



Shahid Bahonar  
University of Kerman



Iranian E-Commerce Scientific  
Association

## Investor Inclinations towards Capital Market: Recursive Analysis, Causes, and Factors

Akram Davoudi<sup>id\*</sup>

Ali Khozein<sup>id\*\*</sup>

Arash Naderian<sup>id\*\*\*</sup>

### Abstract

**Objective:** This study aimed to analyze and rank factors of investor inclinations towards the capital market through structural-interpretive modeling and recursive analysis.

**Method:** The exploratory factor analysis was used with the grounded theory to extract indicators. Structural-interpretive modeling was then adopted to rank the factors and the recursive model was extracted through path analysis. Finally, the model fitness was evaluated in AMOS.

**Results:** The exploratory factor analysis identified 46 categories in six dimensions, namely casual factors, contextual factors, axial factors, intervening factors, strategies, and outcomes. The structural-interpretive modeling results classified the factors in 5 levels from bottom-top, where the first and last levels were respectively causal factors and outcomes. The path analysis results mainly emphasized the indirect effects of contextual and intervening variables, and the findings suggested that the model had adequate fitness.

**Conclusion:** The results were analyzed for structural-interpretive modeling and recursive analysis of investor inclinations towards the capital market. According to the factor analysis results, the indices had high factor loads with six major components (factors). The discovered indicators shown in Table 1 suggest that the structural model of investor inclinations towards the stock market can be described with six components and 46 subcomponents. The causal factors, contextual factors, intervening factors, axial factors, strategic factors, and outcomes respectively had 10, 14, 8, 2, 5, and 7 subcomponents.

The results of analyzing the factor loads of indices toward the main research objective found high factor loads in an investor's personality and attitude, emotional intelligence, preferences and interests, mental security, loss avoidance, experience, and business intelligence, and governmental macro planning and Maslow's hierarchy of needs. These indicators were highly important.

People are inclined toward different activities for various reasons, and the same goes for investments and trades in financial markets. For instance, an investor's personality and attitude from the causal indices is among the most important factors in the psychology of capital markets. In other words, various mental processes and situations lead to different feelings and motivations, which can greatly affect the investor decisions. Another important indicator is an investor's experience that can be analyzed in two aspects, the first being their experience with the profit or loss from previous trades that will become a positive or negative mental background for investors during trades, and the second aspect is gaining experience in making buy or sell calls over time. An investor's mental security also has a

Journal of Development and Capital, Vol. 7, No.2, 191-212.

\* Ph.D of Accounting, Aliabad Katoul Branch, Islamic Azad University, Aliabad Katoul, Iran. **Email:** ad\_821@yahoo.com.

\*\* **Corresponding Author**, Assistant Professor of Accounting, Aliabad Katoul Branch, Islamic Azad University, Aliabad Katoul, Iran. **Email:** khozain@yahoo.com

\*\*\* Assistant Professor of Accounting, Aliabad Katoul Branch, Islamic Azad University, Aliabad Katoul, Iran.

**Email:** arashnaderian@yahoo.com

**Submitted:** 8 June 2022

**Revised:** 25 June 2022

**Accepted:** 2 July 2022

**Published:** 6 December 2022

**Publisher:** Faculty of Management & Economics, Shahid Bahonar University of Kerman.

**DOI:** 10.22103/jdc.2022.19575.1253

©The Authors.



## Abstract

---

high factor load in causal factors. Investors are constantly concerned about capital security in the stock market since it is perceived as a country's economic thermometer. It is affected by domestic and foreign sociopolitical problems that are major sources of share price fluctuations. Hence, investors can somehow moderate the fear of share price fluctuations by improving their investment knowledge and becoming aware of increases and decreases in share prices. However, an investor's loss avoidance is also effective. According to Maslow's hierarchy of needs, investors should use their additional savings to invest in the stock market for higher levels of mental security.

An investor's emotional and business intelligence are the next indicators with high factor loads in contextual factors. These are considered moderating factors in the mass behavior of investors.

An investor's preferences and interests were identified as the axial category. With high factor loads, these indicators suggest that investors have different preferences. For instance, some prefer very low-risk investments resulting in conservative profits, whereas others are willing to take substantial risks for more profit. All of the aforementioned indicators affect this category. Moreover, governmental macro planning is an important indicator with a high factor load in strategic factors. In this regard, it is important to accurately analyze the macro environment and formulate appropriate scenarios to adopt the correct rather than cumbersome regulations in the strategic planning foundation for the capital market. The authorities and legislators active in capital markets should always take this into consideration.

The results of the conceptual structural-interpretive model for the effectiveness of factors suggested that the causal factors had the greatest effects on other dimensions. Furthermore, among the six major research dimensions, outcomes were the most dependent on other dimensions. The path analysis and model fitness analysis were conducted in AMOS. Analysis of the recursive model indicates a variable's effect on itself and that the contextual and intervening dimensions affected themselves directly. Analyzing the final model fitness indicators and all parsimonious indices, namely PRATIO, PCFIC, and PNFI, showed that the final model had adequate fitness.

The stock market is a segment of a country's economy whose growth will also boost the economy. Hence, it is necessary to better recognize the factors affecting investor behaviors in a bid to understand their mentality and external behaviors within a scientific framework. This will facilitate better identification of views, states, and behaviors of investors and help the stock market grow, hence the following recommendations:

- According to the results, the investable companies in the capital market are advised to always improve the quality of accounting information in reports.
- The investors in the capital market are advised to set their financial goals first. Realistic goals are the road map helping investors identify what to invest in, set their investment horizon, and what markets to operate in. Therefore, investors can have different goals based on the three risk factors, namely income, expectation of growth rate, and dividend payout. Investors are advised to strike a balance between security, income, and investment growth to make successful investments. Given the effects of their feelings on the share price, investors should be more careful about buying or selling shares during transient emotional news cycles.
- Capital market authorities and legislators are advised to support the market during political turmoil to reduce emotional market actions. Therefore, they should consider the importance of regulations on economic growth.

**Keywords:** *Investor Inclinations, Financial-Behavioral, Recursive Model.*

**JEL Classification:**

**Paper Type:** *Research Paper.*

**Citation:** Davoudi, A., Khozein, A., & Naderian, A. (2022). Investor inclinations towards capital market: Recursive analysis, causes, and factors. *Journal of Development and Capital*, 7(2), 191-212 [In Persian].



## تمایلات سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه: تحلیل بازگشتی، علل و عوامل آن

اکرم داودی\*

علی خوزین\*\*

آرش نادریان\*\*\*

### چکیده

هدف: هدف این پژوهش بررسی عوامل مرتبط با تمایلات سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه و سطح‌بندی آنها با روش الگوسازی ساختاری-تفسیری و تحلیل بازگشتی است.

روش: استفاده از تحلیل عاملی اکتشافی با بهره‌گیری از روش تئوری زمینه‌یابی جهت استخراج شاخص‌ها، سطح‌بندی عوامل با استفاده از الگوسازی ساختاری-تفسیری و سپس استخراج الگوی بازگشتی و تحلیل مسیر و برازش نهایی مدل با استفاده از نرم‌افزار Amos است.

یافته‌ها: نتایج تحلیل عاملی اکتشافی ۴۶ مقوله را در ۶ بعد، عوامل علی، زمینه‌ای، محوری، مداخله‌گر، راهبردها، پیامدها شناسایی و در ادامه نتایج مدل ساختاری-تفسیری عوامل را در ۵ سطح از پایین‌به‌بالا که در اولین سطح عوامل علی و در آخرین سطح پیامدها دسته‌بندی شد. نتایج بررسی تحلیل مسیر تأکید اصلی بر اثرات غیرمستقیم دو متغیر زمینه‌ای و مداخله‌گر است. یافته‌ها نشان‌دهنده برازش مناسب مدل نیز است.

نتیجه‌گیری: در راستای هدف اصلی پژوهش نتایج به‌دست‌آمده از یافته نشان‌دهنده بار عاملی بالا به ترتیب در شاخص‌های شخصیت و نگرش سرمایه‌گذار، هوش هیجانی سرمایه‌گذار، ترجیحات و علایق سرمایه‌گذار، برنامه‌ریزی کلان‌دولتی، هرم نیازهای مازلو، امنیت خاطر سرمایه‌گذار، زبان‌گزینی فرد سرمایه‌گذار، تجربه فرد سرمایه‌گذار، هوش تجاری سرمایه‌گذار هست که این موضوع نشان می‌دهد شاخص‌های ذکر شده از درجه اهمیت بالاتری برخوردار هستند.

واژه‌های کلیدی: تمایلات سرمایه‌گذاران، مالی رفتاری، مدل بازگشتی.

نوع مقاله: پژوهشی.

استناد: داودی، اکرم؛ خوزین، علی و نادریان، آرش (۱۴۰۱). تمایلات سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه: تحلیل بازگشتی، علل و عوامل آن. *مجله توسعه و سرمایه*، ۷(۲)، ۱۹۱-۲۱۲.

مجله توسعه و سرمایه، دوره هفتم، ش ۲، صص. ۱۹۱-۲۱۲.

\* دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران. [رایانامه: ad\\_821@yahoo.com](mailto:ad_821@yahoo.com)

\*\* نویسنده مسئول، استادیار گروه حسابداری، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران. [رایانامه: khozain@yahoo.com](mailto:khozain@yahoo.com)

\*\*\* استادیار گروه حسابداری، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران. [رایانامه: arashnaderian@yahoo.com](mailto:arashnaderian@yahoo.com)

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۳/۱۸ تاریخ بازنگری: ۱۴۰۱/۴/۴ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۴/۱۱ تاریخ انتشار برخط: ۱۴۰۱/۹/۱۵

ناشر: دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان.



دانش مالی رفتاری که یک دانش بین‌رشته‌ای بین علم مالی با سایر علوم است، باعث شده تا پژوهشگران بررسی‌هایی را در رابطه با رفتارهای سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی انجام دهند. تحقیقات زیادی نشان می‌دهد که رفتار و تصمیمات سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه تحت تأثیر عوامل گوناگونی قرار می‌گیرد. بررسی و شناخت فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه، موضوع مهمی برای فعالان این بازار است؛ بنابراین پژوهشگران سعی بر درک رفتار سرمایه‌گذاری مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه و به دنبال آن تأثیر این عوامل بر قیمت اوراق بهادار هستند (حسینی چگنی، حقیگو و رحمانی نژاد، ۱۳۹۳).

تمایلات سرمایه‌گذاران که معمولاً از اعتقاد درونی و باورهای ذهنی سرمایه‌گذار و یا اطلاعات غیرمرتبط با ارزش سهام نشأت می‌گیرد می‌تواند باعث ایجاد واکنش به اخبار خوب یا بد، رفتار متعصبانه (مانند تمایل به سفته‌بازی) و خوش‌بینی یا بدبینی سرمایه‌گذاران به ارزش واقعی سهام شود که این واکنش می‌تواند افراطی یا کم باشد (بروان و کلیف<sup>۱</sup>، ۲۰۰۴؛ باربریس<sup>۲</sup> و همکاران، ۱۹۹۸). معمول‌ترین تعریف از تمایلات سرمایه‌گذاران، تعریف باگر و ورگلر<sup>۳</sup> (۲۰۰۶) است. آنها تمایلات سرمایه‌گذاران را به‌عنوان تمایل و گرایش‌های سفته‌بازی تعریف نمودند که به ایجاد تقاضا برای سرمایه‌گذاری‌های سفته‌بازانه منجر می‌شود این موضوع تأثیر موقت بر قیمت سهام خواهد داشت. طبق نظریه «انسان اقتصادی عقلایی» افراد به هنگام سرمایه‌گذاری عقلایی‌ترین تصمیم را اتخاذ می‌کنند ولی به دلیل ناکارایی بازارهای مالی در برخی مواقع عواملی سبب انجام رفتار غیرعقلایی سرمایه‌گذار شده که تصمیم‌گیری آن را تحت تأثیر قرار می‌دهد (کاریوفیلاس<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۷).

