

## طراحی الگوی عوامل موثر بر فرآیند خرید دارایی‌های سرمایه‌ای

سعید فتحی<sup>۱</sup>، بهرام رنجبریان<sup>۲</sup>، الهه شبانی نایینی<sup>۳</sup>، علیرضا عجم<sup>۴</sup>

۱- استادیار گروه مدیریت دانشگاه اصفهان

۲- استاد گروه مدیریت دانشگاه اصفهان

۳- کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی دانشگاه اصفهان

۴- کارشناسی مدیریت بازرگانی دانشگاه اصفهان

### چکیده

با توجه به اینکه بازار دارایی‌های سرمایه‌ای برای ارتقای نظام اقتصادی کشورها از اهمیت فوق‌العاده‌ای برخوردار است. شناسایی عوامل موثر بر رفتار خرید این گونه دارایی‌ها، می‌تواند نقطه آغازی در جلب مشارکت عمومی در این فعالیت جهادی به حساب آید. در این میان خریداران حقیقی و جذب وفاداری آنها به دارایی‌های سرمایه‌ای به دلیل اثرگذاری بر متغیرهای اقتصادی همچون نرخ سرمایه‌گذاری، حجم نقدینگی موجود در جامعه و نرخ تورم از اهمیت زیادی برخوردارند. بنابراین سیاست‌گذاران مالی و اقتصادی برای جذب وفاداری این قشر به بازار دارایی‌های سرمایه‌ای و کمک به آنان برای اتخاذ تصمیمات درست خرید در این بازار، باید شناخت کافی از رفتار خرید آنها داشته باشند. این پژوهش به دنبال پاسخی برای این سوال است که سرمایه‌گذاران فردی بورس اوراق بهادار منطقه‌ای اصفهان در زمینه خرید دارایی‌های سرمایه‌ای (به طور خاص اوراق بهادار) چگونه تصمیم‌گیری می‌کنند و چه عواملی بر فرآیند تصمیم‌گیری آنها اثرگذار است. در نتایج حاصل از این پژوهش، تاثیر آمادگی پذیرش تجربیات جدید و کارایی اطلاعاتی درک شده شرکت‌های عضو بورس بر متغیر سیاست حداکثر بازده، تاثیر اهمیت دارایی‌های سرمایه‌ای در اقتصاد خانواده و کارایی اطلاعاتی درک شده شرکت‌های عضو بورس بر درجه تکنیکی بودن تحلیل‌های خرید، تاثیر ریسک اقتصادی درک شده بر تنوع معیارهای ارزیابی عملکرد و تاثیر آمادگی پذیرش تجربیات جدید و کارایی اطلاعاتی درک شده شرکت‌های عضو بورس بر درک سرمایه‌گذاران از عملکرد خود در سطح معناداری ۰/۰۵ تایید و بقیه فرضیه‌ها رد شده‌اند.

**واژه‌های کلیدی:** رفتار خرید، رفتار سرمایه‌گذار، دارایی‌های سرمایه‌ای، بازار دارایی‌های سرمایه‌ای.

## مقدمه

امروزه سازمان‌ها به دلایل مختلف، نظیر افزایش توانمندی‌ها و قابلیت‌های رقابتی، استفاده از فناوری‌ها و روش‌های نوین عملیات، بهره‌برداری از تجهیزات و امکانات بهتر و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های توسعه‌ای، نیازمند تأمین منابع مالی هستند (جعفری صمیمی و همکاران، ۱۳۸۳) که بورس اوراق بهادار می‌تواند نقش سازنده و موثری در این زمینه ایفا کند. بنابراین شناسایی عوامل موثر بر خرید دارایی‌های سرمایه‌ای توسط خانوار می‌تواند به عنوان نقطه آغازی در جلب مشارکت عمومی در بازار دارایی‌های سرمایه‌ای به شمار آید. شناسایی این عوامل می‌تواند در حیطه افراد حقیقی، افراد حقوقی و یا سرمایه‌گذاری خارجی صورت گیرد (ابزری و همکاران، ۱۳۸۶). در این میان تجزیه و تحلیل رفتار خریداران حقیقی دارایی‌های سرمایه‌ای و جذب پس اندازهای آنها به دلیل اثرگذاری بر متغیرهای اقتصادی همچون نرخ سرمایه‌گذاری و نرخ تورم از اهمیت زیادی برخوردار است. از طرفی بسیاری از پژوهش‌های صورت گرفته در زمینه نحوه تصمیم‌گیری خریداران دارایی‌های سرمایه‌ای نشان می‌دهد که دانش کافی در مورد اینکه چرا افراد اقدام به خرید اینگونه دارایی‌ها می‌کنند و چه عاملی بر رفتار خرید آنها اثر می‌گذارد، وجود ندارد (آقایی و مختاریان، ۱۳۸۳). بنابراین سیاست‌گذاران مالی و اقتصادی و تصمیم‌گیرندگان بازار دارایی‌های سرمایه‌ای برای جذب این قشر از مشتریان و کمک به آنان برای اتخاذ تصمیمات درست در بازار سرمایه، بایستی شناخت کافی از رفتار آنها داشته باشند. برای حصول به این مهم از الگوها و نظریه‌های رفتار مصرف‌کننده استفاده شده و در حوزه رفتار خریداران دارایی‌های سرمایه‌ای بومی شده است. در الگوی رفتار

مصرف‌کننده یا رفتار خرید، فرآیند خرید افراد در پنج مرحله شناخت نیاز، گردآوری اطلاعات، ارزیابی گزینه‌ها، اقدام به خرید و رفتار پس از خرید مطالعه شده و تاثیر عوامل فرهنگی-اجتماعی، اقتصادی، آمیخته بازاریابی و ویژگی‌های فردی بر مراحل رفتار خرید مطالعه می‌شود (روستا و همکاران، ۱۳۷۷). در این پژوهش رفتار خرید دارایی‌های سرمایه‌ای که ماهیتا تفاوتی با رفتار خرید دارایی‌های مصرفی دارد و نیز عوامل موثر بر رفتار خرید دارایی‌های سرمایه‌ای که تفاوت‌هایی با رفتار خرید دارایی‌های مصرفی دارد بررسی شده است. با توجه به ضرورت موضوع، این پژوهش به دنبال پاسخی برای این سوال است که خریداران حقیقی دارایی‌های سرمایه‌ای در زمینه خرید سهام چگونه تصمیم‌گیری می‌کنند و چه عواملی بر فرایند تصمیم‌گیری آنها اثر می‌گذارد.

