر طبق شاخص‌های ارائه شده، تجهیزات اطلاع‌رسانی و وضعیت ظاهری تالارهای بورس بهبود یابد.

**پیشنهاد‌های منتج از فرضیه دوم به این شرح می‌باشد.** قوانین و مقررات در بورس اوراق بهادار تهران به گونه‌ای تدوین شوند که امنیت معاملات را تأمین کنند. قوانین و مقررات در بورس

به صورت کاملاً شفافاً تدوین گردند. آنچنان که از تحلیل نتایج به چشم می‌خورد ارتقای بورس اوراق بهادار تهران با مشابه‌سازی قوانین و مقررات بورس اوراق بهادار تهران با سایر بورس‌های پیشرفته دنیا بیشترین تأثیر را در این حوزه بر سرمایه‌گذاران دارد. لذا در این راستا بهبود حاصل گردد.

**پیشنهاد‌های منتج از فرضیه سوم بدین شرح است که:** وضعیت اقتصادی حاکم بر کشور بیشترین تأثیر را بر سرمایه‌گذاران و رضایت آنها براساس نتایج بدست آمده دارد. در شرایطی که کشور در حالت و وضعیت اقتصادی مناسبی به سر می‌برد می‌توان با فراهم‌ساختن زیرساخت‌های لازم، شرایط ورود به بورس را برای سرمایه‌گذاران آسان کرد تا بدین وسیله در جهت ارتقای بورس برآمد. همچنین سیاست‌های اقتصادی دولت نیز می‌تواند در جهت ورود سرمایه‌گذاران به بورس اوراق بهادار تهران مؤثر واقع شوند.

**پیشنهاد‌های منتج از فرضیه چهارم به این شرح می‌باشد:** براساس سن، بالاترین میانگین در امنیت سرمایه‌گذاری مربوط به رده سنی ۳۰-۳۴ با میانگین (۳/۸۵) بوده و کمترین میانگین مربوط به رده سنی ۴۰ سال به بالا با میانگین (۳/۴۵) بوده، مشخص می‌گردد که با تمرکز بر افراد با رده سنی ۳۰ تا ۳۴ می‌توان شرایطی فراهم کرد که افراد بیشتری جذب بورس اوراق بهادار تهران شوند. همچنین پیشنهاد می‌گردد که سود و تقسیم آن در بورس اوراق بهادار تهران از طرف شرکت‌های پذیرفته شده به صورت منظم و بدون تأخیر تقسیم گردد.

**پیشنهاد‌های منتج از فرضیه پنجم به این شرح می‌باشد:** براساس نتایج بدست آمده و همچنین باتوجه به آمار توصیفی همچنان که تعداد افراد در رده سنی ۳۰ تا ۳۴ بیشترین تعداد را به خودشان نسبت داده‌اند و بالاترین میانگین در نقدینگی سرمایه‌گذاری مربوط به رده سنی ۳۰-۳۴ بامیانگین (۳/۹۰) می‌باشد و همچنین کمترین میانگین مربوط به رده سنی ۲۰-۲۴ سال با میانگین (۳/۶۳) است، لذا پیشنهاد می‌گردد که بر روی افراد با این رده سنی بیشتر سرمایه‌گذاری شود تا وارد بورس گردند. این سرمایه‌گذاری می‌تواند با مشوق‌هایی انجام گیرد.

همچنین ارزش معاملات و سرمایه‌گذاری‌های انجام شده بیشترین تأثیر را بر نقدینگی سرمایه‌گذاری از دید سرمایه‌گذاران دارد. بنابراین می‌توان باتوجه به این بحث شرایط رضایت سرمایه‌گذاران را فراهم کرد. جریان نقدی عملیاتی، جریان نقدی و اجزای تعهدی سود و نسبت‌های نقدینگی چند سال تاریخی، در پیش‌بینی جریان نقدی عملیاتی آتی مورد بررسی قرار گیرد. در نظر گرفتن شرایط اقتصادی مانند نرخ بهره و نرخ رشد اطلاعات حسابداری را در نظر

گرفت. در ارزیابی شرکت‌ها و خرید و فروش سهام علاوه بر متغیرهای سنتی عملکرد و سوددهی به ساختار مالکیتی شرکت‌ها و محیط گزارشگری آنها نیز توجه شود. ارائه روش‌های کاهش هزینه‌های معاملات که شامل کاهش نرخ‌های متداول کارمزد و مالیات است به‌منظور افزایش تعداد دفعات معامله.

