

بررسی تاثیر عوامل رونق بورس اوراق بهادار و متغیرهای جمعیت شناختی بر رفتار سرمایه گذاران

داریوش فرید، دانشیار دانشگاه یزد، گروه مدیریت جهانگردی، Fareed@yazd.ac.ir
 سمانه دهقان منشادی* (نویسنده مسئول)، کارشناسی ارشد مدیریت صنعتی/مالی، مدرس دانشگاه
 علم و هنر، Dehghanmanshadi.s@gmail.com

چکیده: هدف از پژوهش پیش رو، بررسی تاثیر عوامل موثر بر رونق بورس اوراق بهادار و متغیرهای جمعیت شناختی بر رفتار سرمایه گذاران است. جامعه آماری این تحقیق سرمایه گذاران فردی و کارگزاران بورس اوراق بهادار یزد هستند. در راستای بررسی این موضوع، داده‌های مورد نیاز با استفاده از ابزار پرسشنامه با استفاده از نمونه‌گیری تصادفی، جمع‌آوری گردید. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش حداقل مربعات جزئی با بکارگیری نرم افزار Smart PLS، استفاده شد. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که متغیرهای جمعیت شناختی و عوامل موثر بر رونق بورس اوراق بهادار دارای ارتباط معنی‌داری با رفتار سرمایه گذاران، هستند. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که متغیرهای جمعیت شناختی مانند سن، جنسیت، نوع شغل و میزان درآمد در تصمیم‌گیری‌ها و رفتارهای مالی سرمایه گذاران فردی تاثیرگذار هستند. از میان عوامل موثر بر ایجاد رونق در بورس اوراق بهادار نیز، عواملی مانند ایجاد بورس‌های منطقه‌ای، اطلاع‌رسانی لازم برای تشویق سرمایه گذاران، چاپ نشریات تخصصی برای هر صنعت حاضر در بورس، نقش کارگزاران، آموزش عمومی و گسترده مبانی سرمایه گذاری، جذب سرمایه گذاران خارجی و جذب سرمایه اتباع ایرانی خارج از کشور، دارای تاثیر بر رفتار سرمایه گذاران فردی، هستند. بنابراین، ایجاد رونق در بورس اوراق بهادار می‌تواند رفتار سرمایه گذاران فردی را دستخوش تغییر نموده و حتی عادات نامطلوب در رفتار آنان را از بین ببرد.

واژه‌های کلیدی: رفتار سرمایه گذاران، رونق بورس اوراق بهادار، عوامل جمعیت‌شناختی، حداقل مربعات جزئی

۱. مقدمه

بازارهای مالی نقش برجسته‌ای را در توسعه اقتصادی کشورها ایفا می‌نمایند و سازمان بورس اوراق بهادار ناظر بازار سرمایه است که به منظور حفظ حقوق مردم و سهامداران تشکیل شده است. بورس اوراق بهادار به معنی یک بازار متشکل و رسمی سرمایه است که در آن خرید و فروش سهام شرکت‌ها یا اوراق قرضه دولتی یا موسسات معتبر خصوصی، تحت ضوابط، قوانین و مقررات خاصی انجام می‌شود. مشخصه مهم بورس اوراق بهادار، حمایت قانون از صاحبان پس‌اندازها و سرمایه‌های راکد و الزامات قانونی برای متقاضیان سرمایه است. [۴] اکثر صاحب نظران علم اقتصاد تشکیل سرمایه را مهمترین عامل پیشرفت اقتصادی دانسته‌اند. توسعه اقتصادی در جهان مترقی امروز، مدیون بورس و فعالیت‌های بازار سرمایه است. [۱۶] در کل می‌توان گفت هدف از سرمایه‌گذاری کسب بازده، است. بازده، نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. [۱۰] جذب سرمایه‌های جامعه به بورس اوراق بهادار، موجب جذب نقدینگی اضافی موجود در بدنه جامعه، تزریق آن به بخش تولید و بهبود وضع اقتصاد کشور، می‌گردد. در همین راستا انجام اقداماتی در راستای افزایش جذابیت‌های بورس اوراق بهادار و به دنبال آن رونق بخشیدن به این حوزه، حائز اهمیت است. البته در این زمینه بررسی رفتار سرمایه‌گذاران نیز با اهمیت است. ایجاد عوامل موثر بر رونق بورس اوراق بهادار باید در راستای ایجاد تمایل در افراد به سرمایه‌گذاری باشد. بر همین اساس هدف پژوهش حاضر این است تا تاثیر رونق بخشیدن به بورس اوراق بهادار را بر رفتار سرمایه‌گذاران بسنجد. در این راستا به متغیرهای جمعیت شناختی نیز توجه شده است.