## پیشینه پژوهش

### تعریف مفاهیم کلیدی پژوهش

خرید در معنای تلاش برای تأمین کالا و خدمات مورد نیاز در حصول به اهداف مد نظر این پژوهش است. از دیدگاه کلی، خرید دارایی‌های سرمایه‌ای با هدف کسب سود و بازده صورت می‌گیرد. در تعبیر دیگر، خرید دارایی‌های سرمایه‌ای یعنی سرمایه‌گذاری به معنای مصرف پول‌های در دسترس فعلی برای دستیابی به پول‌های بیشتر در آینده است و این یعنی به تعویق انداختن مصرف فعلی برای دستیابی به امکان مصرف بیشتر در آینده (الکساندر و همکاران<sup>۱</sup>، ۱۹۹۳). دارایی‌ها به دو شکل واقعی و مالی تقسیم می‌شوند. دارایی واقعی دارایی است که اجزای فیزیکی آن ارزش

تاثیر ریسک کل بازار سرمایه ارائه می‌کند (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳). شبرینا بیان می‌کند در مدل‌های نوین اقتصادی و مالی، رفتار سرمایه‌گذاران و تاثیر شخصیت‌هایشان ثابت فرض شده است، اما اغلب در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی، تاثیر فرهنگ، شخصیت و تجارب آنان را نمی‌توان نادیده گرفت و این عوامل تاثیر زیادی بر روند حرکت بازار و قیمت‌ها و نوسانات دارد (تهرانی و خشنود، ۱۳۸۴). لذا، در دهه‌های اخیر اندیشمندان مالی سعی در تبیین و یافتن علل موارد خاص با استفاده از سایر علوم همانند روانشناسی، علوم اجتماعی و فیزیک در شکل‌گیری رفتار خرید دارایی‌های سرمایه‌ای بوده‌اند. از این رو حوزه‌های میان رشته‌ای مختلفی شکل گرفته است (شهرآبادی و یوسفی، ۱۳۸۷) که یکی از آنها "مالی رفتاری" است. از بنیانگذاران این حوزه از دانش مالی روانشناس مشهور، دانیل کاهنمن است که در سال ۲۰۰۱ به خاطر ارایه مدل‌هایی برای تبیین رفتار خریداران دارایی‌های سرمایه‌ای تحت شرایط عدم اطمینان به دریافت جایزه نوبل اقتصادی نائل شد (تلنگی، ۱۳۸۳). برخلاف دیدگاه مارکویتز و شارپ، تئوری‌های رفتاری با افراد و روش‌های جمع‌آوری اطلاعات و چگونگی پردازش آنها سروکار دارد که برای پیش‌بینی و درک رفتار و تصمیم‌گیری فعالان در بازارهای مالی ارائه شده است. به علاوه، این دیدگاه بر کاربردهای اصول روانشناختی و اصول اقتصادی برای بهبود تصمیم‌گیری‌های مالی تاکید دارد (تهرانی و خشنود، ۱۳۸۴).

ذاتی دارد در حالی که اجزای فیزیکی دارایی‌های مالی ارزش ذاتی ندارد و ارزش آن به منافی است که در آینده برای خریدار ایجاد می‌کند. در خرید دارایی‌های مالی، فرد در ازای فدا کردن ارزش حاضر، نوعی دارایی مالی که نتیجه آن معمولاً جریانی از وجوه نقد است، به دست می‌آورد (عبداله زاده، ۱۳۸۱) در اقتصادهای پیشرفته عمده سرمایه‌گذاری‌ها بر روی دارایی‌های مالی صورت می‌گیرد و توسعه موسسات سرمایه‌گذاری مالی، راه را برای سرمایه‌گذاری واقعی هموارتر می‌کند. در واقع این دو شکل سرمایه‌گذاری نه تنها در مقابل یکدیگر نیستند، بلکه مکمل هم نیز می‌باشند (هاوگن<sup>۱</sup>، ۱۹۹۰).

## مرور ادبیات

درک رفتار خریداران دارایی‌های سرمایه‌ای و نیازها و خواسته‌های آنها می‌تواند بر تصمیمات سیاست‌گذاران تاثیر بگذارد. از طرفی ویژگی‌های روانشناسی افراد بر نحوه رفتار و تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها تاثیر قابل توجهی دارد. عوامل روانی افراد را از درون با یکدیگر متمایز می‌کند، ولی تاکنون این عوامل نسبت به عوامل بیرونی کمتر مورد توجه قرار گرفته است. در بررسی سیر توسعه تاریخی تئوری‌های مربوط به خرید دارایی‌های سرمایه‌ای ابتدا به نظریه مارکویتز بر می‌خوریم که عوامل موثر بر رفتار خرید دارایی‌های سرمایه‌ای را شامل ریسک و بازده دارایی‌های می‌داند (شارپ و همکاران، ۱۳۸۸). شارپ در نظریه تک عاملی خود، دیدگاه مارکویتز را تایید، اما معیار جدیدی برای تعیین ریسک دارایی‌های سرمایه‌ای تحت