انسان‌ها گرایش زیاد نسبت به ننگه‌داشتن سابقه حوادث خاصی در ذهن خود دارند این سابقه ذهنی در بعضی مواقع دارای اثر بیشتری بر تصمیمات سرمایه‌گذار دارد تا خود آن حادثه؛ بنابراین با توجه به این مطالب می‌توان گفت که افراد در اکثر مواقع تصمیم‌گیری‌های خودشان را بر اساس الگوهای منطقی و اقتصادی اتخاذ نمی‌کنند در این خصوص تحقیقات زیادی صورت گرفته که این موضوع را تأیید می‌کنند. این نظریه اقتصادی که افراد در مواجهه با رویدادهای اقتصادی به صورت منطقی عمل می‌کنند، فرضیه مبنای اصلی فرضیه بازار کارا است؛ اما محققان این فرضیه بنیادی را زیر سؤال برده‌اند و معتقدند عوامل دیگری وجود دارد که مانع از رفتار منطقی سرمایه‌گذار می‌شود (بنایی قدیم و کرباسی یزدی، ۱۳۹۳).

مالی رفتاری با رویکرد بررسی نقش عوامل روان‌شناسی در محیط‌های اقتصادی و مالی نشان داد رفتار سرمایه‌گذاران در حقیقت متأثر از هیجان‌ها و خطاهای شناختی و در اکثر مواقع در معرض تورش‌های رفتاری در رابطه با تصمیم‌گیری‌هایشان قرار می‌گیرند (بغدادآباد و همکاران، ۲۰۱۸؛ ستایش و همکاران، ۱۳۹۵).

از آنجا که سرمایه‌گذاری، یکی از مهم‌ترین حوزه‌ها در اقتصاد است و نقش بسیار تعیین‌کننده‌ای در رشد و توسعه اقتصادی یک کشور ایفا می‌کند، بررسی رفتار سرمایه‌گذاری، مورد توجه اقتصاددانان و سیاست‌گذاران اقتصادی است. بر این اساس، از گذشته تا کنون پژوهشگران در صدد تهیه الگویی بوده‌اند تا بتواند رفتار سرمایه‌گذاری را توضیح و مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر آن را مشخص نمایند (ابراهیمی و احمدی مقدم، ۱۳۹۴).

<sup>1</sup> Brown & Cliff

<sup>2</sup> Barberis

<sup>3</sup> Baker & Wurgler

<sup>4</sup> Kariofyllas

با توجه به این موضوع که عوامل بسیار زیادی بر تمایل و تصمیم افراد جهت سرمایه گذاری در بازار سرمایه تأثیر گذار هستند می توان این عوامل را به دودسته عوامل درونی و عوامل بیرونی تقسیم بندی نمود. از جمله عوامل بیرونی می توان به شرایط اقتصادی، سیاسی، فرهنگی و مواردی چون تبلیغات از سوی رسانه ها، مسائل درون شرکتی و ... و از جمله عوامل درونی می توان به ویژگی های شخصیتی، تمایلات، احساسات و سایر ابعاد رفتاری اشاره نمود. حال با توجه به توسعه بازار سرمایه در ایران و عرضه سهام شرکت های بزرگ دولتی و خصوصی که سرمایه گذاران جدید فراوانی را به سمت خود سوق داده است، عوامل تأثیر گذار بر تمایلات سرمایه گذاران در بازار سرمایه اهمیت می یابد. چراکه ما با افکار، علایق و ذهنیات بسیار متنوعی از افراد روبه رو هستیم که شناخت و درک این ذهنیات از درجه اهمیت بالایی هم برای سرمایه گذاران و فعالان بازار سرمایه و هم محققان و پژوهشگران برخوردار خواهد بود. نتایج تحقیقات انجام شده در این حوزه، نشان دهنده این موضوع است که امکان دارد عوامل غیرمنطقی در اتخاذ تصمیم نهایی سرمایه گذاران در بازار سرمایه دخیل باشد، در نتیجه، رفتارهای شناختی یا عوامل روانی سرمایه گذاران، می تواند بر روی تصمیمات آنان، تأثیر گذار باشد. با توجه به نتایج بررسی های صورت گرفته و از آنجایی که بازار سرمایه به عنوان یکی از ارکان مهم اقتصادی نقش مهمی در توسعه اقتصاد کل کشور ایفا می کند لذا بررسی احساسات، تمایلات به نوعی رفتار سرمایه گذاران که مؤثر بر عملکرد و کارایی این بازار است اهمیت می یابد. در همین راستا سؤال پژوهش به صورت زیر طرح گردید:

سؤال پژوهش: چه عواملی بر تمایلات سرمایه گذاران جهت گرایش آنها به بازار سرمایه مؤثر هستند؟

## مبانی نظری و ادبیات پژوهش

### مالی رفتاری

در مباحث سرمایه گذاری، عوامل مؤثر بر تصمیمات سرمایه گذاران و انحراف از تصمیم درست توسط آنها بسیار اهمیت دارد. مالی رفتاری، سعی در بررسی رفتار سرمایه گذاران در بازار سرمایه از بعد روان شناسی را داشته همچنین به بررسی فرایند تصمیم گیری سرمایه گذاران و واکنش ها و گرایش های آنها در مواجهه با شرایط مختلف سرمایه گذاری می پردازد. با وجود فرضیه کارا که معتقد است سرمایه گذاران در موقعیت های سرمایه گذاری عقلایی تصمیم می گیرند ولی در واقعیت، رفتار سرمایه گذاران در بازار سرمایه به میزان زیاد می تواند احساسی و غیر عقلایی باشد این موضوع نشأت گرفته از این مطلب است طبق روان شناسی سرمایه گذاران و عدم کارایی کامل بازار سرمایه، سهام ممکن است اشتباه قیمت گذاری (جعفری کلوچه و همکاران، ۱۳۹۶). این ناهنجاری ایجاد شده در مورد قیمت گذاری اشتباه می تواند بیش از حد و یا کمتر از حد ارزش واقعی سهام باشد ناشی از عوامل روان شناختی و رفتاری و واکنش های متفاوتی است که سرمایه گذاران نسبت به اطلاعات و اخبار نشان می دهند (کاروالی<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۲). در این خصوص نیز (اسمالزی<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴) معتقد است روزانه حجم زیادی از زیادی اخبار خوب و بد اقتصادی و سیاسی در بازار سرمایه پراکنده می شود که موجب واکنش سرمایه گذاران و در نهایت تغییر در بازدهی و قیمت سهام می شود.

طبق نظر باربریس و تالر (۲۰۰۳) سوگیری های رفتاری از اعتقادات و ترجیحات ایجاد می شود که این موارد عبارت اند از بیش اعتمادی، سوداگری، خوش بینی، تورش نمایندگی، تورش محافظه کاری و ... تمامی این موارد را می توان در مجموع جزء رفتارهای سرمایه گذاران در مواجهه با تصمیمات اقتصادی و سرمایه گذاری لحاظ کرد.

<sup>1</sup> Karolyi

<sup>2</sup> Smales Lee

### کشف مالی رفتاری از طریق نشانه‌های آن

به علت پیچیدگی‌های انسان، شبیه‌سازی رفتار وی کار پیچیده و سختی به نظر می‌رسد متخصصان این حوزه از علوم رفتاری، دانش مذکور را با نشانه‌های مختلفی درک نموده‌اند که در ذیل برخی از آنها ذکر می‌گردد:

#### اعتماد به نفس کاذب

برخی سرمایه‌گذاران با توجه به احساس داشتن تجربه در کسب و کار حوزه و صنعت مورد سرمایه‌گذاری و با توجه به اینکه در این خصوص شناخت و تجربه کافی را دارد وارد سرمایه‌گذاری در حوزه از بازار سرمایه می‌شود و نکته مهم نیز در این فرایند آن است که خود فرد اغلب متوجه اشتباه اطمینان بیش از حد خود نمی‌شوند این موضوع خود دلیل بر تورش‌های رفتاری این چنین سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود و همچنین موضوع دیگر در این رابطه این است که این افراد موفقیت‌های کسب شده در نتیجه نهایی سرمایه‌گذاری‌اش را به توانایی‌های خود نسبت می‌دهند و آن را نتیجه تصمیمات، استعداد و ذکاوت خود می‌دانند. این در حالی است که شکست و تحمل زیان در مورد سرمایه‌گذاری را ناشی از عوامل بیرونی و شانس تلقی می‌نمایند.

#### خطای فرافکنی (شاخص یا تعمیم‌دهی)

خطای فرافکنی است، یعنی اینکه سرمایه‌گذار یک حادثه یا واقعه که اخیراً ایجاد شده است را به کل تصمیمات سرمایه‌گذاری خود در طی زمان در آینده نسبت می‌دهد. در چنین حالتی سرمایه‌گذار با شنیدن داستان‌های موفقیت‌آمیز سرمایه‌گذاران موفق یا بر اساس شنیده‌ها و یا دیدن موفقیت آنها خطی و مشی این چنین سرمایه‌گذاران موفق امروز را الگوی جهت انجام کلیه تصمیمات سرمایه‌گذاری خود در آینده قرار می‌دهد؛ بنابراین عیب آشکار این طرز تفکر این است که سرمایه‌گذار یک نمونه کوچک را به همه تصمیمات آینده تعمیم می‌دهد (اسلامی بیگدلی و کردلوئی، ۱۳۸۹).

#### دوری از تأسف و پشیمانی

بر اساس این نظریه، این احساس در سرمایه‌گذار زمانی به وجود می‌آید که متوجه اشتباه تصمیم سرمایه‌گذاری خود می‌شود. به طور مثال هنگامی که سرمایه‌گذار در موقعیت فروش سهمی از سبد سرمایه‌گذاری خود قرار می‌گیرد، ممکن است سرمایه‌گذار تحت تأثیر سابقه ذهنی مثبت خود در رابطه با آن سهم از فروش سهام در آن مقطع به امید کسب سود بیشتر خودداری کند، تا ضرر نکرده و دچار تأسف نشوند چون همه انسان‌ها به دنبال اجتناب از اشتباه کردن هستند (اشمینگ<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹). این نظریه نیز در مورد سرمایه‌گذارانی که سهامی را خریده‌اند و با تصور اینکه سودده هستند اما ارزش آن افزایش نیافته باشد نیز، صادق است. برخی سرمایه‌گذارها نیز استراتژی دیگر در این نوع خطا داشته و برای آنکه چنین تأسفی را تجربه نکنند از رفتار و تصمیمات سرمایه‌گذاران دیگر تقلید می‌کنند و به خریدن سهامی مبادرت می‌کنند که جمع زیادی از سرمایه‌گذاران در آن سرمایه‌گذاری می‌کنند (شوارز<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲).

#### نظریه اجتناب از ریسک

طبق اصل ریسک و بازده برخی سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر مایلند با پذیرش ریسک بیشتر سود بالاتری از سرمایه‌گذاری را به دست آورند. این کاملاً منطقی است اما بررسی‌ها نشان می‌دهد واکنش رفتار احساسی سرمایه‌گذاران در قبال سود و ضرر کسب شده از سرمایه‌گذاری به یک میزان نیست به عبارت دیگر مطلوبیت عدم تحمل زیان بیشتر در

<sup>۱</sup> Schmeling

<sup>۲</sup> Schwarz

یک سرمایه‌گذاری بیشتر از خوشحالی آنها از سود احتمالی آتی در آن سرمایه‌گذاری است در این رابطه نیز حتی اگر میزان سود و زیان یکسان باشد میزان ضرر بیشتر به نظر می‌رسد یعنی ارزش پول (مطلوبیت سرمایه‌گذار) در این دو وضعیت یکسان نیست (فهیمی دوآب و همکاران، ۱۳۸۴).