۲. مبانی نظری

۲-۱. رفتار سرمایه‌گذاران

به طور کلی، سرمایه‌گذاران در زمان تصمیم‌گیری به دو عامل مهم ریسک و بازده توجه دارند. برخلاف سرمایه‌گذاران عمده که ابزارها و امکانات گسترده‌ای را برای ایجاد تناسب، بین این دو متغیر در اختیار دارند، سرمایه‌گذاران انفرادی غالباً فاقد این گونه ابزارها هستند. به علاوه، بالا بودن نرخ نوسانات اقتصادی و سیاسی، بی‌ثباتی قوانین و مقررات و ... به افزایش ریسک تصمیم‌گیری در بورس اوراق بهادار منجر می‌شود. مجموعه این عوامل باعث می‌شود تا بازار سرمایه با ریسک ثانوی‌های ناشی از فردگرایی و غیرقابل پیش‌بینی بودن رفتار سرمایه‌گذاران مواجه گردد. [۱۱]

پیش از مطرح شدن مالیه رفتاری در مدیریت مالی و اقتصاد، رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه بر مبنای نظریه مطلوبیت اقتصادی تفسیر می‌شد، در حالی که بررسی‌ها و پژوهش‌های متعدد علمی در زمینه مالیه رفتاری، میزان اهمیت عوامل روان‌شناختی را مشخص کرد. اگرچه نظریه‌های مالیه رفتاری جدید است و پیشینه آن به یک دهه پیش باز می‌گردد، ولی موضوع دخیل بودن ویژگی‌های روان‌شناختی و رفتاری افراد در تصمیم‌های خرید به دوره‌های پیشتر باز می‌گردد. حال اینکه با توجه به پیشرفت‌های اخیر در بورس اوراق بهادار، باید تمامی عوامل درونی و بیرونی به صورتی ظریف و ریز بینانه مورد بررسی قرار گیرند، چرا که ما با تفکرات، عقاید و ذهنیات بسیار متنوعی از افراد روبه‌رو هستیم، که شناخت و درک این ذهنیات از اهمیت بالایی برخوردار است. افراد برای سرمایه‌گذاری پول خود عوامل بسیار زیادی را مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌دهند؛ به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران حتی پیش از به دست آوردن پول، راهکارهای متفاوتی را برای محل سرمایه‌گذاری پولشان در ذهن پرورش می‌دهند (جعبه سیاه خریداران) و در نهایت گزینه‌ای را انتخاب می‌کنند که با توجه به ذهنیاتشان، از هر جهت به نفعشان باشد. به طور کلی می‌توان گفت که عوامل روانی تاثیرگذار بر قصد افراد به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار عبارتند از: عوامل بیوریتی، قدرت تحلیل ذاتی، کسب پرستیژ (وجهه) سهامداران بودن، انطباق تصویر ذهنی خریدار و تصویر واقعی شرکت، میزان ریسک‌پذیری و میزان اعتماد به نفس. [۱۲]

۲-۲. بورس اوراق بهادار

بورس اوراق بهادار، از سویی مرکز جمع‌آوری پس‌اندازها و از سوی دیگر، مرجع رسمی و مطمئنی، است که دارندگان پس‌اندازهای راكد، می‌توانند محل نسبتاً مناسب و ایمن سرمایه‌گذاری را جستجو کرده و وجوه مازاد خود را برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها به کاراندازند. آنها می‌توانند با خرید اوراق قرضه دولت‌ها و شرکت‌های معتبر، از سود معین و تضمین شده‌ای برخوردار شوند. بورس اوراق بهادار مکانی است آماده و در دسترس برای کسانی که می‌خواهند اوراق بهادار بخرند و بفروشند. بزرگ‌ترین ویژگی بورس، منفعت آن برای کل جامعه است. افزون بر این از شیوه‌های سازمان یافته‌ای برای معامله در اوراق بهادار تبعیت می‌کند و تعداد سرمایه‌گذاری در دسترس را برای افراد علاقه‌مند افزایش می‌دهد. [۴] بورس اوراق بهادار عمده‌ترین راه تجهیز و تخصیص بهینه سرمایه در کشور است و شناخت این بازار و عناصر و ارتباطات موجود در آن یک از عوامل مهم توسعه بازار سرمایه محسوب می‌گردد. یکی از عناصر مهم این بازار سرمایه‌گذاران هستند. سرمایه‌گذاران از انجام سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها اهداف مختلفی دارند. [۹]

۳. پیشینه پژوهش

نخستین مطالعات در زمینه رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه، به دهه ۷۰ بر می‌گردد. کوهن^۱ و همکارانش شواهد تجربی کاهش ریسک‌گریزی اشخاص در هنگام افزایش ثروت آنها را در بورس‌های معتبر جهان ارائه کردند. [۱۳]

۳-۱. مطالعات داخلی

سینایی (۱۳۷۰)، در تحقیقی با عنوان "سنجش بررسی کارایی در بورس تهران" با استفاده از رگرسیون و حجم معاملات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۷۰-۱۳۶۶ به این نتیجه رسید که بورس تهران راه زیادی تا کارا شدن، در پیش دارد.