**پیشنهاد‌های منتج از فرضیه ششم به این شرح می‌باشد:** بالاترین میانگین در سودآوری سرمایه‌گذاری مربوط به رده سنی ۳۰-۳۴ با میانگین (۳/۹۳) و کمترین میانگین مربوط به رده سنی ۴۰ سال به بالا با میانگین (۳/۵۶) بوده است. لذا همچنان که در پیشنهادات فرضیه قبل مطرح گردید، می‌توان افراد با رده سنی ۳۰ تا ۳۴ را بیشتر جذب سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران کرد. همچنین باتوجه به نسبت قیمت سهام به سود آن که بالاترین تأثیر را بر سودآوری سرمایه‌گذاری دارد می‌توان با رعایت بهتر این نسبت و متعادل نگه‌داشتن آن شرایط را برای ورود سرمایه‌گذاران فراهم کرد. سود پیش‌بینی شده هر سهم در سال آینده مورد توجه قرار گیرد؛ در سرمایه‌گذاری‌ها تنوع لحاظ گردد؛ میان سیاست‌های تقسیم سود با انتظارات سرمایه‌گذاران تناسب حاصل گردد.

**و نهایتاً پیشنهاداتی منتج از فرضیه هفتم به شرح زیر می‌باشد:** عملکرد اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار، تخلفات و انحرافات، عملکرد اطلاعاتی شرکت‌ها، خدمات مشاوره‌ای و هزینه‌های معاملاتی بر رضایت سرمایه‌گذاران تأثیرگذارند. یعنی می‌توان شاخص‌های سنجش رضایت سرمایه‌گذاران را در این مقوله‌ها دسته‌بندی کرد. بنابراین اگر این ابعاد در جهت مثبت تقویت شوند، یعنی سازمان بورس اوراق بهادار تهران به اطلاعات ارائه شده توسط خود به سرمایه‌گذاران توجه نماید و سعی در جهت بهبود ارائه اطلاعات بنماید و از به‌وجود آمدن انحرافات و تخلفات در این راستا جلوگیری به‌عمل آورد و شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را مجبور به ارائه اطلاعات درست به سرمایه‌گذاران نماید، همچنین در جهت سرمایه‌گذاری درست و صحیح سرمایه‌گذاران خدمات مشاوره‌ای ارائه دهد و نهایتاً اینکه اگر هزینه‌های معاملاتی را مقداری کاهش دهد بنابراین مشوق‌هایی هم برای سرمایه‌گذاران، و هم شرکت‌های سرمایه‌گذاری برای فعالیت در بورس اوراق بهادار تهران فراهم خواهد آورد.

**پیشنهادات برگرفته از پژوهش.** باتوجه به رده سنی ۳۰ تا ۴۵ که متشکل از افرادی جوان هستند و برای دریافت سودهای مقطعی در بورس حضور دارند و این گفته طبق نتایج بدست آمده نیز اثبات می‌گردد، پیشنهاد می‌شود که کانون توجه بورس اوراق بهادار تهران و شرکت‌های

پذیرفته‌شده به این افراد باشد تا برای سرمایه‌گذاری بیشتر در بورس اوراق بهادار تشویق گردند. این گفته باتوجه به میزان درآمد ماهیانه از بورس درمورد سرمایه‌گذاران که میزان درآمد ماهیانه یک میلیون به بالا را بیشترین افراد انتخاب کرده بودند (تعداد ۱۰۶ نفر از نمونه آماری) نیز تأیید می‌شود که مهیاکردن سودهای مقطعی و بالا برای سرمایه‌گذاران می‌تواند در ترغیب آن برای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر واقع افتد.

همچنین همچنان که از پژوهش نتیجه‌گیری می‌شود می‌توان گفت که زنان افرادی درونگرا، شهودی، احساسی و کارشناس یعنی دارای تیپ شخصیتی INFJ<sup>۱</sup> هستند در مقایسه با جنس و تیپ همتای خود، ظرفیت پذیرش ریسک کمتری دارند. برای این افراد باید یک برنامه سرمایه‌گذاری محافظه‌کارانه طراحی گردد، هرچند که یک پرسشنامه استاندارد با موضوع ظرفیت پذیرش ریسک، خلاف این موضوع را نشان دهد که این افراد ریسک‌پذیرند. و این برنامه سرمایه‌گذاری می‌تواند توسط فعالان در حوزه بورس اوراق بهادار و کارگزاران طراحی گردد.