با توجه به مطالب فوق، این پژوهش به دنبال الگوسازی ساختاری تفسیری و بررسی تحلیل بازگشتی تمایلات سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه به دنبال پاسخ به سؤالات ذیل است:

علل شرطی به وجود آورنده این پدیده چه چیزی است؟

زمینه یا زمینه‌های به وجود آوردند این پدیده چیست؟

شرایط مداخله‌گر به وجود آورنده این پدیده کدام‌اند؟

این پدیده در کدام کنش و راهبرد تجلی می‌شود؟

این پدیده چه پیامدهایی به دنبال دارد؟

#### احساسات سرمایه‌گذار

در متون مالی و اقتصادی از فعالان اقتصادی به عنوان «موجوداتی» که به دنبال حداکثر کردن سود خود هستند با در نظر گرفتن این موضوع که در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود کلیه جوانب منطقی را در نظر می‌گیرند؛ ولی در دنیای واقعی، چنین نیست این در حالی است که مسیر حرکتی بازارهای مالی حاصل تصمیمات معاملاتی و سرمایه‌گذاری «انسان‌هایی» است که ممکن است دارای سطحی از دانش مالی و منطق باشند، اما به دلیل اینکه انسان‌ها دارای احساسات و عواطف هستند ممکن است تحت تأثیر آن قرار گرفته و این موضوع در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری آنها نیز نقش اساسی دارد (حیدرپور و همکاران، ۱۳۹۲) به عبارتی دیگر یکی از عوامل کلیدی در تصمیم‌گیری و قضاوت‌های سرمایه‌گذاری و معاملاتی در رابطه با رویدادهای آتی که در علم روان‌شناسی نیز به اثبات رسیده بحث تأثیر احساسات افراد در این فرایند است. به گونه‌ای که هرگاه سرمایه‌گذاران دارای احساسات و روحیه بهتری باشند به دنبال آن خوش‌بینانه‌تر و هنگامی که دارای احساسات و روحیه پایین‌تری باشند به طور بدبینانه‌تر به معامله و تصمیم اقتصادی می‌پردازند؛ بنابراین روند بازار سرمایه نشان‌دهنده نگرش و اعتقاد سرمایه‌گذاران نسبت به قیمت‌های پیش‌بینی شده در بازار است لذا با توجه به این مطالب انتظار می‌رود احساسات سرمایه‌گذاران عاملی اثرگذار بر رفتار تورش دار آنها در بازار سرمایه به شمار رود (ویرا، ۲۰۱۱).

#### تمایلات (سوگیری) رفتاری سرمایه‌گذاران

افراد در پیش‌بینی و برآوردهای خود و تحلیل اطلاعاتی که در اختیار آنها است دارای نگرش بیشتر از واقع هستند (ایزدی نیا و حاجیان نژاد، ۱۳۸۸) به طور خلاصه می‌توان گفت که اغلب مردم به دلیل داشتن اعتماد به نفس کاذب خود را باهوش و ذکاوت بالاتر از آن چیزی که در واقعیت هستند می‌دانند به عنوان مثال وقتی خبر محرمانه‌ای از وضعیت مالی و یا سرمایه‌گذاری می‌شنوند، بلادرنگ اقدام به واکنش سرمایه‌گذاری در این رابطه می‌پردازند. به عنوان مثال اغلب سرمایه‌گذاران بدون در نظر گرفتن حد زیان مورد پذیرش خود اقدام به سرمایه‌گذاری با حجم زیاد می‌نمایند این موضوع در حالی است که این دست از سرمایه‌گذاران خود را ملزم به تنوع‌بخشی سبد سرمایه‌گذاری نمی‌نمایند (راهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۸۷).



### رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران

رفتار توده‌وار یا همان رفتار جمعی یا گروهی به معنی سرمایه‌گذاری در مسیر حرکتی بازار در جهت معاملات اکثریت سرمایه‌گذاران فعال در بازار سرمایه بدون در نظر گرفتن شاخص‌های انتظاری و عقاید خود (سعیدی و فرهانیان، ۱۳۹۱). به عبارت دیگر، طبق تعریف پاکت<sup>۱</sup> (۲۰۰۸) رفتار جمعی نشان‌دهنده تعامل سرمایه‌گذاران با یکدیگر در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است. مشاهده و بررسی بازار سرمایه نشان‌دهنده این موضوع است که رفتار جمعی و گله‌ای توسط فعالان بازار رفتارهای هیجانی و توده‌وار را بیشتر می‌نماید و باعث عدم پویایی این بازار می‌گردد. این موضوع توسط پژوهشگران در بازارهای مالی کشورهای مختلف بررسی شده است که با توجه به کارایی آن بازارها نتایج متفاوتی یافت شده است.

### پیشینه پژوهش

روش‌های مختلفی در تحقیقات انجام شده، به کار گرفته شده‌اند تا توضیحاتی را برای تمایلات سرمایه‌گذاران جمع-آوری کنند. لی<sup>۲</sup> و همکاران (۱۹۹۱) از نرخ تنزیل صندوق سرمایه‌گذاری محدود و شاخص‌های نقدینگی بازار، برای توصیف تمایلات سرمایه‌گذاران استفاده نمودند، مانند میانگین نرخ گردش مالی. همچنین، اشمینگ (۲۰۰۹) پیشنهاد کردند که شاخص ضریب اطمینان مشتری نیز می‌تواند در سنجش تمایلات بازار، به کار گرفته شوند. تحقیقات دیگری، تمایلات را بر اساس شاخص‌های شفاف مورد ارزیابی قرار داده‌اند. به عنوان مثال، براون و کلیف (۲۰۰۴) از اطلاعات پرسش‌نامه‌ای، همچون دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران راجع به گرایش بازار و واکنش به اخبار استفاده نمودند. بیکر و ورگلر (۲۰۰۶)، شش معیار پیشنهادی توسط تحقیقات پیشین را انتخاب و به منظور استخراج مؤلفه‌های غیرمنطقی، آن‌ها را بر چند متغیر اقتصاد کلان، بیان نمود (استامباگ<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۲). بلوفاتو<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۱۸) در بررسی سواد مالی مؤثر و رفتار سرمایه‌گذاران خرد نتیجه گرفت که سواد مالی ذهنی به توضیح تغییرات مقطعی در رفتار سرمایه‌گذاران خرد، کمک می‌کند.

بسیاری از پژوهش‌های نشان داده‌اند که تمایلات سرمایه‌گذار، بر قیمت بازار سهام تأثیر می‌گذارد. براون و کلیف (۲۰۰۴) نشان دادند تمایلات سرمایه‌گذاران، بر انتظارات سرمایه‌گذار راجع به نقدینگی تأثیر داشته و متعاقب آن، باعث تأثیر بر قیمت‌ها گردد. به علاوه، بیکر و ورگلر (۲۰۰۷) بیان می‌دارند تمایلات سرمایه‌گذاران می‌تواند با قرارگیری سرمایه‌گذار در شرایط ریسک، بر قیمت سهام تأثیرگذار باشد؛ همچنین، بیکر و ورگلر (۲۰۰۶) تمایزات متقابل را در مورد اثر تمایلات، به دست آوردند؛ آنان پی بردند تمایلات سرمایه‌گذار، تأثیر قابل مشاهده‌تری بر سهامی که ارزش‌گذاری آنها دشوار و دارای معامله پرهزینه هستند دارند. آشیش و آبها<sup>۵</sup> (۲۰۲۱) در پژوهشی تحت عنوان مطالعه رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی برای سهام و طلا دریافتند که سرمایه‌گذاران پس از مدتی معامله در بازار سهام، احساس می‌کنند که در پیش‌بینی قیمت‌ها در بازار سهام تجربه بالاتری کسب نموده‌اند. آنها دارای دیدگاه بیش از حد خوش‌بینانه‌ای داشته تا جایی که زمانی که قیمت‌ها افزایش می‌یابد از سرمایه‌گذاری خود اطمینان بیش از حد معقول دارند. همچنین آنها دریافتند سرمایه‌گذاران چون نسبت به زیان بیزار هستند، ترجیح می‌دهند قبل از اینکه به منطقه زیان برسند سهامشان را

<sup>1</sup> Puckett

<sup>2</sup> Lee

<sup>3</sup> Stambaugh

<sup>4</sup> Bellofatto

<sup>5</sup> Ashis & Abha



بفروشد. **ولید احمد<sup>۱</sup>** (۲۰۱۴) در مطالعات خود نشان دادند احساسات سرمایه‌گذاران اثرات متفاوتی در صنایع مختلف دارد. به گونه‌ای که یک تغییر در احساسات سرمایه‌گذاران، تأثیری بااهمیت بر تغییرات شاخص سهام مربوط به صنایع بانکداری و مواد غذایی و آشامیدنی، در مقایسه با صنایع خرده‌فروشی و مخابرات دارد. **لان<sup>۲</sup> و همکاران** (۲۰۲۰) در بررسی احساسات سرمایه‌گذار و قیمت سهام در چین نشان دادند دو عامل بر بازده سهام تأثیر دارند یکی احساسات سرمایه‌گذار و دیگری زمان‌های اعلام سود. **کاگلار<sup>۳</sup> و همکاران** (۲۰۲۰) نیز در بررسی ارتباط علی بین احساسات سرمایه‌گذار و بازده اضافی دریافتند یک رابطه غیرخطی بین بازده سهام و رفتار سرمایه‌گذار در بورس استانبول وجود دارد. **لیندر<sup>۴</sup> و همکاران** (۲۰۲۱) در پژوهشی نقش انگیزه‌های اجتماعی و ریسک‌پذیری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری را بررسی نمودند. نتایج نشان داد که رفتار سرمایه‌گذاران تا حد زیادی متأثر از انگیزه‌های شهرت و سطح ریسک‌پذیری است. همچنین ریسک‌پذیری افراد به دلیل انگیزه‌های ذاتی افزایش می‌یابد. آنها دریافتند که افراد حرفه‌ای در مقایسه با افراد غیرحرفه‌ای انگیزه‌های ذاتی بیشتری برای عملکرد بهتر نسبت به دیگران دارند، اما می‌توان با مشوق‌های مناسب، رفتار مشابهی مانند حرفه‌ای‌ها در افراد غیرحرفه‌ای و کم‌تجربه‌تر ایجاد کرد.

**الگیلی<sup>۵</sup> و همکاران** (۲۰۲۱) در تحقیقی به بررسی تأثیر خوش‌بینی بر تصمیم سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد ارزش سرمایه‌گذاری از میزان خوش‌بینی سرمایه‌گذار تأثیر زیادی می‌پذیرد این در حالی است که این تأثیرگذاری تحت شرایط عدم دسترسی به منابع نقدی اصلاح می‌گردد. **لادهی<sup>۶</sup>** (۲۰۱۴) عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران را در بورس کراچی پاکستان بررسی نمود. برای این منظور در این مطالعه از پنج متغیر مستقل شامل سواد مالی، تجربه بالا، استفاده از اطلاعات حسابداری، اهمیت تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی و سن استفاده شده است. ضمن آن که متغیرهای وابسته شامل پنج متغیر ریسک‌پذیری، سرمایه‌گذاری ترجیحی در سهام (سرمایه‌گذاری خطرناک)، بی‌اعتمادی به ریسک، عدم تقارن اطلاعات و سرمایه‌گذاری سهام بوده است. نتایج نشان داد در جهت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و جلوگیری از سرمایه‌گذاری در سهام پرریسک شاخص‌هایی مانند سواد مالی و اطلاعات حسابداری کمک‌کننده هستند **کارتینی و نادا<sup>۷</sup>** (۲۰۲۱) به بررسی تأثیر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها پرداخته‌اند. آنها دریافتند که تورش‌های لنگراندازی، نمایندگی، زیان‌گریزی، اعتماد به نفس بیش از حد، خوش‌بینی و رفتار گله‌ای تأثیر زیادی در تصمیم‌های سرمایه‌گذاران دارند.