## کاربرد نظریه‌های رفتار مصرف‌کننده در خرید دارایی‌های سرمایه‌ای

از آنجا که سرمایه‌گذاری، رفتار خرید برای خرید دارایی‌های سرمایه‌ای به شمار می‌آید، یا به نوعی رفتار مصرف‌کننده است، برای خرید دارایی‌های با مصرف سرمایه‌گذاری، در این مقاله با کمک چارچوب‌های رفتار مصرف‌کننده به تبیین رفتار سرمایه‌گذار پرداخته شده است. وارنر نیز معتقد است ارتباط بسیار روشن و واضحی میان انتخاب سرمایه‌گذاری‌های مالی و رفتار مشتریان (مصرف‌کننده‌ها) در انتخاب محصولات وجود دارد. اخیراً توسط سولومان نشان داده شده است که عوامل زیادی روی انتخاب یک محصول توسط مشتریان موثر است و بازارهای مالی محیط کاملی برای بررسی رفتار مشتریان است. به رغم این موضوع پژوهش‌های بسیار کمی در مورد کاربرد رفتار مشتریان و تکنیک‌های آن در مسائل مالی انجام شده است (آقایی و مختاریان، ۱۳۸۳). در بررسی مطالعات داخلی و خارجی، پژوهشی که نگاهی جامع به عوامل موثر بر رفتار خریداران دارایی‌های سرمایه‌ای داشته باشد و یا فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را بیان و عوامل موثر بر مراحل مختلف آن را مشخص کرده باشد، یافت نشد. پژوهش‌هایی که به عوامل موثر بر تصمیم‌گیری افراد در این زمینه پرداخته‌اند، عموماً عوامل را با استفاده از چارچوب خاصی شناسایی نکرده و رفتار سرمایه‌گذار را نیز با یک متغیر خاص اندازه‌گیری کرده یا صرفاً رفتار در زمان خرید یا فروش را مورد توجه قرار داده‌اند. در مقاله‌ای با عنوان مدل‌سازی رفتار سرمایه‌گذاران (توماس رابین و مایکل بیبرلایر، ۲۰۱۱) فاکتورهای معلومات، عواطف و احساسات سرمایه‌گذار، تکنیک سرمایه‌گذار، ارزش و قیمت سهام بر

رفتار سرمایه‌گذار موثر شناخته شده‌اند. همچنین شاخص (VIX) که به عنوان درجه ثبات ۵۰۰ شرکت برتر S&P تفسیر می‌شود عامل اثرگذار دیگر است. مارتینز و گونزالس (۲۰۱۱) در پژوهشی تاثیر متقابل عوامل محیطی و ویژگی‌های فردی سرمایه‌گذاران را بر تصمیم‌گیری آنان بررسی کرده‌اند. در این مدل سه مرحله برای رفتار در نظر گرفته شده شامل: کسب اطلاعات، ایجاد ادراک و عمل. همچنین در این پژوهش عوامل تاثیرگذار بر مراحل تصمیم‌گیری به عوامل فردی و عوامل محیطی تقسیم شده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که محیط با میزان ابهام بالا بر سه مرحله تصمیم‌گیری تاثیر منفی دارد. تاثیر متقابل ویژگی‌های شناختی با میزان ابهام محیط و وضوح اطلاعات، میزان کسب اطلاعات و ادراک ایجاد شده افراد را تعیین می‌کند. متغیر میزان اعتبار منبع اطلاعات کمترین وابستگی را با مرحله کسب اطلاعات دارد. ویژگی‌های شناختی با میزان ابهام، وضوح اطلاعات و اعتبار منبع اطلاعات تاثیر متقابل داشته و بر مرحله عمل سرمایه‌گذاران تاثیر می‌گذارد. فعال بودن (منفعل نبودن) مربوط‌ترین ویژگی شناختی افراد در مرحله عمل است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد متغیر میزان ابهام سرمایه‌گذار بر هر سه مرحله رفتار سرمایه‌گذار تاثیر منفی دارد. ویژگی‌های شناختی سرمایه‌گذار این تاثیر را در مراحل اطلاع و عمل تعدیل می‌کند. بنابراین افراد عقلی و دارای تحمل ابهام بالا، در محیط با ابهام بالا اطلاعات بیشتری به دست می‌آورند، درحالی‌که افراد حسی یا با تحمل ابهام پایین در محیط با ابهام زیاد اطلاعات کمتری به دست می‌آورند. در مرحله عمل، در محیط با ابهام بالا افراد تحلیلگر نسبت به افراد حسی

مراحل شاخص‌هایی شناسایی و در مدل پژوهش آورده شده است. در مدل‌های مختلف رفتار مصرف‌کننده مانند مدل‌های ارائه شده توسط موون و مینور (۱۳۸۶)، هاوکینز و همکاران (۱۳۸۴)، کاتلر (۱۳۸۴)، هاورد-شس (نسی زاده، ۱۳۷۳)، اسکیمن (سالار، ۱۳۸۵) و روستا و همکاران (۱۳۸۴) عوامل تقریباً مشابهی با دسته‌بندی‌های مختلف به عنوان عوامل موثر بر رفتار خرید مطرح شده است. در این پژوهش عوامل موثر بر رفتار خرید دارایی‌های سرمایه‌ای در سه دسته کلی: ۱) عوامل فردی (عوامل درونی اثرگذار بر رفتار) (لولین و همکاران، ۱۹۷۷)، ۲) عوامل ملی (ناجی و ابن برگر، ۱۹۹۴) و ۳) رفتار نهادها (عوامل بیرونی اثرگذار بر فرد) (التمیمی، ۲۰۰۶) تقسیم شده است که عوامل فردی شامل عوامل شخصی و روانشناختی، عوامل ملی شامل عوامل کلان اقتصادی و سیاسی و رفتار نهادها شامل عملکرد سازمان بورس اوراق بهادار و شرکت‌های عضو بورس است که این دسته بندی، عمده عوامل موجود در مدل‌های رفتار مصرف‌کننده را در بردارد. سپس برای برخی از عوامل اثرگذار شاخص‌هایی تعریف شده و مدل پیشنهادی مورد بررسی و آزمون قرار گرفته است.

### فرضیه‌های پژوهش

با بررسی‌های صورت گرفته، فرضیه‌ها و الگوی این پژوهش به صورت زیر طراحی شده است:

فرضیه ۱: در بورس اوراق بهادار منطقه‌ای اصفهان درک سرمایه‌گذاران از ریسک سیاسی موجب افزایش تمایل آنها به حداکثر کردن بازده می‌شود.