طبق آنچه در کتاب پائول تایگر<sup>۲</sup> باعنوان "حرفه‌ای را که برای آن ساخته شده‌اید، پیشه خود سازید" مطرح شده است می‌توان با آزمون تیپ شخصیتی افراد به آنها کمک کرد که در انتخاب پرتفوی سرمایه‌گذاری خود بهترین باشند.

در چندین مطالعه، رابطه بین جنسیت و سوگیری‌های "مالی رفتاری" مورد بررسی قرار گرفته که از بین آنها مطالعه "باربر و اودن"<sup>۳</sup>، شاید مهم‌ترین و جامع‌ترین آنها باشد. مطالعه این دو محقق به این نتیجه رسید که در انجام مطالعات، مردان بیشتر از زنان در معرض سوگیری فرااعتمادی هستند. پژوهشگران متوجه شدند که در طول یک دوره شش‌ساله، مردان به‌طور متوسط ۴۵٪ بیشتر از زنان معامله می‌کنند و مردان مجرد به‌طور متوسط ۶۷٪ بیشتر از زنان مجرد معامله کرده‌اند. این مطالعه جامع‌تر و فراگیرتر بوده و تأثیر جنسیت در بروز بسیاری از سوگیری‌های رفتاری دیگر نیز در آن نشان داده شده است. در این پژوهش نیز یافته‌های "باربر و اودن" مورد تأیید قرار می‌گیرد. باتوجه به یافته‌های پژوهش میزان زنان به‌طور قابل چشمگیری از تعداد مردان در سرمایه‌گذاری کمتر است که نشان‌دهنده همان ابتلا به سوگیری‌های رفتاری است. بنابراین پیشنهاد می‌گردد که استراتژی‌های لازم از قبیل سرمایه‌گذاری‌های محتاطانه برای ورود زنان به بورس اوراق بهادار تهران طراحی گردد و شرایط حضور هرچه بیشتر زنان در بورس مهیا شود.

1. Introvert, Intuitive, Feeling, Judging

2. Paul Tieger

3. Barber and Odean

### پیشنهاد به بورس اوراق بهادار تهران

- برگزاری دوره‌های آموزشی برای سرمایه‌گذاران و تحلیلگران بورس اوراق بهادار در رابطه با نحوه سرمایه‌گذاری برای افزایش رضایت از سرمایه‌گذاری خودشان.  
- ارائه خدمات ویژه به محققین در زمینه‌های تخصصی، و پشتیبانی همه‌جانبه از آنان در راستای انجام پژوهش‌های اثر بخش‌تر در زمینه‌های رفتاری.

### پیشنهاد به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار

- این شرکت‌ها با تولید محصولات و خدمات با کیفیت و همچنین رعایت اصول اخلاقی و مسئولیت‌های اجتماعی می‌توانند در جهت ارضای نیازهای درونی و بیرونی مصرف‌کنندگان گام‌های مؤثری را بردارند، با این عمل این شرکت‌ها می‌توانند سهامداران بیشتری را جذب نموده و از این طریق سرمایه‌های بیشتری را به بورس اوراق بهادار و در نهایت، اقتصاد کشور تزریق نمایند.

- با پرداخت سریع و به‌موقع سودهای متعلق به سرمایه‌گذاران شرایطی ایمن را برای فعالیت سرمایه‌گذاران در آن شرکت‌ها و در همین راستا در بورس اوراق بهادار تهران فراهم آورند.

**پیشنهادات به سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران.** باتوجه به اینکه این مطالعه مدلی جامع در جهت عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران در جهت تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی و مورد تجزیه و تحلیل قرار داده است، نتایج آن و توجه به آنها از لحاظ رتبه‌بندی عوامل مؤثر می‌تواند برای سرمایه‌گذاران در جهت فعالیت در بورس اوراق بهادار مؤثر باشد. همچنین باتوجه به آنکه پژوهش به‌طور جامع کلیه جنبه‌های ابعاد مورد بررسی را تجزیه و تحلیل کرده است بنابراین پیشنهاد می‌گردد سرمایه‌گذاران جدید نیز برای شناخت بازار بورس اوراق بهادار تهران و ورود به آن و استراتژی‌های لازم برای سرمایه‌گذاری می‌توانند در بورس اوراق بهادار تهران سرمایه‌گذاری و از راهکارهای این پژوهش استفاده نمایند.