**شمس‌الدینی و همکاران** (۱۳۹۷) به بررسی تأثیر رفتار سرمایه‌گذاران و مدیریت بر بازدهی سهام پرداختند. در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. طبق نتایج به‌دست‌آمده در این پژوهش به این صورت است که با افزایش میزان اطمینان بیش از حد مدیران، رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران و همچنین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، بازدهی سهام کاهش می‌یابد؛ بنابراین متغیرهای رفتاری تأثیر معکوس و معناداری بر بازده سهام شرکت‌ها دارند. **خلیلی عراقی و همکاران** (۱۳۹۶) تأثیر احساسات سرمایه‌گذار بر ترجیحات چولگی و قیمت‌داری، مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌ها بیان‌کننده این موضوع است که ترجیحات چولگی

<sup>1</sup> Walid

<sup>2</sup> Lan

<sup>3</sup> Caglar

<sup>4</sup> Lindner

<sup>5</sup> Elgebeily

<sup>6</sup> Lodhi

<sup>7</sup> Kartini & Nahda

مثبت بر عملکرد ضعیف تأثیر مستقیمی دارد که با توجه به برآورد مدل تحقیق مورد تأیید قرار گرفت. **سروش یار (۱۳۹۵)** به بررسی نقش مومنتوم و احساسات سرمایه گذاران بر رفتار توده‌وار در بورس اوراق بهادار پرداخت، نتایج پژوهش نشان داد که احساسات سرمایه گذاران بر رفتار توده‌وار تأثیر معناداری دارد. **مهرانی و معدنچی زاج (۱۳۹۷)** باهدف بررسی اثر احساسات سرمایه گذاران و الگوی رفتار معاملاتی آن‌ها بر بازدهی مازاد سهام در مدل سه عاملی فاما و فرنچ پژوهشی انجام دادند. نتایج بررسی‌ها نشان داد اضافه کردن شاخص احساسات سرمایه گذاران در مدل سه عاملی فاما و فرنچ باعث بهبود مدل شده و از طرفی افزایش بازده مازاد سهام را به دنبال خواهد داشت بنابراین اظهار داشتند که شاخص‌های احساسات بیشتر از شاخص‌های معاملات در توسعه مدل‌های سرمایه گذاری کاربرد دارد. **زینی وند و همکاران (۱۴۰۰)** در پژوهشی به بررسی سوگیری‌های رفتاری و تصمیمات سرمایه گذاران حقیقی و حقوقی مبتنی بر مطالعات تکنیکال در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند نتایج نشان داد که تورش‌های رفتاری سرمایه گذاران حقیقی و حقوقی اثرات متفاوتی بر تصمیمات سرمایه گذاری آنها در سطوح مقاومت و حمایت داشته‌اند نتایج همچنین نشان داد که عواملی مانند کوتاه نگری، خوش بینی مفرط و تحلیل تک‌بعدی بین این دو گروه از سرمایه گذاران یکسان بوده است.

### روش پژوهش

روش پژوهش حاضر یک رویکرد تحقیق کیفی- کمی (روش ترکیبی) است و از لحاظ هدف، از نوع تحقیقات کاربردی و از نظر نوع روش، توصیفی- پیمایشی محسوب می‌گردد. جهت اجرای روش گراند تئوری، از مصاحبه نیمه‌ساختاریافته به منظور گردآوری داده‌ها استفاده شده است. در این پژوهش جامعه آماری شامل افراد خبره و متخصص در شرکت‌های سرمایه گذار و کارگزاری که حداقل ۶ سال سابقه فعالیت در بازار سرمایه را داشتند، انتخاب نمونه‌ها به روش نمونه‌گیری هدفمند و حجم نمونه بر اساس اشباع شدن ۱۳ نفر است، بدین معنی که محقق جمع‌آوری اطلاعات را باید تا زمانی ادامه دهد که اطلاعاتی که از شرکت کنندگان جمع‌آوری می‌کند، تکراری شده و اطلاعات جدیدی به اطلاعات گردآوری شده قبلی اضافه نشود. به عبارت دیگر داده‌های گردآوری شده به اشباع نظری برسند. همچنین از تحلیل عاملی اکتشافی برای تلخیص و دسته‌بندی عوامل و در ادامه جهت سطح‌بندی عوامل از الگوی ساختاری- تفسیری استفاده و سپس با استفاده از نرم‌افزار Amos تحلیل مسیر مدل نهایی پژوهش آزمون شد. از آنجاکه روش‌شناسی مدل تحلیل مسیر، تا حدود زیادی با برخی از جنبه‌های رگرسیون چند متغیری شباهت دارد، می‌توان از اصول تعیین حجم نمونه در تحلیل رگرسیون چند متغیری برای تعیین حجم نمونه در مدلیابی معادلات ساختاری استفاده نمود. در تحلیل رگرسیون چند متغیری نسبت تعداد نمونه (مشاهدات) به متغیرهای مستقل نباید از ۵ کمتر باشد. در غیر این صورت نتایج حاصل از معادله رگرسیون چندان تعمیم‌پذیر نخواهد بود. نسبت محافظه کارانه تر ۱۰ مشاهده به ازای هر متغیر مستقل نیز پیشنهاد شده است. حتی در نظر گرفتن ۱۵ مشاهده به ازای هر متغیر پیش‌بین در تحلیل رگرسیون چندگانه با روش معمولی کمترین مجذورات استاندارد، یک قاعده سرانگشتی خوب به حساب می‌آید. پس به‌طور کلی در روش‌شناسی الگویابی معادلات ساختاری تعیین حجم نمونه می‌تواند بین ۵ تا ۱۵ مشاهده به ازای هر متغیر اندازه‌گیری شده تعیین شود:

$$5Q < n < 15Q$$

که در آن Q تعداد متغیرهای مشاهده شده یا تعداد گویه‌ها (سؤالات) پرسش‌نامه و n حجم نمونه است. تاکید همیشه بر این است کف نمونه نباید از ۲۰۰ نفر کمتر باشد (هومن، ۱۳۸۴). حجم نمونه در پژوهش حاضر ۴۰۰ نفر گزارش شد. در تعیین روایی صوری با ۱۰ نفر از خبرگان نظرسنجی انجام گرفت و نظرات آنان درباره هر یک از گویه‌ها از نظر دشواری (معنای شناخت آیت‌ها، عبارات یا کلماتی که درک آن برای آنها دشوار است)، میزان تناسب (تناسب و ارتباط مطلوب عبارات با ابعاد پرسش‌نامه) و ابهام (احتمال وجود برداشت‌های اشتباه از عبارات و یا وجود نارسایی در معانی کلمات) بررسی شد. سپس، نظرات آنان به صورت تغییراتی جزئی در پرسش‌نامه اعمال شد. در تعیین روایی کیفی محتوا، محقق از ۱۰ نفر افراد متخصص و صاحب‌نظر خواست تا بعد از بررسی کیفی پرسش‌نامه بر اساس معیارهای رعایت دستور زبان، استفاده از کلمات مناسب، ضرورت، اهمیت، قرارگیری عبارات در جای مناسب، پیشنهادها و بازخورد خود را ارائه نمایند. بدین ترتیب بر اساس نظرات ارائه شده صاحب‌نظران، تغییرات مورد نظر برای هر یک از عبارات انجام گرفت.

### نتایج پژوهش

#### یافته‌های پژوهش در بخش کیفی

تحلیل داده‌ها در این مرحله با کدگذاری داده‌ها در سه مرحله شامل کدگذاری باز، محوری و انتخابی انجام شده است. در این پژوهش بر اساس مصاحبه‌های انجام شده ۵۴۰ کدباز با توجه به تعیین رابطه بین مقوله‌ها در ۴۶ کد محوری قرار گرفت و در ادامه در مرحله کدگذاری انتخابی مقوله‌ها به شرح جدول ۱ در ۶ بعد اصلی دسته‌بندی شدند.

جدول ۱. شاخص‌های اصلی استخراج شده از خبرگان

کدهای انتخابی	کدهای محوری
عوامل علی	احساسات سرمایه‌گذار، الگوی مصرف و پس‌انداز، امنیت خاطر سرمایه‌گذار، آگاهی سرمایه‌گذار، تجربیات فرد سرمایه‌گذار، جذابیت بازار سرمایه، ریسک‌پذیری سرمایه‌گذار، سواد مالی سرمایه‌گذار، شخصیت و نگرش سرمایه‌گذار، صفات جمعیت‌شناختی.
عوامل زمینه‌ای	احتمالات ذهنی، انتظارات و مفروضات سرمایه‌گذار، اعتقاد و باور سرمایه‌گذار، عوامل اقتصادی، عوامل بیولوژیکی، عوامل محیطی، گرایش ذاتی سرمایه‌گذار، مسائل سیاسی، موانع سرمایه‌گذاری در سایر بخش‌ها، هم‌رنگ اکثریت شدن سرمایه‌گذار، هوش تجاری سرمایه‌گذار، هوش هیجانی سرمایه‌گذار، هرم نیازهای مازلو، ویژگی‌های اجتناب‌ناپذیر.
عوامل محوری	ترجیحات و علایق سرمایه‌گذار، جهت‌دهی ذهنی سرمایه‌گذار.
عوامل مداخله‌گر	تعصب سرمایه‌گذار، خودکارآمدی، زودباوری و دیرباوری، زیان‌گریزی سرمایه‌گذار، عدم تقارن اطلاعاتی، قوانین و سیاست‌های قانون‌گذاری، محدودیت‌های بازار سرمایه، دوری از پشیمانی و تأسف سرمایه‌گذار.
عوامل راهبردی	بررسی و تحلیل، برنامه‌ریزی کلان‌دولتی، حاکمیت شرکتی، درک و تفسیر سرمایه‌گذار از تغییرات، بررسی عوامل مؤثر بر شرکت.
پیامدها	استراتژی سرمایه‌گذار، افزایش سلامت جامعه، تعدیل رفتار، توانایی مدیریت ریسک، رونق اقتصادی، رونق بازار سرمایه نتایج مخرب عدم وجود برنامه مناسب.

#### یافته‌های پژوهش در بخش کمی

##### تحلیل عاملی اکتشافی

##### شناخت امکان انجام تحلیل عاملی بر روی داده‌ها

برای پاسخ به این سؤال که آیا می‌توان داده‌های مربوطه را به چندین عامل تقلیل داد یا خیر از دو آزمون زیر استفاده

شده است:

### شاخص کفایت نمونه گیری کیزر- میر- اولکین و آزمون کرویت بارتل

آزمون کفایت نمونه گیری که با علامت اختصاری KMO مشخص شده، اولین هدف تحلیل عاملی را برآورده می کند. یعنی این آزمون مشخص می کند که آیا واریانس متغیرهای تحقیق تحت تأثیر واریانس مشترک برخی عامل های پنهانی و اساسی هست یا خیر؟ در تحلیل عاملی از روش مؤلفه های اصلی برای استخراج عامل ها استفاده شده است. در این راستا شاخص کفایت نمونه گیری کیزر- میر- اولکین  $0/934$  به دست آمده است که نشان دهنده آن است داده های تحقیق قابل تقلیل به تعداد عامل های زیربنایی و بنیادی است و حجم نمونه نیز در حد کفایت است. همچنین، نتیجه آزمون بارتل ( $14200$ ) که در سطح خطای  $0/01$  معنادار است، نشان می دهد که بین شاخص های داخل عامل همبستگی خوبی وجود دارد. جدول ۲ مقادیر ویژه تعیین کننده عامل هایی است که در تحلیل باقی می ماند (عامل هایی که دارای مقدار ویژه کمتر از ۱ هستند از تحلیل خارج می شوند). عوامل خارج شده از تحلیل، عواملی هستند که حضور آن ها باعث تبیین بیشتر واریانس نمی شود. نتایج نشان می دهد ۶ عامل دارای مقدار ویژه بزرگ تر از ۱ هستند و در تحلیل باقی می ماند. به عبارت دیگر شاخص های پرسش نامه تحت تأثیر ۶ عامل زیربنایی قرار دارد. این ۶ عامل می توانند بیش از ۷۰ درصد از تغییر پذیری (واریانس) متغیرها را توضیح دهند.