میزان معاملات بیشتری انجام می‌دهند. در پژوهشی با عنوان رفتار سرمایه‌گذاران: عوامل فردی و خدمات کارگزاران در بنگلادش (فرزانا و دیگران، ۲۰۱۲) به بررسی دو حوزه اساسی رفتار مالی؛ یعنی آگاهی سرمایه‌گذاران از بازار سرمایه و خدمات ارائه شده به وسیله کارگزاران پرداخته‌اند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد امروزه سرمایه‌گذاران نسبت به بازار سرمایه آگاه بوده و نگرشی مثبت دارند. سرمایه‌گذاران پس از بررسی دقیق تمام مطالب مربوط به بازار به سرمایه‌گذاری می‌پردازند. جنبه دیگر این مطالعه نشان می‌دهد که بین خدمات مورد انتظار از کارگزاران و خدمات ارائه شده آنها اختلاف زیادی وجود دارد. دلایلی مانند نرخ کارمزد بالا، نگرش فاقد تشریک مساعی کارگزاران، حق الزحمه بالای نگهداری حساب و ... این اختلاف را به وجود آورد است. بعد از تحلیل نتایج پیمایش، تحصیلات و شغل سرمایه‌گذاران عوامل مهمی برای سرمایه‌گذاری، ترجیح و ملاحظات خرید سهام هستند، در حالیکه سن و جنسیت تاثیری بر این موارد ندارد در حالیکه در این پژوهش عوامل موثر بر رفتار سرمایه‌گذار با کمک مدل رفتار مصرف‌کننده بررسی شده و به جای فرآیند تصمیم‌گیری مصرف‌کننده، فرآیند سرمایه‌گذاری، شامل مراحل تعیین سیاست سرمایه‌گذاری (که با متغیر سیاست حداکثر بازده اندازه‌گیری می‌شود)، تحلیل گزینه‌های سرمایه‌گذاری (که با متغیر درجه تکنیکی بودن سنجیده می‌شود)، و ارزیابی سرمایه‌گذاری (که با متغیر تنوع معیارهای اندازه‌گیری عملکرد و درک از عملکرد خود اندازه‌گیری می‌شود) مورد استفاده قرار گرفته (الکساندر و همکاران، ۱۹۹۳) و برای برخی از این

فرضیه ۱۱: کارایی اطلاعاتی درک شده از شرکت‌های عضو بورس بر تمایل به حداکثر کردن بازده سرمایه‌گذاران فردی تاثیر دارد.

فرضیه ۱۲: کارایی اطلاعاتی درک شده از شرکت‌های عضو بورس بر میزان اتکای سرمایه‌گذاران فردی بورس منطقه‌ای اصفهان به شیوه‌های تکنیکال در تجزیه و تحلیل سهام تاثیر دارد.

فرضیه ۱۳: کارایی اطلاعاتی درک شده از شرکت‌های عضو بورس بر ادراک سرمایه‌گذاران فردی بورس اوراق بهادار منطقه‌ای اصفهان از عملکرد خود تاثیر دارد.

سایر فرضیاتی که در این پژوهش مورد آزمون قرار گرفتند عبارتند از:

فرضیه ۱۴: اهمیت بورس در اقتصاد خانواده سرمایه‌گذاران فردی بورس اوراق بهادار منطقه‌ای اصفهان بر تنوع معیارهای ارزیابی عملکرد آنها تاثیر دارد.

فرضیه ۱۵: در بورس اوراق بهادار منطقه‌ای اصفهان درک سرمایه‌گذاران از ریسک سیاسی بر تنوع معیارهای ارزیابی عملکرد آنها تاثیر دارد.

فرضیه ۱۶: در بورس اوراق بهادار منطقه‌ای اصفهان درک سرمایه‌گذاران از ریسک اقتصادی بر تنوع معیارهای ارزیابی عملکرد آنها تاثیر دارد.

فرضیه ۱۷: کارایی اطلاعاتی درک شده شرکت‌های عضو بورس بر تنوع معیارهای ارزیابی عملکرد سرمایه‌گذاران فردی بورس اوراق بهادار منطقه‌ای اصفهان تاثیر دارد.

الگوی مفهومی این پژوهش به صورت زیر است:

فرضیه ۲: در بورس اوراق بهادار منطقه‌ای اصفهان درک سرمایه‌گذاران از ریسک اقتصادی موجب افزایش تمایل آنها به حداکثر کردن بازده می‌شود.

فرضیه ۳: در بورس اوراق بهادار منطقه‌ای اصفهان درک سرمایه‌گذاران از ریسک سیاسی بر درجه تکنیکی بودن تاثیر دارد.

فرضیه ۴: در بورس اوراق بهادار منطقه‌ای اصفهان درک سرمایه‌گذاران از ریسک اقتصادی بر درجه تکنیکی بودن تاثیر دارد.

فرضیه ۵: در بورس اوراق بهادار منطقه‌ای اصفهان درک سرمایه‌گذاران از ریسک سیاسی بر ادراک آنها از عملکرد خود تاثیر دارد.

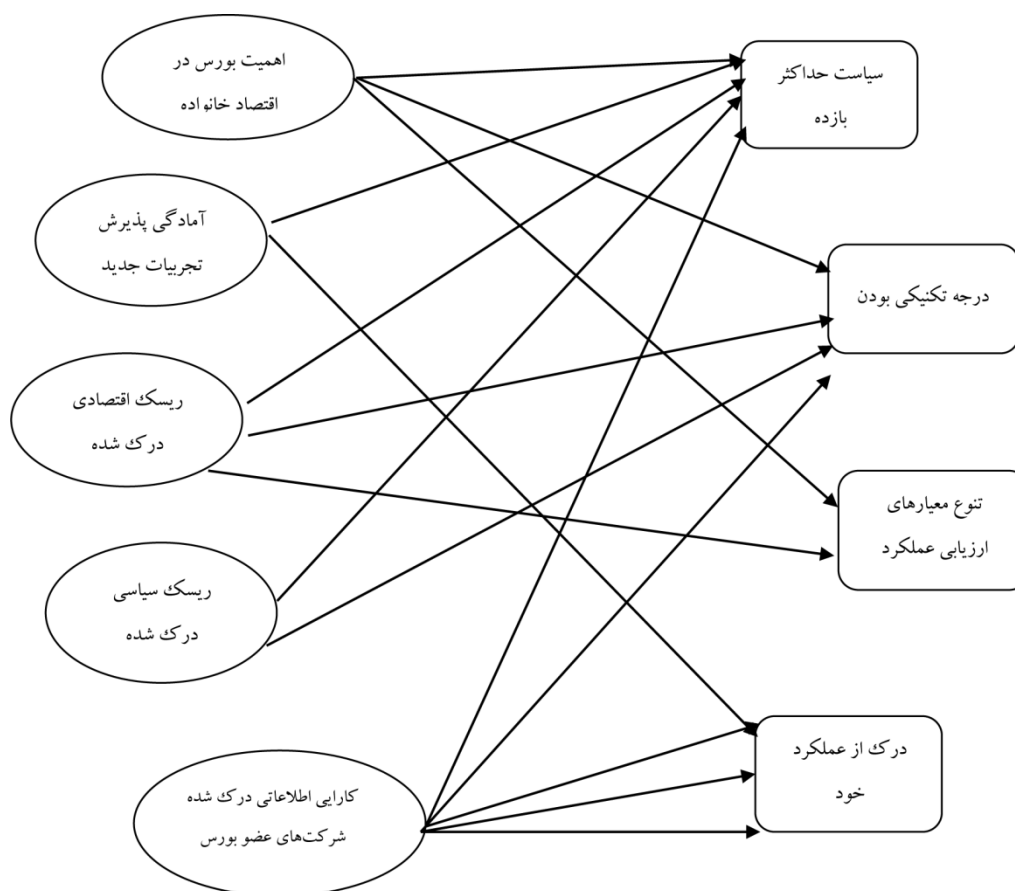
فرضیه ۶: در بورس اوراق بهادار منطقه‌ای اصفهان درک سرمایه‌گذاران از ریسک اقتصادی بر ادراک آنها از عملکرد خود تاثیر دارد.