**پیشنهاد به پژوهشگران آینده.** باتوجه به آنکه این پژوهش در حوزه مالی رفتاری کلاسیک و ادغام آن با مالی جدید انجام گرفته است لذا لازم است پژوهشی مشابه با تأثیر متغیر کنترلی شخصیت سرمایه‌گذاران در سرمایه‌گذاری آنها انجام گیرد. همچنین پیشنهاد می‌شود که موضوعاتی با عناوین زیر در این حوزه انجام گیرد:

- بررسی تأثیر مدیریت دانش در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان

- یک مزیت رقابتی بر رفتار سرمایه‌گذاران در خرید و فروش سهام.
- بررسی تأثیر شخصیت سرمایه‌گذاران در نحوه انتخاب سهام توسط آنها.
- بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران در خرید و فروش سهام و نحوه سرمایه‌گذاری در بورس.
- بررسی تأثیر برند شرکت‌های پذیرفته شده در بورس بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای خرید و فروش سهام.
- طراحی مدلی برای شناخت نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران.
- طراحی مدلی برای شناخت رفتار سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیری آنها با ترکیب دو رفتار عقلایی و غیرعقلایی.



## منابع

۱. احمدی، موسی؛ یدالله‌زاده طبری، ناصرعلی و طبری، حنا (۱۳۸۹). تأثیر نوسانات تولیدی بخش‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت.
۲. باغومیان، رافیک. (۱۳۹۰). بررسی روند اثر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۲.
۳. پمپین، میشلام. (۱۳۸۸). دانش مالی رفتاری و مدیریت دارایی، ترجمه دکتر احمد بدری، شرکت انتشارات کیهان.
۴. توکلی‌محمدی، محمد و قاضی‌زاده، مصطفی. (۱۳۸۸). بررسی رفتار مدیران سرمایه‌گذار و تحلیلگران مالی در مورد پیش‌بینی بازار و انتخاب سهام در بورس اوراق بهادار تهران، دومینامه علمی-پژوهشی، دانشگاه شاهد، سال شانزدهم - دوره جدید، شماره ۳۵.
۵. حامدیان، مهدی. (۱۳۷۹). بررسی عوامل مؤثر بر قیمت سهام و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اداری دانشگاه شهید بهشتی.
۶. خوش‌طینت، محسن و حاجیان، نجمه. (۱۳۸۷). تأثیر افزایش سود تقسیمی بر رفتار سرمایه‌گذاران، نشریه: اقتصاد، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۱.
۷. دموری، داریوش و فرید، داریوش. (۱۳۹۰). ارزیابی و تجزیه و تحلیل عوامل مؤثر بر رضایت سرمایه‌گذاران به‌عنوان مشتریان شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار تهران (مطالعه موردی: بورس‌های منطقه‌ای تهران، اصفهان و یزد)، مدیریت بازرگانی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران دوره ۳، شماره ۱، ۶۱ تا ۸۰.
۸. دهقان، عبدالمجید. (۱۳۸۷). بررسی عوامل روانی تأثیرگذار بر قصد افراد به سرمایه‌گذاری سهام در بورس اوراق بهادار، پایان‌نامه کارشناسی ارشد.
۹. دهقان، عبدالمجید. (۱۳۸۷). بررسی عوامل روانی تأثیرگذار بر قصد افراد به سرمایه‌گذاری سهام در بورس اوراق بهادار، نشریه اقتصاد "بورس"، شماره ۷۴، ۴۰ تا ۴۵.
۱۰. رهبر، فرهاد، مظفری‌خامنه، فرشید و محمدی، فرشید. (۱۳۸۶). موانع سرمایه‌گذاری و تأثیر آن بر رشد اقتصادی در ایران، تحقیقات اقتصادی، شماره ۸۱.
۱۱. رهنمای رودپشتی، فریدون؛ تقی‌پوریان، یوسف و آزادیان یوسف. (۱۳۸۹). ارزیابی عوامل مؤثر بر رضایت سرمایه‌گذاران از محتوای گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار با استفاده از رویکرد فازی، مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، شماره دوم.
۱۲. سعادت‌مهر، مسعود. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر امنیت بر سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران، فصلنامه علمی پژوهشی، پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی، سال اول، شماره دوم.
۱۳. سویزی، محسن؛ محمدی، فریبرز. (۱۳۹۰). نقش سرمایه اجتماعی در تأمین امنیت سرمایه‌گذاری، فصلنامه رهنامه سیاست‌گذاری، سال دوم، شماره سوم.
۱۴. سینایی، حسنعلی و داودی، عبدالله. (۱۳۸۸). بررسی رابطه شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، دوره ۱۱، شماره ۲۷، ۴۳ تا ۶۰.