جدول ۲. تعداد عامل ها و کل واریانس های استخراج شده

عامل ها	نام عامل ها	مقادیر ویژه اولیه		مجموعه مقادیر عامل های مفهومی		
		مقادیر ویژه	درصد	درصد تجمعی	مقادیر ویژه	درصد
۱	علی	۲۰/۷۱۴	۴۵/۰۳۱	۴۵/۰۳۱	۱۵/۹۵۳	۳۴/۶۸۰
۲	زمینه ای	۵/۳۲۰	۱۱/۵۶۶	۵۶/۵۹۷	۵/۵۷۲	۴۶/۷۹۴
۳	مداخله گر	۲/۵۶۲	۵/۵۶۹	۶۲/۱۶۷	۴/۱۷۶	۵۵/۸۷۳
۴	پیامدها	۱/۶۶۲	۳/۶۱۲	۶۵/۷۷۹	۲/۳۷۱	۶۱/۰۲۷
۵	مقوله محوری	۱/۳۳۵	۲/۹۰۲	۶۸/۶۸۱	۲/۳۴۵	۶۶/۱۲۴
۶	راهبردها	۱/۰۱۲	۲/۲۰۱	۷۰/۸۸۲	۲/۱۸۸	۷۰/۸۸۲

بنابراین از مجموع ۴۶ شاخص می توان آنها را به ۶ عامل مفهومی تقلیل داد. ارزش ویژه نخستین عامل  $15/953$  و ارزش ویژه آخرین عامل  $2/188$  است. جدول ۳ ماتریس چرخش یافته اجزا را نشان می دهد که شامل بارهای عاملی هر یک از متغیرهای باقی مانده پس از چرخش است. متغیرهایی که در هر عامل، بار عاملی بالایی دارند نشان داده شده است. بار عاملی متغیرهایی که از مقدار  $0/3$  کمتر بوده است در جدول ۵ حذف گردیده است تا باعث کاهش روایی سازه نشود و هر متغیر در عاملی که بار عاملی بیشتری دارد در نظر گرفته شده است.

جدول ۳. عوامل شناسایی شده و بار عاملی هر متغیر (ماتریس عامل های چرخش یافته)

شاخص	عامل های شناسایی شده					
	۱A	۲A	۳A	۴A	۵A	۶A
احتمالات ذهنی	۰/۷۰۳	۰/۳۲۰		۰/۳۷۴		
انتظارات و مفروضات سرمایه گذار	۰/۷۹۲					۰/۳۲۸
اعتقاد و باور سرمایه گذار	۰/۷۲۷					۰/۳۹۹
عوامل اقتصادی	۰/۶۳۹			۰/۴۲۴		

عامل های شناسایی شده						شاخص
۶A	۵A	۴A	۳A	۲A	۱A	
		۰/۴۱۱		۰/۳۵۱	۰/۶۴۸	عوامل بیولوژیکی
		۰/۴۲۱			۰/۶۲۴	عوامل محیطی
		۰/۳۴۳			۰/۷۶۶	گرایش ذاتی سرمایه گذار
	۰/۴۱۱				۰/۷۸۹	مسائل سیاسی
					۰/۷۸۷	موانع سرمایه گذاری در سایر بخش ها
				۰/۴۱۸	۰/۷۸۰	هم رنگ اکثریت شدن سرمایه گذار
					۰/۸۰۱	هوش تجاری سرمایه گذار
		۰/۳۳۲			۰/۸۳۸	هوش هیجانی سرمایه گذار
	۰/۳۱۹				۰/۸۲۳	هرم نیازهای مازلو
					۰/۷۴۸	ویژگی های اجتناب ناپذیر
				۰/۷۹۸		احساسات سرمایه گذار
				۰/۷۴۳		الگوی مصرف و پس انداز
		۰/۴۱۶		۰/۸۱۶		امنیت خاطر سرمایه گذار
				۰/۷۹۷		آگاهی سرمایه گذار
				۰/۸۰۲		تجربیات فرد سرمایه گذار
				۰/۷۱۹		جذابیت بازار سرمایه
				۰/۶۸۵		ریسک پذیری سرمایه گذار
				۰/۷۶۷		سواد مالی سرمایه گذار
				۰/۸۵۱		شخصیت و نگرش سرمایه گذار
				۰/۶۶۲	۰/۵۴۶	صفات جمعیت شناختی
			۰/۵۷۸	۰/۴۸۲		تعصب سرمایه گذار
			۰/۶۷۴	۰/۴۱۶		خود کار آمدی
			۰/۷۹۶	۰/۳۴۷		زودباوری و دیرباوری
			۰/۸۰۷	۰/۳۳۷		زبان گریزی سرمایه گذار
			۰/۶۷۷	۰/۳۳۹		عدم تقارن اطلاعاتی
	۰/۳۷۲		۰/۶۸۹			قوانین و سیاست های قانون گذاری
	۰/۳۱۳		۰/۶۷۲		۰/۳۰۶	محدودیت های بازار سرمایه
			۰/۶۶۲	۰/۳۷۳		دوری از پشیمانی و تأسف سرمایه گذار
	۰/۴۳۲	۰/۵۲۷				استراتژی سرمایه گذار
	۰/۴۲۶	۰/۵۹۵		۰/۳۴۵		افزایش سلامت جامعه
		۰/۶۰۲			۰/۴۳۴	تعدیل رفتار
		۰/۷۵۵				توانایی مدیریت ریسک
		۰/۷۸۶				رونق اقتصادی

شرایط علمی

شرایط مداخله گر

شرایط مداخله

عامل های شناسایی شده						شاخص
۶A	۵A	۴A	۳A	۲A	۱A	
		۰/۶۴۹	۰/۳۲۰			رونق بازار سرمایه
		۰/۷۶۵				نتایج مخرب عدم وجود برنامه مناسب
	۰/۸۲۰					بررسی و تحلیل
	۰/۸۲۷					برنامه ریزی کلان دولتی
	۰/۷۶۱				۰/۳۲۰-	حاکمیت شرکتی
	۰/۷۱۹					درک و تفسیر سرمایه گذار از تغییرات
	۰/۷۷۴			۰/۳۲۰	۰/۳۰۳	بررسی عوامل مؤثر بر شرکت
۰/۸۲۸					۰/۳۹۲	ترجیحات و علایق سرمایه گذار
۰/۷۹۹	۰/۳۲۷					جهت دهی ذهنی سرمایه گذار

### الگوسازی ساختاری - تفسیری (ISM)

در این پژوهش عوامل با استفاده از الگوسازی ساختاری - تفسیری (ISM) سطح بندی شدند.

این روش تفسیری است؛ بدین معنا که بر اساس قضاوت و نظر خبرگان تصمیم گرفته می شود که کدام متغیرها و چگونه با هم ارتباط داشته باشند. همچنین ساختاری است، به این معنا که ساختاری کلی از یک مجموعه پیچیده از متغیرها را بر اساس ارتباطات، استخراج می کند و هم یک روش الگوسازی است؛ به این معنا که روابط ویژه متغیرها و همچنین ساختار کلی را در یک مدل گرافیکی نشان می دهد (الف و شهریاری نیا، ۱۳۹۹). در این مرحله نتایج به دست آمده از یافته های کیفی تحت عنوان عوامل یا شاخص های مؤثر بر تمایلات سرمایه گذاران به عنوان داده های ورودی های ISM در نظر گرفته شده اند و بر مبنای آنها به سطح بندی پرداخته شده است. مراحل مختلف ISM به شرح زیر است (هسیاوا<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۳):

مرحله (۱) تشکیل ماتریس خودتعاملی ساختاری (SSIM): عوامل شناسایی شده وارد ماتریس خودتعاملی ساختاری می شوند. این ماتریس یک ماتریس، به ابعاد عوامل است که در سطر و ستون اول آن عوامل به ترتیب ذکر می شود. در این پژوهش روابط میان ۶ عامل با استفاده از پرسش نامه ماتریسی ISM از ۱۳ نفر از متخصصان سرمایه گذاری، پرسش شده است. ماتریس خودتعاملی ساختاری در پاسخ به مقایسات زوجی میان عناصر (احساسات) مختلف حاصل شده، در جدول ۴ نشان داده شده است.

جدول ۴. ماتریس خودتعاملی ساختاری (SSIM)

عوامل	۱	۲	۳	۴	۵	۶
۱		V	X	V	V	V
۲			X	X	A	X
۳				V	X	X
۴					A	A
۵						X
۶						

<sup>۱</sup> Hsiao

مرحله ۲) تشکیل ماتریس دستیابی اولیه (RM): با تبدیل نمادهای روابط ماتریس SSIM به اعداد صفر و یک می توان به ماتریس دستیابی رسید. با پیروی از این قوانین، ماتریس دستیابی اولیه آماده می شود.

مرحله ۳) تشکیل ماتریس دستیابی نهایی: با در نظر گرفتن رابطه تعدی بین عناصر لازم است ماتریس دستیابی اولیه سازگار شود. به عنوان نمونه اگر عامل یک منجر به عامل دو شود و عامل دو هم منجر به عامل سه شود، باید عامل یک نیز منجر به عامل سه شود و اگر در ماتریس دستیابی این حالت برقرار نبود، باید ماتریس اصلاح شده و روابطی که از قلم افتاده جایگزین شوند. از آنجا که در این پژوهش برای پر کردن پرسش نامه ها از چند خبره بهره گرفته شده است برای تشکیل ماتریس دستیابی نهایی، ماتریس های دستیابی اولیه ادغام شدند. جهت ادغام کردن از روش مُد بر اساس بیشترین فراوانی در هر درایه استفاده شده است. نتایج در جدول ۵ قابل مشاهده است.

جدول ۵. ماتریس دستیابی نهایی

عوامل	۶	۵	۴	۳	۲	۱	قدرت نفوذ
۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۶
۲	۱	۱	۱	۱	۰	۰	۵
۳	۱	۱	۱	۱	۰	۰	۵
۴	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۱
۵	۱	۱	۱	۰	۰	۰	۳
۶	۱	۰	۱	۰	۰	۰	۲
قدرت وابستگی	۴	۳	۶	۳	۳	۱	

مرحله ۴) تعیین سطح و اولویت متغیرها: برای تعیین سطح و اولویت متغیرها، مجموعه دستیابی (خروجی) و مجموعه پیش نیاز (ورودی) برای هر متغیر تعیین می شود (ماندال و دشماخ، ۱۹۹۴). برای تعیین مجموعه خروجی مربوط به هر جزء، سطر مربوط به آن را باید بررسی کرد. پس از تعیین مجموعه خروجی (دستیابی) و ورودی (پیش نیاز) برای هر متغیر، عناصر مشترک در مجموعه دستیابی و پیش نیاز برای هر متغیر شناسایی می شوند. همچنین پس از تعیین مجموعه های پیش نیاز و دستیابی و شناسایی عناصر مشترک، نوبت به تعیین سطح متغیر (عناصر) می رسد. در اولین جدول، متغیری دارای بالاترین سطح از سلسله مراتب مدل ساختاری - تفسیری قرار می گیرد که مجموعه دستیابی و عناصر مشترک آن کاملاً مشابه هستند (آگاروال، شانکار و تیواری، ۲۰۰۷). پس از تعیین این متغیر یا متغیرها آن ها را از جدول حذف کرده و با بقیه متغیرهای باقیمانده، جدول بعدی را تشکیل می شود. در جدول دوم نیز همانند جدول اول، متغیر سطح دوم مشخص و این عملیات تا تعیین سطح همه متغیرها تکرار می شود.