فرضیه ۷: افزایش اهمیت بورس در اقتصاد خانواده سرمایه‌گذاران فردی بورس اوراق بهادار منطقه‌ای اصفهان بر تمایل به حداکثر کردن بازده آنها تاثیر دارد.

فرضیه ۸: افزایش اهمیت بورس در اقتصاد خانواده سرمایه‌گذاران فردی بورس اوراق بهادار منطقه‌ای اصفهان بر درجه تکنیکی بودن تاثیر دارد.

فرضیه ۹: آمادگی پذیرش تجربیات جدید موجب تمایل به حداکثر کردن بازده سرمایه‌گذاران فردی بورس منطقه‌ای اصفهان می‌شود.

فرضیه ۱۰: آمادگی پذیرش تجربیات جدید بر ادراک سرمایه‌گذاران فردی بورس اوراق بهادار منطقه‌ای اصفهان از عملکرد خود تاثیر دارد.



### روش پژوهش

اطلاعاتی درک شده شرکت‌های عضو بورس متغیرهای مستقل اند و شاخص‌های رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس؛ یعنی سیاست حداکثر کردن بازده، درجه تکنیکی بودن، تنوع معیارهای ارزیابی عملکرد و درک سرمایه‌گذاران از عملکرد خود متغیرهای وابسته می‌باشند که براساس مراحل فرایند سرمایه‌گذاری ارائه شده توسط الکساندر و همکاران (۱۹۹۳) استخراج شده است. از پرسشنامه محقق ساخته برای جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز استفاده شده و برای بررسی روایی پرسش‌نامه از روایی صوری استفاده و نظر تعدادی از اساتید دانشگاه، سهامداران و کارگزاران بورس در خصوص سوالات اخذ و اصلاحات لازم انجام شد. ضریب آلفای کرونباخ این پرسش‌نامه از طریق نرم افزار SPSS برای کل سوالات ۰/۷۱ به دست آمد که نشان

دهنده پایایی سوالات پرسش‌نامه می‌باشد. مقیاس اندازه‌گیری متغیرها مقیاس لیکرت در پرسشنامه بوده که برای هر متغیر تعدادی سوال طراحی شده و میانگین سوالات برای هر پرسشنامه معیار اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش در آن پرسشنامه بوده است. در پژوهش حاضر در بخش آمار استنباطی از نرم افزار آماری SPSS به شرح زیر استفاده شد:

برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چندمتغیره با آماره آزمون F برای تعیین معناداری کل مدل و خطی بودن روابط و از آماره آزمون t برای آزمون هر کدام از فرضیه‌ها استفاده شده است. ضمناً آزمون هم خطی برای عدم وجود هم خطی کامل بین متغیرهای مستقل و آزمون دوربین واتسون جهت بررسی استقلال جملات خطا به عنوان پیش فرض‌های لازم برای استفاده از رگرسیون انجام شد. به طور کلی جامعه آماری این

نتایج آماری نشان می‌دهد که نمونه آماری این پژوهش دارای میانگین سنی ۴۱/۵۲ با انحراف معیار ۱۲/۸۳ است همچنین بیشترین تعداد پاسخ دهندگان دارای تحصیلات لیسانس با فراوانی ۴۲/۳ درصد بودند.

پژوهش را سرمایه‌گذاران حقیقی خریدار سهام در بورس اوراق بهادار اصفهان تشکیل می‌دهند که با انحراف معیار ۱/۲۲۵ برای متغیرهای پژوهش در نمونه اولیه حجم نمونه آماری ۲۰۸ به دست آمد و در نهایت تعداد ۲۱۵ پرسشنامه تکمیل گردید.

## یافته‌های پژوهش

### جدول ۱: نتایج آزمون رگرسیون برای متغیر وابسته سیاست حداکثر بازده

مدل	بتا	بتای استاندارد شده	t	sig	نتیجه
آمادگی پذیرش تجربیات جدید	۰/۲۶۶	۰/۲۳۶	۳/۴۷۸	۰/۰۰۱	تایید
اهمیت بورس در اقتصاد خانواده	-۰/۱۴۴	-۰/۰۴۷	-۰/۷۱۴	۰/۴۷۶	رد
ریسک سیاسی درک شده	۰/۰۴۶	۰/۰۶۰	۰/۸۷۵	۰/۳۸۳	رد
ریسک اقتصادی درک شده	-۰/۰۴۴	-۰/۰۵۶	-۰/۸۰۹	۰/۴۲۰	رد
کارایی اطلاعاتی درک شده شرکت‌های عضو بورس	۰/۱۹۷	۰/۱۹۸	۲/۸۵۲	۰/۰۰۵	تایید

عضو بورس دارای معناداری ۰/۰۰۵ است که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. بنابراین تاثیر این متغیر روی متغیر سیاست حداکثر بازده تایید می‌شود. تاثیر سایر متغیرها بر سیاست حداکثر بازده رد می‌شود.