۱۵. صامتی، مجید؛ شهنازی، روح‌اله و دهقان‌شبنانی، زهرا. (۱۳۸۹). امنیت حقوق مالکیت، قوانین و مقررات و رشد اقتصادی. فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، ۸۵ تا ۱۰۹.
۱۶. عبیری، غلامحسین. (۱۳۸۵). امنیت سرمایه‌گذاری، بانک و اقتصاد، شماره ۷۰.
۱۷. عراقی، حامد. (۱۳۸۵). بررسی عوامل مؤثر بر رضایت سهامداران از سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، مؤسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی.
۱۸. فرخ‌نیا، شهریار. (۱۳۷۹). نقش اطلاعات مالی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علوم و فنون مازندران.
۱۹. فلاح‌شمس، میرفیض و عزیزی، شهریار. (۱۳۸۷). بررسی عوامل تأثیرگذار بر قصد سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های اقتصادی، شماره ۴.
۲۰. فهیمی‌دوآب، رکسانا. (۱۳۸۴). 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، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی دانشگاه الزهرا.
۲۱. محمدی، شاپور؛ راعی، رضا؛ قالیباف، حسن و گل‌ارضی، غلامحسین. (۱۳۸۹). تجزیه و تحلیل رفتار جمعی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل فضای حالت، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره دوم، شماره پیاپی (۴).
۲۲. مختاریان، امید. (۱۳۸۳). بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم انسانی دانشگاه تربیت مدرس.
۲۳. مرادی، جواد و احمدی، غلامرضا. (۱۳۹۰). تعیین عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در عرصه بازارهای ناقص، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره دوم، شماره پیاپی (۸).
۲۴. یحیی‌زاده‌فر، محمود و خرم‌دین، جواد. (۱۳۸۷). نقش عوامل نقدشوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، ۱۰۱ - ۱۱۸.
۲۵. یحیی‌زاده‌فر، محمود؛ شمس، شهاب‌الدین و رضازاده، مرتضی (۱۳۸۹). ارزیابی عملکرد مدیریت پرتفوی شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه مدیریت اجرایی، سال دهم، شماره ۲ (پیاپی ۴۰).
26. Brockman, Paul; S. Howe, John; Mortal, Sandra. (2008). Stock market liquidity and the decision to repurchase, *Journal of Corporate Finance* 14, 446° 459.
27. Byrne, Kathleen (2005). How do consumers evaluate risk in financial products?" *Journal of Financial Services Marketing*, Henry Stewart, Publications, 10.
28. Dawson, John. W. (2006). Regulation, Investment, and Growth across Countries, *Cato Journal* 26(3), 489-509.
29. Fama, Eugene F; French, Kenneth R. (2006). Profitability, investment and average returns, *Journal of Financial Economics* 82, 491° 518.
30. Hill, Clayer A, (1997). The political determinants of investors behavior, Uniwin university.

31. Hunton, J. E. (2005). Toward an Understanding of the Risky Choice Behavior of Professional Financial Analysts, *Journal of Psychology and Financial Markets*, 2(4), 182° 189.
32. IV sia, Chang (2004). The visual Investor: How to spot market trends, Annual investor survey.
33. Lee, Yong Jick; Kauffman, Robert J; Sougstad, Ryan. (2011). Profit-maximizing firm investments in customer information security, *Decision Support Systems* 51, 904° 920.
34. Pinheiro-Alves, Ricardo; Zambujal-Oliveira, João. (2012). The Ease of Doing Business Index as a tool for investment location decisions, *Economics Letters* 117, 66° 70.
35. Shim, Gyu-yeol; Lee, Seung-hwan; Kim, Yong-man. (2008). How investor behavioral factors influence investment satisfaction, trust in investment company, and reinvestment intention, *Journal of Business Research* 61, 47° 55.
36. Shleifer, A. (2000). In efficient market: an introduction to behavioral, *Journal of Economic Psychology*.