جدول ۶. تعیین سطوح متغیرها

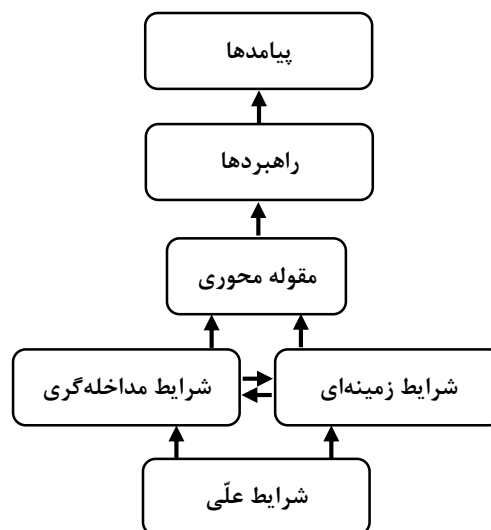
عوامل	مجموعه دستیابی	مجموعه پیش نیاز	مجموعه مشترک	سطح
تکرار اول				
۱	(۱،۲،۳،۴،۵،۶)	(۱)	(۱)	۱
۲	(۲،۳،۴،۵،۶)	(۱،۲،۳)	(۲،۳)	۲
۳	(۲،۳،۴،۵،۶)	(۱،۲،۳)	(۲،۳)	۳
۴	(۴)	(۱،۲،۳،۴،۵،۶)	(۴)	اول



۲۰۴ / تمایلات سرمایه گذاران به بازار سرمایه: تحلیل بازگشتی، علل و عوامل آن

عوامل	مجموعه دستیابی	مجموعه پیش نیاز	مجموعه مشترک	سطح
۵	(۴،۵،۶)	(۱،۲،۳،۵)	(۵)	
۶	(۴،۶)	(۱،۲،۳،۵،۶)	(۶)	
تکرار دوم				
۱	(۱،۲،۳،۵،۶)	(۱)	(۱)	
۲	(۲،۳،۵،۶)	(۱،۲،۳)	(۲،۳)	
۳	(۲،۳،۵،۶)	(۱،۲،۳)	(۲،۳)	
۵	(۵،۶)	(۱،۲،۳،۵)	(۵)	
۶	(۶)	(۱،۲،۳،۵،۶)	(۶)	دوم
تکرار سوم				
۱	(۱،۲،۳،۵)	(۱)	(۱)	
۲	(۲،۳،۵)	(۱،۲،۳)	(۲،۳)	
۳	(۲،۳،۵)	(۱،۲،۳)	(۲،۳)	
۵	(۵)	(۱،۲،۳،۵)	(۵)	سوم
تکرار چهارم				
۱	(۱،۲،۳)	(۱)	(۱)	
۲	(۲،۳)	(۱،۲،۳)	(۲،۳)	چهارم
۳	(۲،۳)	(۱،۲،۳)	(۲،۳)	چهارم
تکرار پنجم				
۱	(۱)	(۱)	(۱)	پنجم

مرحله (۵) ترسیم مدل ساختاری - تفسیری: بر اساس سطوح تعیین شده بر اساس جدول شماره ۶ و ماتریس دستیابی نهایی، مدل ترسیم می شود. پس از تعیین روابط و سطح متغیرها می توان آنها را به شکل مدلی ترسیم کرد. به همین منظور ابتدا متغیرها، برحسب سطح آنها به ترتیب از پایین به بالا تنظیم می شوند (دانایی فر، ۱۳۹۰). در پژوهش حاضر عوامل در پنج سطح قرار گرفته اند که در شکل ۱ قابل مشاهده است:

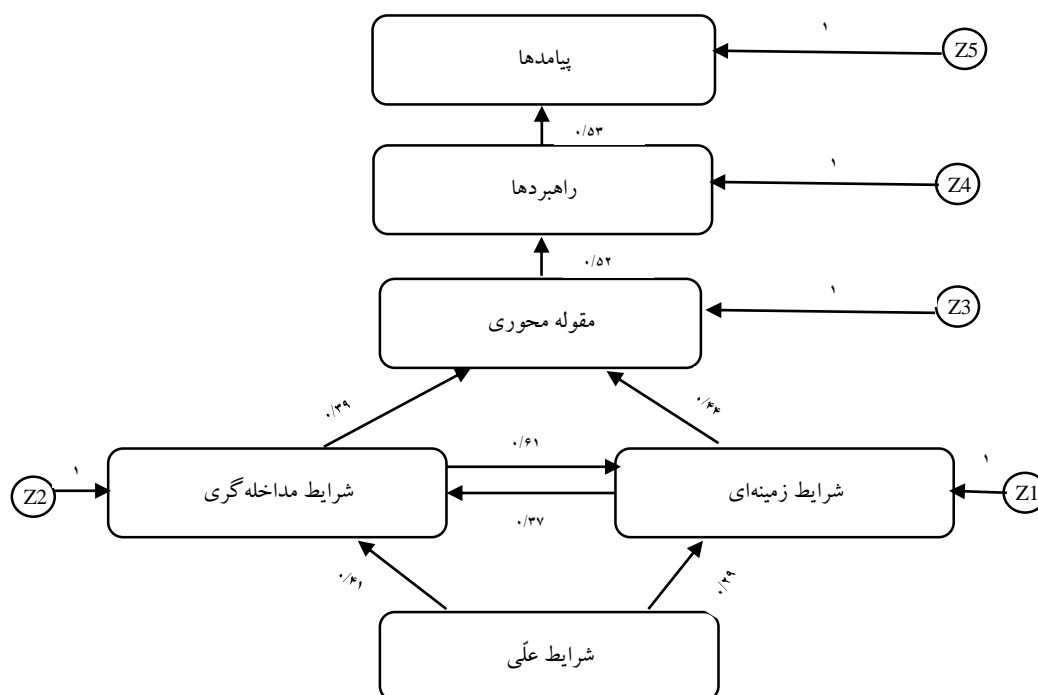


شکل ۱. الگوی ساختاری - تفسیری (ISM)

## الگوی بازگشتی

در تدوین الگوهای ساختاری گاهی وضعیتی پیش می‌آید که در آن پژوهشگر ممکن است بین دو متغیر اثر متقابل یا دوسویه تعریف کند. به این معنی که مایل نیست ارتباط بین دو متغیر را به‌عنوان یک همبستگی صرف تعریف کند؛ به‌عبارت‌دیگر اثرگذاری به‌صورت یک‌سویه و تنها از یک متغیر مستقل به سمت متغیر وابسته نیست. الگوهای بازگشتی را به‌عنوان الگوهایی تعریف می‌کنند که در آن حلقه بازخورد یا پس‌خورانی وجود دارد. رابطه دوطرفه یا بازگشتی به این معناست که یک متغیر به‌طور غیرمستقیم بر خود اثر می‌گذارد (کلاین، ۲۰۰۵).

در الگوی زیر تحت عنوان شکل ۲ مقادیر تأثیر استاندارد آورده شده است. این الگو مهم‌ترین مورد برای بررسی تأثیرات متغیرها خواهد بود.



شکل ۲. الگوی ساختاری تحقیق با ضرایب استاندارد

### اثرات مستقیم؛ غیرمستقیم و کل استاندارد

در بررسی نتایج جدول ۷ تأکید اصلی بر اثرات غیرمستقیم دو متغیر زمینه‌ای و مداخله‌گر هست. به‌منظور بررسی فرض تعادل در مدل‌های بازگشتی، نتایج شاخص ثبات در جدول ۷ نیز ارائه شده است. محاسبه این شاخص بر مبنای تمامی روابط مستقیمی است که در مدل ساختاری بین متغیرهای درونی وجود دارد و نه فقط متغیرهایی که در حلقه یا حلقه‌های پس‌خورانی درگیر هستند. نتایج بررسی شاخص ثبات نشان داد که مقدار آن برابر با ۰/۳۳۴ و کمتر از ۱ گزارش شد، بنابراین مفروضه تعادل تأیید می‌گردد.

### برازش مدل نهایی پژوهش

یافته‌های به‌دست‌آمده در این قسمت در جدول ۸ نشان‌دهنده این است نسبت کای اسکوتر مدل به درجه آزادی برابر ۲/۳۷۳ و شاخص‌های برازش تطبیقی همه بالاتر از ۰/۹۰، شاخص RMSEA برابر با ۰/۰۳۴ که همگی مناسب هستند و

شاخص‌های مقتصد PCFI، PRATIO و PNFI نیز مناسب هستند. در کل می‌توان گفت مدل از برازش مناسبی برخوردار شد.

جدول ۷. اثرات مستقیم، غیرمستقیم و کل استاندارد

عَلّی	مداخله‌گر	زمینه‌ای	محوری	راهبردها
۰/۲۹	۰/۲۵۰	۰/۶۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
۰/۴۱	۰/۳۷	۰/۳۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
۰/۵۱۱	۰/۴۴	۰/۳۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
۰/۴۶۰	۰/۲۲۲	۰/۳۳۴	۰/۵۲	۰/۰۰۰
۰/۳۴۶	۰/۱۶۷	۰/۲۵۱	۰/۴۸۶	۰/۵۳
شاخص ثبات برای متغیرهای مداخله‌گر و زمینه‌ای برابر است با: ۰/۳۳۴				

جدول ۸. شاخص‌های برازش مدل نهایی

شاخص	شاخص برازش	مقدار قابل قبول	مقدار مدل	نتیجه برازش
شاخص‌های برازش مطلق	X <sup>2</sup>	> ۰/۰۵	۰/۰۷۲	مناسب
	GFI	> ۰/۹	۰/۹۸۸	مناسب
	AGFI	> ۰/۹	۰/۹۳۸	مناسب
	RMR	تزدیک به صفر	۰/۰۱۳	مناسب
شاخص‌های برازش تطبیقی	NNFI	> ۰/۹	۰/۹۸۹	مناسب
	NFI	> ۰/۹	۰/۹۸۹	مناسب
	CFI	> ۰/۹	۰/۹۸۱	مناسب
	RFI	> ۰/۹	۰/۹۶۷	مناسب
	IFI	> ۰/۹	۰/۹۸۱	مناسب
	شاخص‌های برازش مقتصد	PRATIO	> ۰/۵۰	۰/۵۱۲
PNFI		> ۰/۵۰	۰/۵۴۱	مناسب
PCFI		> ۰/۵۰	۰/۵۴۳	مناسب
RMSEA		< ۰/۰۸	۰/۰۳۴	مناسب
CMIN/DF		۳-۲	۲/۳۷۳	مناسب

### نتیجه‌گیری و پیشنهادهای پژوهش

بحران‌های مالی و پیچیدگی تحلیل و پیش‌بینی بازار سهام تحلیل‌گران این بازار پرهیاهو را بر آن داشت که سرمایه‌گذاران فعال در بازار سرمایه را مورد توجه خاص قرار دهند همین توجه و ایجاد اعتقاد برای رسیدن به واقعیاتی از آنچه در ذهن سرمایه‌گذاران بازار سرمایه در هنگام خرید و فروش اوراق بهادار می‌گذرد دلیلی بر بررسی رفتار سرمایه‌گذاران در این پژوهش شد.

در این پژوهش باهدف الگوسازی ساختاری تفسیری و بررسی تحلیل بازگشتی تمایلات سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه یافته‌ها مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج حاصل از تحلیل یافته‌های عاملی نشان داد شاخص‌ها دارای بار عاملی بالایی با تعداد ۶ مؤلفه (عامل) اصلی هستند. بر اساس جدول ۱، مؤلفه‌های کشف شده مؤید آن است می‌توان الگوی ساختاری

تمایلات سرمایه‌گذاران به بورس را با ۶ مؤلفه و ۴۶ زیرمؤلفه که به ترتیب که عوامل علی دارای ۱۰ زیرمؤلفه، عوامل زمینه‌ای دارای ۱۴ زیرمؤلفه، عوامل مداخله‌گر دارای ۸ زیرمؤلفه عوامل محوری دارای ۲ زیرمؤلفه، عوامل راهبردی دارای ۵ زیرمؤلفه، پیامدها دارای ۷ زیرمؤلفه هستند.