متغیر آمادگی پذیرش تجربیات جدید دارای معناداری ۰/۰۰۱ است که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. بنابراین تاثیر این متغیر روی متغیر سیاست حداکثر بازده تایید می‌شود. متغیر کارایی اطلاعاتی درک شده شرکت‌های

### جدول ۲: نتایج آزمون رگرسیون برای متغیر وابسته درجه تکنیکی بودن

مدل	بتا	بتای استاندارد شده	t	sig	نتیجه
اهمیت بورس در اقتصاد خانواده	-۰/۵۹۴	-۰/۱۶۶	-۲/۴۹۲	۰/۰۱۳	تایید
ریسک سیاسی درک شده	۰/۰۳۲	۰/۰۳۵	۰/۴۸۳	۰/۶۳۰	رد
ریسک اقتصادی درک شده	۰/۰۹۲	۰/۱۰۱	۱/۴۷۰	۰/۱۴۳	رد
کارایی اطلاعاتی درک شده شرکت‌های عضو بورس	۰/۲۳۵	۰/۲۰۲	۲/۷۴۶	۰/۰۰۷	تایید

معناداری ۰/۰۰۷ است که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد و تاثیر این متغیر بر متغیر درجه تکنیکی بودن تایید می‌شود. اثر سایر متغیرها بر درجه تکنیکی بودن نیز رد می‌شود.

متغیر اهمیت بورس در اقتصاد خانواده دارای معناداری ۰/۰۱۳ است که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد و تاثیر این متغیر بر متغیر درجه تکنیکی بودن تایید می‌شود. متغیر کارایی اطلاعاتی درک شده شرکت‌های عضو بورس دارای



**جدول ۳: نتایج آزمون رگرسیون برای متغیر وابسته تنوع معیارهای ارزیابی عملکرد**

مدل	بتا	بتای استاندارد شده	t	sig	نتیجه
اهمیت بورس در اقتصاد خانواده	-۰/۱۲۸	-۰/۰۶۷	-۱/۰۰۹	۰/۳۱۴	رد
ریسک سیاسی درک شده	-۰/۰۶۰	-۰/۱۲۴	-۱/۸۰۵	۰/۰۷۲	رد
ریسک اقتصادی درک شده	۰/۱۴۰	۰/۲۸۵	۴/۱۹۷	۰/۰۰۰	تایید
کارایی اطلاعاتی درک شده شرکت‌های عضو بورس	۰/۰۴۲	۰/۰۶۸	۰/۹۸۱	۰/۳۲۸	رد

متغیر ریسک اقتصادی درک شده دارای معناداری

۰/۰۰۰ است که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد و تاثیر این متغیر

بر متغیر تنوع معیارهای ارزیابی عملکرد تایید می‌شود.

**جدول ۴: نتایج آزمون رگرسیون برای متغیر وابسته درک از عملکرد خود**

مدل	بتا	بتای استاندارد شده	t	sig	نتیجه
آمادگی پذیرش تجربیات جدید	۰/۱۷۶	۰/۱۳۳	۱/۹۸۳	۰/۰۴۹	تایید
ریسک سیاسی درک شده	-۰/۰۹۹	-۰/۱۱۰	-۱/۵۴۰	۰/۱۲۵	رد
ریسک اقتصادی درک شده	۰/۰۷۸	۰/۰۸۵	۱/۲۲۸	۰/۲۲۱	رد
کارایی اطلاعاتی درک شده شرکت‌های عضو بورس	۰/۲۹۶	۰/۲۵۳	۳/۵۱۰	۰/۰۰۱	تایید

متغیر آمادگی پذیرش تجربیات جدید دارای

معناداری ۰/۰۴۹ است که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد،

بنابراین تاثیر این متغیر بر متغیر درک از عملکرد خود

تایید می‌شود. متغیر کارایی اطلاعاتی درک شده

شرکت‌های عضو بورس دارای معناداری ۰/۰۰۱ است

که کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین تاثیر این متغیر روی

متغیر درک از عملکرد خود تایید می‌شود. در مطالعات

لبرون، فارلی و گلا (۱۹۹۲) بحث می‌شود که درجه

ریسک‌گریزی افراد تابعی از عوامل درونی شخص

است و به ملاحظات بیرونی بورس ارتباط ندارد. نتایج

این پژوهش نیز نشان می‌دهد که ویژگی شخصیتی

آمادگی پذیرش تجربیات جدید بر سیاست حداکثر

بازده سهامداران که متاثر از ریسک‌پذیری آنها است،

تاثیر دارد. امیرشاهی و همکاران (۱۳۸۶) به این نتیجه

رسیدند که کانال‌های ارتباطات بازاریابی شرکت‌های

عضو بورس، شرکت‌های کارگزاری بورس و ارتباط

کلامی که به منزله برآیندی از کلیه فعالیت‌های شرکت‌ها به شمار می‌رود، از جمله عوامل تاثیرگذار بر تصمیم به خرید سرمایه‌گذاران هستند. نتایج پژوهش حاضر نیز نشان می‌دهد که کارایی اطلاعاتی درک شده شرکت‌های عضو بورس بر درجه تکنیکی بودن و درک سرمایه‌گذاران از عملکرد خود تاثیر دارد.

ربانی و آناثارامان (۲۰۰۲) در پژوهش خود به این نتیجه دست یافتند که بازارهای مالی نمی‌توانند نسبت به وقایع حساس سیاسی بی‌توجه باشند و این بازار فقط در برابر حوادثی که به نظر می‌رسد اثرات بلند مدت در پی دارند واکنش نشان می‌دهند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که درک سرمایه‌گذاران از نوسانات سیاسی مورد انتظار بر رفتار آنها تاثیری ندارد، اما نوسانات اقتصادی مورد انتظار بر تنوع معیارهای ارزیابی عملکرد آنها تاثیر دارد.