همچنین با بررسی بار عاملی شاخص‌ها در جدول ۳ ملاحظه می‌گردد شاخص شخصیت و نگرش سرمایه‌گذار با بار عاملی ۰/۸۵۱، هوش هیجانی سرمایه‌گذار با بارعاملی ۰/۸۳۸، ترجیحات و علایق سرمایه‌گذار با بارعاملی ۰/۸۲۸، برنامه‌ریزی کلان‌دولتی با بار عاملی ۰/۸۲۵، هرم نیازهای مازلو با بارعاملی ۰/۸۲۳، امنیت خاطر سرمایه‌گذار با بار عاملی ۰/۸۱۶، زیان‌گریزی فرد سرمایه‌گذار با بارعاملی ۰/۸۰۷، تجربه فرد سرمایه‌گذار با بارعاملی ۰/۸۰۲، هوش تجاری سرمایه‌گذار با بارعاملی ۰/۸۰۱ از درجه اهمیت بالاتری برخوردار هستند.

دلایل زیادی وجود دارد که افراد را به سمت فعالیت‌های مختلف سوق می‌دهد. همین امر در مورد سرمایه‌گذاری‌ها و معاملات در بازارهای مالی نیز صدق می‌کند یکی از این موارد شاخص شخصیت و نگرش سرمایه‌گذار در بعد شاخص‌های علی که در زمره بااهمیت‌ترین عوامل نیز اشاره شد. شخصیت و نگرش سرمایه‌گذار یکی از شاخص‌های بسیار بااهمیت در روان‌شناسی بازار سرمایه محسوب می‌شود به گونه‌ای که فرایندها و موقعیت‌های ذهنی مختلف، احساسات و انگیزه‌های متفاوتی را ایجاد می‌کنند که این احساسات و انگیزه‌ها بسیار تأثیرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاران است. شاخص دیگری که در این بعد حائز اهمیت است، شاخص تجربه فرد سرمایه‌گذار است. تجربه فرد سرمایه‌گذار از دو جنبه قابل‌بررسی است ۱- تجربه سرمایه‌گذار در مورد سود یا زیان‌های کسب شده در معاملات قبلی که این خود برای سرمایه‌گذار تبدیل به یک سابقه ذهنی منفی یا مثبت در مورد معاملات در برخی سهام خواهد شد و ۲- بررسی دیگر از آن حیث که باگذشت زمان تجربه فرد در مورد تصمیم‌گیری‌های خرید و فروش، از درجه پختگی بالاتری برخوردار می‌شود. شاخص بعدی در بعد عوامل علی که بار عاملی بالایی دارد شاخص امنیت خاطر سرمایه‌گذار است، امنیت سرمایه در بورس، یکی از دغدغه‌های سرمایه‌گذار در این بازار بوده و هست به این دلیل که بازار سهام را می‌توان دماسنج اقتصاد کشور فرض کرد که مسائل سیاسی و اقتصادی داخل و خارج از کشور می‌تواند بر آن تأثیر بگذارد. این مسائل در نوسان قیمت سهام بسیار مؤثر است؛ بنابراین سرمایه‌گذار تا حدی می‌تواند با بالابردن دانش سرمایه‌گذاری خود و آگاهی از افزایش و کاهش قیمت سهام در موقعیت‌های خاص اقتصادی و سیاسی ترس ناشی از این موضوع را تعدیل نماید؛ البته زیان‌گریزی فرد سرمایه‌گذار مؤثر بر این موارد است از طرفی طبق اولویت‌بندی سلسله نیازهای مازلو جهت امنیت خاطر بیشتر، افراد باید از پس‌اندازهای اضافه خود به سرمایه‌گذاری در این بازار مبادرت ورزند.

دیگر شاخص‌های مطرح و شناسایی شده با بارعاملی بالا، هوش هیجانی و هوش تجاری فرد سرمایه‌گذار در بعد عوامل زمینه‌ای است که بسیار عامل تعدیل‌کننده در رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود.

شاخص ترجیحات و علایق سرمایه‌گذار که در مقوله محوری شناسایی شده است نیز با بار عاملی بالا بیانگر این موضوع است که سرمایه‌گذاران ترجیحات سرمایه‌گذاری متفاوتی نسبت به هم دارند به عنوان مثال بعضی از سرمایه‌گذاران سرمایه‌گذاری‌های با ریسک بسیار اندک را ترجیح می‌دهند که به سودهای محافظه‌کارانه منجر خواهد شد و برخی دیگر از سرمایه‌گذارها متمایل به پذیرفتن ریسک اضافی جهت کسب سود بیشتر هستند و ... که همه شاخص‌های ذکر شده در

بالا مؤثر بر این شاخص هستند. شاخص برنامه ریزی کلان دولتی نیز با بار عاملی بالا یکی از شاخص های مهم در بعد عوامل راهبردی است. در این خصوص باید خاطر نشان کرد تحلیل دقیق محیط کلان و سناریوپردازی های متناسب با آن تدوین قوانین به موقع و درست و راهگشا به جای قوانین دست و پاگیر اهمیت ویژه ای در شالوده برنامه ریزی استراتژیک در بازار سرمایه دارند که همواره باید مود توجه دولتمردان و قانون گذاران فعال در این بازار قرار گیرد.

بررسی الگوی مفهومی ساختاری - تفسیری تدوین شده جهت نمایش تأثیرپذیری عوامل نشان می دهد که عوامل علی دارای بیشترین تأثیرگذاری بر سایر ابعاد و پیامدها بالاترین تأثیرپذیری را از سایر ابعاد، بین ۶ بعد اصلی پژوهش دارا هستند. در این پژوهش برای تحلیل مسیر و بررسی برازش مدل از نرم افزار (AMOS) استفاده شده است. با توجه به بررسی مدل بازگشتی که در واقع بیانگر اثر یک متغیر بر خودش است نتایج نشان می دهد که دو بعد زمینه ای و مداخله گر بدون واسطه بر خودشان اثر می گذارند در این راستا برآورد اثرات دوسویه نیازمند برقرار بودن فرضیه تعادل است برای این منظور در محاسبات تحلیل مسیر شاخصی به نام شاخص ثبات محاسبه می شود. به لحاظ کاربردی تفسیر استاندارد شاخص ثبات چنین است که اگر مقدار آن کمتر از ۱ باشد حاکی از برقراری فرضیه تعادل است، در این پژوهش شاخص ثبات برای دو عامل زمینه ای و مداخله گر برابر ۰/۳۳۴ محاسبه شده است؛ بنابراین مفروضه تعادل تأیید می گردد. شاخص های برازش مدل نهایی شامل، شاخص های برازش تطبیقی مدل شامل NFI (شاخص نرم شده برازندگی)، NNFI (شاخص نرم نشده برازندگی)، شاخص برازش مقصد RMSEA (شاخص ریشه خطای میانگین مجذورات تقریب)، و شاخص های برازش مطلق GFI (شاخص نیکویی برازش) و RMR (شاخص ریشه میانگین مجذورات باقیمانده) است؛ بنابراین با توجه به اینکه شاخص های برازش تطبیقی همه بالاتر از ۹۰ درصد، شاخص RMSEA کمتر از ۱ برابر با ۰/۳۴ و RMR کمتر از ۰/۵ است و کلیه شاخص های مقصد PRATIO، PCFI و PNFI نیز مناسب هستند در مجموع می توان با تسامح گفت مدل از برازندگی نسبتاً مناسبی برخوردار است.

حال با توجه به اینکه بورس اوراق بهادار یکی از حوزه های اقتصادی کشور است و رشد و توسعه این حوزه، توسعه اقتصاد ملی را به همراه خواهد داشت در این خصوص می بایست با شناخت بیشتر عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه گذاران، به ذهنیات درونی و در نتیجه رفتارهای بیرونی افراد به صورتی علمی و حساب شده پی برد و موجبات تشخیص بهینه دیدگاه ها، حالات و رفتار سرمایه گذاران و رشد و پیشرفت بورس اوراق بهادار را فراهم آورد بنابراین پیشنهاد می شود:

- با توجه به نتایج به دست آمده به شرکت های سرمایه پذیر در بازار سرمایه، در تنظیم اطلاعات حسابداری، بهبود و ارتقای کیفیت اطلاعات حسابداری، را همواره مدنظر قرار دهند.
- به سرمایه گذاران در بازار سرمایه، اینکه باید مشخص نمایند که از جنبه مالی چه هدف هایی را دارند. این اهداف واقع بینانه در واقع نقشه راهی هستند که به سرمایه گذار نشان می دهند که در چه چیزی سرمایه گذاری کنند، افق سرمایه گذاری خود را چه مدت در نظر بگیرند و فعالیت در چه بازاری مناسب آنها است؛ بنابراین با توجه به سه مؤلفه ریسک، میزان درآمد و انتظارات از نرخ رشد سود تقسیمی می توانند اهداف متعدد و متنوعی داشته باشند. به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود برای داشتن سرمایه گذاری موفق نقطه تعادل مابین امنیت، درآمد و رشد سرمایه گذاری را پیدا کنند همچنین با توجه به تأثیر احساسات سرمایه گذاران بر قیمت سهام، سرمایه گذاران باید

هنگامی که در بازار اخبار هیجانی و احساساتی زودگذر وجود دارد، بادقت بیشتری به خرید و فروش سهام مبادرت ورزند.

- به دولتمردان و قانون‌گذاران بازار سرمایه، حمایت از بازار سرمایه توسط مجموعه دولت و حاکمیت در زمان تلاطم‌های سیاسی می‌تواند هیجان‌های ایجاد شده در بازار را کاهش دهد بنابراین با توجه به اهمیت قوانین و ارتباط آن با رشد اقتصادی قانون‌گذاران و رهبران بازار سرمایه باید ملاحظات لازم را در این مورد داشته باشند.

### تقدیر و تشکر

بدینوسیله از معاونت محترم پژوهشی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علی‌آباد کتول به خاطر همکاری در اجرای پژوهش حاضر سپاسگزاری می‌شود.

### منابع

- ابراهیمی، سید کاظم و احمدی مقدم، منصور (۱۳۹۴). تأثیر اهرم مالی و محافظه‌کاری شرطی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه حسابداری مالی*، ۲۷(۷)، ۱۲۰-۱۰۲.
- اسلامی بیدگلی، غلامرضا و کردلویی، حمیدرضا (۱۳۸۹). مالی رفتاری، مرحله گذر از مالی استاندارد تا نوروفینانس، *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۱۹(۱)، ۳۶-۱.
- ایزدی‌نیا، ناصر و حاجیان‌نژاد، امین (۱۳۸۸). بررسی و آزمون رفتار توده‌وار در صنایع منتخب در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۲(۷)، ۱۰۵-۱.
- بنایی قدیم، رحیم و کرباسی یزدی، حسین (۱۳۹۳). کاربرد تئوری حسابداری ذهنی (از تئوری تا عمل). *حسابداری و منافع اجتماعی*، ۴(۲)، ۱۳۳-۱۱۷.
- حسینی چگنی، الهام و حقگو، بهناز و رحمانی نژاد، لیلا (۱۳۹۳). بررسی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای معادلات ساختاری. *فصلنامه علمی - پژوهشی راهبرد مدیریت مالی*، ۴(۲)، ۱۳۳-۱۱۳.
- حیدریور، فرزانه و تاروی وردی، یدالله و محرابی، مریم (۱۳۹۲). تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام. *فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی*، *تحلیل اوراق بهادار*، ۶(۱)، ۱۳-۱.
- خلیلی عراقی، مریم و سردار، سهیلا و وفادار، احسان (۱۳۹۶). تأثیر احساسات سرمایه‌گذار بر ترجیحات چولگی و قیمت‌دارایی. *اولین کنفرانس ملی نقش حسابداری، اقتصاد و مدیریت*، تبریز.
- جعفری کلوچه، محمد و عبدلی، محمدرضا و مسکنی، مصطفی (۱۳۹۶). تأثیر سوگیری رفتاری مدیران بر ریسک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران. *پایان‌نامه کارشناسی ارشد*، دانشگاه غیرانتفاعی شاهرود.
- دانایی‌فرد، حسن و اسلامی، آذر (۱۳۹۰). کاربرد استراتژی نظریه داده‌بنیاد در عمل، ساخت نظریه بی‌تفاوتی سازمانی. انتشارات دانشگاه امام صادق (ع)، تهران.
- رهنمای رودپشتی، فریدون و صالحی، اکرم (۱۳۸۷). مکاتب و تئوری‌های مالی و حسابداری مشتمل بر نظریات، مدل‌ها، تکنیک‌ها، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز.
- زینی‌وند، محمد و جنانی، محمدحسن و همت‌فر، محمود و ستایش، محمدرضا (۱۴۰۰). سوگیری‌های رفتاری و تصمیمات سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی مبتنی بر اطلاعات تکنیکال در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه اقتصاد مالی*، ۴(۱۵)، ۲۵۷-۲۳۳.
- سروش‌یار، افسانه (۱۳۹۵). بررسی نقش مومنتوم و احساسات سرمایه‌گذاران بر رفتار توده‌وار در بورس اوراق بهادار. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۸(۵)، ۱۵۹-۱۴۷.
- ستایش، محمدحسین و شمس‌الدینی، کاظم (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه اوراق بهادار تهران. *مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، ۱۸(۱)، ۱۲۵-۱۰۳.
- سعیدی، علی؛ فرهانیان، سید محمدجواد (۱۳۹۱). *مبانی اقتصاد و مالی رفتاری*. انتشارات بورس (وابسته به شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس).