## نتیجه گیری و پیشنهادات

هدف اصلی این پژوهش شناسایی عوامل موثر بر رفتار سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار با کمک مدل رفتار خرید (مصرف کننده) بود. نتایج حاصل از تحلیل رگرسیون چند متغیره نشان می دهد تاثیر آمادگی پذیرش تجربیات جدید و کارایی اطلاعاتی درک شده شرکت های عضو بورس بر متغیر سیاست حداکثر بازده، تاثیر اهمیت بورس در اقتصاد خانواده و کارایی اطلاعاتی درک شده شرکت های عضو بورس بر درجه تکنیکی بودن، تاثیر ریسک اقتصادی درک شده بر تنوع معیارهای ارزیابی عملکرد و تاثیر آمادگی پذیرش تجربیات جدید و کارایی اطلاعاتی درک شده شرکت های عضو بورس بر درک سرمایه گذاران از عملکرد خود در سطح معناداری ۰/۰۵ تایید و بقیه فرضیه ها رد شده اند. در این معنا (۱) کسانی که ریسک پذیرترند و آمادگی پذیرش تجربیات جدید را دارند و کسانی که عقیده به شفافیت بازار و کارایی در اطلاع رسانی دارند، نسبت به سایرین از عملکرد خود رضایت بیشتری دارند. این یافته با نظریه مارکویتز که اعتقاد دارد افراد ریسک پذیر با مختصر افزایشی در بازده حاضرند ریسک زیادی بپذیرند، هماهنگ است. (۲) کسانی که احساس ریسک اقتصادی بالاتری دارند معیارهای ارزیابی عملکرد متنوع تری در سرمایه گذاری خود انتخاب می کنند، اما این ویژگی برای کسانی که احساس ریسک سیاسی بیشتری می کنند وجود ندارد. (۳) در مورد پذیرش تحلیل تکنیکال، کسانی بیشتر به روش های تکنیکال روی می آورند که به کارایی اطلاع رسانی و شفافیت بورس اعتقاد بیشتری داشته باشند و بورس در اقتصاد خانواده آنها اهمیت زیادی نداشته باشد. طبق نظریه های پایه ای تحلیل تکنیکال که عقیده دارند همه چیز در قیمت نهفته است، یافته های پژوهش

ما نیز نظریه های تحلیل تکنیکال را تایید می کند. مبنی بر اینکه کسانی که اعتقاد دارند بازار شفاف است و همه چیز در قیمت نهفته است، به تحلیل تکنیکال علاقه بیشتری دارند. اما کسانی که به لحاظ اقتصادی و سیاسی احساس ریسک می کنند راهکار مقابله با این شرایط را در استفاده از روش های تحلیل تکنیکال نمی بینند. همان طور که در نظریه های تحلیل تکنیکال می بینیم، تغییرات ناگهانی در شرایط اقتصادی و سیاسی باعث می شود الگوی تغییرات قیمت تغییر کند و این امر باعث عدم کارایی روش های تحلیل تکنیکال می شود. همانطور که مشاهده می شود یافته های این پژوهش با قواعد فوق نیز هماهنگ است. (۴) کسانی علاقه مند به اتخاذ سیاست حداکثر بازده هستند که علاقه به تجربیات جدید دارند و بورس و شرکت های بورسی را به لحاظ شفافیت و کارایی در اطلاع رسانی تایید می کنند.

این پژوهش دارای محدودیت هایی می باشد از جمله اینکه عوامل موثر بر رفتار سرمایه گذاران بورس بسیار متنوع و گسترده است، اما با توجه به محدود بودن حجم سوالات پرسش نامه امکان بررسی همه آنها وجود نداشت. همچنین فرایند رفتار سرمایه گذاران نیز شامل گونه های متفاوت رفتار است که براساس توضیحات مراحل ذکر شده در فرایند سرمایه گذاری برخی از شاخص های رفتاری انتخاب شد. با این وجود موضوع پژوهش نسبتاً گسترده شده و این باعث شد علیرغم حذف بسیاری از سوالات، پرسش نامه همچنان طولانی باشد، که این مسأله دقت پاسخ گویی نمونه آماری را کاهش داده است. همچنین برای تعمیم این نتایج به بورس اوراق بهادار تهران و سایر بورس های منطقه ای کشور باید احتیاط کرد و نیاز به آزمون فرضیات با استفاده از داده های مربوط این مناطق است. با توجه به

روابطی دقیق، گام‌هایی در این زمینه بردارند. همچنین لازم است این بررسی‌ها برای تالارهای منطقه‌ای مختلف به صورت جداگانه انجام شود.

### منابع

- ۱- آقای، محمدعلی و مختاریان، امید. (۱۳۸۳). "بررسی عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار". بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. سال یازدهم، شماره ۳۶، ص ۲۵-۳.
- ۲- ابزری، مهدی؛ صمدی، سعید و صفری، علی. (۱۳۸۶). "نقش گروه‌های مرجع در ترغیب افراد به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار". بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. سال ۱۴، شماره ۴۸، ص ۲۲-۳.
- ۳- امیرشاهی، میراحمد، شیرازی، محمود، سیاه تیری، ویدا. (۱۳۸۶). "تعیین عوامل تاثیرگذار بر تصمیم سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه علوم مدیریت ایران، سال دوم، شماره ۸، ص ۱۷۹-۱۵۹.
- ۴- تلنگی، احمد. (۱۳۸۳). "تقابل نظریه نوین مالی و مالی رفتاری". مجله تحقیقات مالی، شماره ۱۷، ص ۲۶-۳.
- ۵- تهرانی، رضا و خشنود، مهدی. (۱۳۸۴). "شناسایی و رتبه‌بندی گروه‌های تاثیرگذار بر تصمیم خرید و فروش سهام سرمایه‌گذاران فردی در بورس اوراق بهادار تهران". مجله فرهنگ مدیریت. شماره ۱۰، ص ۲۲۰-۲۰۳.
- ۶- جعفری صمیمی، احمد؛ یحیی زاده فر، محمود و خانساری، علیرضا. (۱۳۸۳). "بررسی رابطه بین عرضه سهام و سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران". فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی، شماره ۳۳، ص ۱۲۷-۱۱۱.
- ۷- راعی، رضا و تلنگی، احمد. (۱۳۸۳). "مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته". تهران: انتشارات سمت، چاپ اول.