- شمس‌الدینی، کاظم و دانشی، وحید و سیدی، فاطمه (۱۳۹۷). بررسی تأثیر رفتار سرمایه‌گذاران و مدیریت بر بازدهی سهام. *مجله دانش حسابداری*، ۹(۲)، ۱۶۳-۱۸۹.
- شهریاری نیا، آرش و الفت، لعیا و امیری، مقصود و کزازی، ابوالفضل (۱۳۹۹). رویکرد ترکیبی برای توسعه مدل ساختاری عوامل مؤثر بر همکاری در زنجیره تأمین صنایع خانگی. *مجله چشم‌انداز مدیریت صنعتی*، ۱۰(۳۷)، ۸۹-۱۱۹.
- مهرانی، کیارش و معدنچی زاج، مهدی (۱۳۹۷). آزمون اثر احساسات و الگوی رفتار معاملات سرمایه‌گذاران بر بازده مازاد سهام در بورس اوراق بهادار تهران. *راهبرد مدیریت مالی*، ۶(۲)، ۱۴۰-۱۶۷.
- فهیمی دوآب، رکسانا و حجازی، رضوان و ناصحی فر، وحید و تهرانی، رضا (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 الزهراء.
- هومن، حیدرعلی (۱۳۸۴). کتاب مدل‌یابی معادلات ساختاری با استفاده از نرم افزار لیزرل. انتشارات سمت، تهران.

## References

- Ashis, C.M., & Abha, M. (2021). A study of individual investor behavior for stocks and gold. *International Journal of Research in Commerce, Economics & Management*, 11(2), 8-16.
- Agarwal, A., Shankar, R., & Tiwari, M.K. (2007). Modeling agility of supply chain. *Industrial Marketing Management*, 36 (4) , 443-457.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. *The Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 129-152.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.
- Barberis, N., & Thaler, R. (2003). A survey of behavioral finance. *Handbook of the Economics of Finance*, 25(2), 1053-1128.
- Barberis, N., Vishny, A., & Shleifer, R.W. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 307-343.
- Brown, G.W., & Cliff, M.T. (2004). Investor sentiment and the near-term stock market. *Journal of Empirical Finance*, 11(1), 1-27.
- Baghdadabad, M., & Habibi, F., & Halid, N. (2018). A study on small investors' behavior in choosing stock, case study: Kuala-Lumpur stock market. *African Journal of Business Management*, 5(27), 11082- 11092.
- Bellofatto, A., & Broihanneb, M.H. (2018). Appetite for Information in Mandatory Pro\_ling of Individual Investors. *Finance*, 39(1) 107-144.
- Bonabi Ghadim, R., & Karbasi Yazdi, H. (2014). Application of Mental Accounting (from Theory to Action). *Journal of Accounting and Social Interests*, 4(2), 117-133. doi: 10.22051/ijar.2014.499 [In Persian].
- Caglar, C.E., & Ergün, Z.C., & Durukan, M.B. (2020). The causal linkages between investor sentiment and excess returns on Borsa Istanbul. *Borsa Istanbul Review*, 20(3), 214-223.
- Danaeifard, H., & Islami, A. (2011). *Applying data foundation theory strategy in practice, constructing the theory of organizational indifference*. Imam Sadegh (AS) University Press, Tehran [In Persian].
- Ebrahimi, S.K., & Ahmadi Moghadam, M. (2015). The effect of financial leverage and conditional conservatism on the investment inefficiency of companies listed on the Tehran Stock Exchange, *Quarterly Financial Accounting*, 27(7), 102-210 [In Persian].
- Elgebeily, E., & Guermat, C., & Vendrame, V. (2021). Managerial optimism and investment decision in the UK. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 31, 100519.
- Eslami Bidgoli, & Gh., Kordloie, H.R. (2010). Behavioral Finance As An Over- Pass Between Standard Finance And Neurofinance. *Financial Engineering and Securities Management*, 1(1), 19-36 [In Persian].
- Fahimi Doab, R., & Tehrani, R., & Nasehifar, V., & Hejazi, R. (2005). Investigating the importance of factors affecting the behavior of ordinary stock investors in the Mashhad Stock Exchange and its comparative



- comparison with the behavior of investors in the Tehran Stock Exchange, *M.Sc. Thesis*, Faculty of Economics and Social Sciences, Al-Zahra University [In Persian].
- Haidarpour, F., & Tari Verdi, Y., & Mehrabi, M.(2013). The effect of investors' emotional tendencies on stock returns. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 6(1),1-13[In Persian].
- Hosseini Chegeni, E., & Haghgoo, B., & Rahmaninejad, L. (2014). Studying the Relationship between Behavioral Biases of Investors and Their Investment Decisions in Tehran Stock Exchange. *Financial Management*, 4(2), 113-133.
- Homan, H.A. (1384). The book of structural equation modeling using Lisrel software. Samt Publications, Tehran [In Persian].
- Hsiao, K.L., Lu, H.P., & Lan, W.C. (2013).The influence of the components of storytelling blogs on readers travel intentions. *Internet Research*, 23(2), 160-182.
- Izadi Nia, N., & Hajiannejad, A.(2009). Review and Examine the Herd Behavior in Selected Industries in Tehran Stock Exchange. *Journal of Securities Exchange*, 2(7), 1-105[In Persian].
- Jafari, M., & Abdoli, M.R., & Maskani, M. (2017). The effect of managers' behavioral bias on the risk of companies listed on the Iran Stock Exchange. Master's thesis. Shahroud Non-Profit University. *Master Thesis*, Shahroud Non-Profit University[In Persian].
- Kartini K., & Nahda K., (2021). Behavioral Biases on Investment Decision: A Case Study in Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8 (3), 1231–1240.
- Kariofyllas, S., & Philippas, D., & Siriopoulos, C. (2017). Cognitive biases in investors' behaviour under stress: Evidence from the London Stock Exchange. *International Review of Financial Analysis*, 54, 54-62.
- Karolyi, G.A., & Lee, K.H., & Van Dijk, M.A.(2012). Understanding commonality in liquidity around the world. *J. Journal of Financial Economics*. 105 (1), 82–112.
- Khalili Iraqi, M., & Sardar, S., & Vafadar, E.(2017). Influence of Investor's Emotions on Skewness Preferences and Asset Price, *Paper presented at 1th National Conference on the Role of Accounting, Economy and Management*, Tabriz, Iran [In Persian].
- Kline, R. (2005). Principles and practice of structural equation modeling, 2nded. The Guilford Press, New York, NY.
- Lan, Y., & Huang, Y., & Yan, C.(2020).Investor sentiment and stock price: Empirical evidence from Chinese SEOs. *Economic Modelling*, 94, 703–714.
- Lee, C.M.C., Shleifer, A., & Thaler, R.H. (1991). Investor sentiment and the closed-end fund puzzle. *Journal of Finance*, 46(1), 75-109.
- Lodhi, S. (2014). Factors influencing individual investor behaviour: An empirical study of city Karachi. *Journal of Business and Management*, 16(2),68-76.
- Lindner F., & Kirchler M., & Rosenkranz S., & Weitzel U. (2021). Social Motives and Risk-Taking in Investment Decisions. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 127, 1-16.
- Mehrani, K., & Madanchi zaj, M. (2018). 'The Test of the Effect of Investor Trading Behavior and Investors` Sentiment on Excess Return in Tehran Stock Exchange', *Financial Management Strategy*, 6(2), 140-167[In Persian].
- Mandal, A., & Deshmukh, S.G. (1994). Vendor selection using interpretive structural modelling (ISM). *International Journal of Operations & Production Management*, 14(6), 52-59.
- Puckett, M.B. (2008). Moderators of the association between relational aggression and perceived popularity. *Aggressive Behavior*, 34(6), 563–576.
- Rahnama Rudpashti, F., & Salehi, A. (2008). *Schools and theories of finance and accounting including theories, models, techniques*, Central Tehran Branch[In Persian].
- Schmeling, M.(2009). Investor sentiment and stock returns: Some international evidence. *Journal of Empirical Finance*,16(3), 394-408.
- Vieira. E. (2011). Herding Behaviour and Sentiment: Evidence in a Small European Market, *Spanish Accounting Review*, 18 (1),78–86.

- Walid, A.(2014).The trading patterns and performance of individual vis-à-vis institutional investors in the Qatar Exchange. *Review of Accounting and Finance*, 13(1), 24-42.
- Saeedi, A., & Farahanian, S.M.J. (2012). *Fundamentals of Behavioral Economics and Finance*. Stock Exchange Organization, Exchange Information and Services Company[In Persian].
- Setayesh, M., & Shamsedini, K. (2016). An Investigation of the Relationship between Investor Sentiment and Price Stocks in Tehran Stock Exchange (TSE), *Journal of Accounting Advances*, 8(1), 103-125. doi: 10.22099/jaa.2016.3854[In Persian].
- Schwarz, N. (2002). Feelings as information: *Moods influence judgments and processing strategies*. In T. Gilovich, D. Griffin, & D. Kahneman (Eds.), *Heuristics and biases: The psychology of intuitive judgment*, 534–547.
- Stambaugh, R.F., Yu, J., & Yuan, Y. (2012). The short of it: Investor sentiment and anomalies. *Journal of Financial Economics*, 104 (2), 288-302.
- Shahryari nia,A., & Olafat. L., & Amiri, M., & Pishvae, & Kazazi. A. (2020). A Hybrid Approach to Develop a Structural Model of Factors Affecting Supply Chain Collaboration in Home Appliance Industry. *Journal of Industrial Management Perspective*, 10(37).89-116 [In Persian].
- Shamsadini, K., & Daneshi, V., & Seyed, F. (2018). Investigating the Effect of Investors' Behavior and Management on Stock Returns, *Journal of Accounting Knowledge*, 9(2), 163-189 [In Persian].
- Smales Lee, A. (2014). News sentiment and the investor fear gauge. *Finance Research Letters*, 11(2), 122-130.
- Soroushyar, A. (2016). The Investigation of the Role of Momentum and Investors' Sentiments on the Herding Behavior in Tehran Stock Exchange, *Journal of Investment Knowledge*, 5(18), 147- 159, [In Persian].
- Zeynivand, M., & Janani, M.H., & Hematfar, M., & Setayesh, M.R.(2021). Behavioral biases and decisions of individual and institutional investors based on technical information in Tehran Stock Exchange. *financial Economics*, 15(57), 233-258 [In Persian].