رابطه بین درک از کارایی اطلاعاتی شرکت‌های عضو بورس و میزان تمایل سرمایه‌گذاران به استفاده از شیوه‌های تکنیکی در تجزیه و تحلیل سهام، سازمان بورس و سیاست‌گذاران در زمینه مالی و اقتصادی، برای تشویق سرمایه‌گذاران به استفاده از شیوه‌های تکنیکال با نظارت دقیق تر بر اطلاع‌رسانی و پاسخ‌گویی شرکت‌های بورسی نسبت به سهامدارانشان و تصمیم‌گیری در زمینه انتشار اطلاعات نادرست و یا عدم اطلاع‌رسانی به موقع، کارایی اطلاعاتی شرکت‌های عضو بورس و در نتیجه کارایی بازار سهام را افزایش دهند تا همه گروه‌های فعال در بازار سرمایه قدرت تصمیم‌گیری درست را داشته باشند. با توجه به ارتباط بین آمادگی پذیرش تجربیات جدید سرمایه‌گذاران فردی و کارایی اطلاعاتی شرکت‌های عضو بورس با سیاست حداکثر کردن بازده، سیاست‌گذاران بازار سرمایه به وسیله تاثیر بر این دو متغیر می‌توانند بر سیاست‌های سرمایه‌گذاران تاثیر بگذارند و به جهت گیری مناسب و اصولی بازار سرمایه کمک کنند و آموزش‌های لازم را متناسب با سیاست‌های انتخابی سرمایه‌گذاران به آنها ارائه دهند. براساس رابطه بین آمادگی پذیرش تجربیات جدید سرمایه‌گذاران فردی و کارایی اطلاعاتی شرکت‌های بورسی با درک از عملکرد آنها می‌توان با توسعه ریسک‌پذیری به صورت معقول در بازار و افزایش کارایی اطلاعاتی شرکت‌ها، عملکرد سرمایه‌گذاران و درک آنها از عملکردشان را بهبود داد که این ضمن افزایش رضایت آنها، باعث جذب افراد جدید به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار می‌شود. باتوجه به اهمیت موضوع پیشنهاد می‌شود پژوهشگران آتی با تمرکز بر یک عامل اثرگذار و یا یک بخش از فرایند رفتار سرمایه‌گذاران و تعریف شاخص‌های متعدد برای آنها، برای دستیابی به

- ۸- رایلی، فرانک، کی و براون، کیت.سی. (۱۳۸۶). "تجزیه و تحلیل سرمایه‌گذاری و مدیریت سبد اوراق بهادار". ترجمه غلامرضا اسلامی بیدگلی، فرشاد هبیتی و فریدون رهنمای رودپشتی. تهران: نشر پژوهشکده امور اقتصادی، چاپ دوم.
- ۹- روستا، احمد؛ ونوس، داور و ابراهیمی، عبدالحمید. (۱۳۷۷). "مدیریت بازاریابی". تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاهها(سمت)، چاپ سوم.
- ۱۰- سالار، جمشید. (۱۳۸۵). "رابطه آمیخته بازاریابی و رفتار مصرف‌کننده". ماهنامه تدبیر. شماره ۱۷۶، ص ۵۹-۶۴.
- ۱۱- شارپ، ویلیام اف؛ الکساندر، گوردون جی و بیلی، جفری وی (۱۳۸۸). "مدیریت سرمایه‌گذاری". سید مجید شریعت پناهی و ابوالفضل جعفری، تهران: نشر اتحاد، چاپ اول.
- ۱۲- شهرآبادی، ابوالفضل و یوسفی، راحله. (۱۳۸۷). "مقدمه‌ای بر مالیه رفتاری". پایگاه اطلاع‌رسانی بازار سرمایه.
- ۱۳- عبدالله زاده، فرهاد. (۱۳۸۱). "مدیریت سرمایه‌گذاری و بورس اوراق بهادار"، تهران: نشر پردازشگران، چاپ اول.
- ۱۴- کاتلر، فیلیپ. (۱۳۸۴). "مدیریت بازاریابی". ترجمه بهمن فروزنده، اصفهان: انتشارات آموخته.
- ۱۵- کاتلر، فیلیپ. آرمسترانگ، گری. (۱۳۸۴). "اصول بازاریابی". ترجمه علی پارسائیان، تهران: نشر ادبستان، چاپ چهارم.
- ۱۶- موون، جان. سی و میشل. اس. مینور. (۱۳۸۶). "رفتار مصرف‌کننده". ترجمه عباس صالح اردستانی و محمدرضا سعدی. تهران: انتشارات آیلا.
- ۱۷- نبی زاده، محمود. (۱۳۷۳). "مدل‌های رفتار مصرف‌کننده". فصلنامه علوم اجتماعی. شماره ۷، صفحه ۲۸۴-۲۶۷.
- ۱۸- هاوکینز، دل. ، بست، راجر. و کانی، کنت. (۱۳۸۵). "رفتار مصرف‌کننده". ترجمه احمد روستا و عطیه بطحایی، تهران: انتشارات سارگل.
- 19- Alexander. G.A., Sharp.W.F & Bailey.G.V. (1993). Fundamentals of Investment. Printice-Hall International.
- 20- Al-Tamimi, H.A.H (2006). Factors Influencing Individual Investor Behavior: An Empirical study of the UAE Financial Markets. The Business Review, Cambridge, 5(2), 225-232.
- 21- Haugen, R. A. (1990). Modern Investment Theory. Upper Saddle River: Prentice-Hall, 2001 . 5<sup>th</sup> ed.
- 22- LeBaron, D. and Farrelly, G. and Gula, S. (1992). Facilitating a dialogue on risk: A questionnaire approach. Financial Analysts Journal. No.45. Vol.3. 19-24.
- 23- Lewellen, W. G. and Lease, R. C. and Schlarbaum, G. C. (1977). Patterns of Investment Strategy and Behavior among Individual Investors. Journal of Business, 50(3), 296-333.
- 24- Nagy,R and Obenberger, R.W(1994). Factors influencing investor behavior, Financial Analysts Journal, 50, 63- 68.
- 25- Robbani, Mohammad G. & Anantharaman, Sekhar(2002 ). An econometric analysis of stock market reaction to political events in emerging markets. Second Annual ABIT Conference. Pittsburgh, Pennsylvania.