انواری رستمی و لاری سمنانی (۱۳۸۳)، در تحقیقی با عنوان "عوامل مؤثر بر جذابیت بورس اوراق بهادار تهران"، به عوامل جذب کننده بورس از دیدگاه سرمایه گذاران و چگونگی بهبود بخشیدن به جذابیت بورس پرداختند. آنان به این نتیجه رسیدند که علی‌رغم اقدامات متعدد به عمل آمده در راستای افزایش جذابیت بورس اوراق بهادار تهران، این بازار هنوز هم برای سرمایه گذاران خارجی جذابیت ندارد و بازار از حیث میزان جذابیت در وضعیت نسبتاً ضعیفی به سر می‌برد.

ریعه و همکاران (۱۳۸۴)، در پژوهشی با عنوان "کاربرد تحلیل پوششی داده‌ها در تعیین پرتفوی از کارآترین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" به این نتیجه رسیدند که از بعد اقتصاد کلان، یکی از کامل‌ترین روش‌ها، برای جذب نقدینگی سرگردان و راکد مردمی که به راحتی قادر به استفاده بهینه از سرمایه خود نیستند، بورس اوراق بهادار است.

انواری رستمی و لاری سمنانی (۱۳۸۵)، در تحقیقی با عنوان "بررسی ارتباط و تحلیل اثرات سرمایه‌گذاری‌های منتخب غیربورسی بر جذابیت سرمایه‌گذاری بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی روابط متغیرهای سرمایه‌گذاری‌های منتخب غیربورسی عمده و اصلی، پرداختند. یعنی سرمایه‌گذاری در دارایی‌های حقیقی مسکن و سپرده‌های بانکی و بررسی تأثیر عرضه محصولات بادوام دولتی مانند سیم کارت تلفن همراه و اوراق مشارکت بر دو متغیر عمده جذابیت بورس در سال‌های ۸۱-۸۳. نتایج چهارگانه این تحقیق بیانگر آن است که اولاً پیش‌فروش سیم‌کارت شرکت‌ها بر هر دو شاخص جذابیت بورس اثر معنی‌دار داشته است، ثانیاً سرمایه‌گذاری در سپرده‌های بانکی میزان تشکیل سرمایه شرکتها با هر دو متغیر جذابیت ارتباط معنی‌دار نشان می‌دهد و در نهایت انتشار اوراق مشارکت اثر معنی‌دار بر متغیرهای جذابیت ندارد.

خوش طینت و حاجیان (۱۳۸۶)، در پژوهش خود تاثیر افزایش سود تقسیمی بر رفتار سرمایه گذاران را مورد بررسی قرار دادند. داده‌های این تحقیق مربوط به سال‌های مالی ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۴، است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که افزایش سود تقسیمی بر حجم معاملات سهام موثر است. همچنین نتایج نشان می‌دهد که عکس‌العمل سرمایه‌گذاران نسبت به خبر افزایش تقسیم سود، عکس‌العملی کوتاه مدت است.

میرغفوری و همکاران (۱۳۸۸)، در پژوهشی با عنوان " کاربرد فرایند تحلیل سلسله مراتبی فازی در اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر انتخاب سهام در بورس اوراق بهادار تهران از دیدگاه سهامداران " به بررسی و اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر ترجیح سرمایه‌گذاران در انتخاب سهام در بورس اوراق بهادار با استفاده از فرآیند تحلیل سلسله مراتبی فازی، پرداختند. پس از بررسی ادبیات مرتبط با موضوع و ارزیابی نظر برخی از کارشناسان بورس اوراق بهادار، به این نتیجه رسیدند که معیارهای مسئله نقدشوندگی، سهام شناور آزاد، ترکیب سهامداران عمده، سود هر ارزش ذاتی هر سهم، نوع صنعت، انتشار مستمر اطلاعات شفاف و P/E سهم، به عنوان مهم‌ترین عوامل مؤثر بر ترجیح مشتریان در انتخاب هر سهم، می‌باشد.

کشاوری حداد و رضایی (۱۳۸۹)، به آزمون و تحلیل وجود رفتار گله‌ای در بین سرمایه‌گذاران نهادی بازار سهام ایران، پرداختند. داده‌های پژوهش طی یک دوره دو ساله از مرداد ماه سال ۱۳۸۵ تا آبان ماه ۱۳۸۷، در نظر گرفته شده است. نتایج بدست آمده بروز رفتار گله‌ای بین سرمایه‌گذاران نهادی را تایید می‌کند. همچنین نتایج نشان می‌دهد که رفتار گله‌ای تاثیر معناداری بر بازده سهام ندارد.

محمدی و همکاران (۱۳۸۹)، به تجزیه و تحلیل رفتار جمعی سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل فضای حالت، پرداختند. این تحقیق با استفاده از همین رویکرد و با به کارگیری مدل فضای حالت، تبعیت جمعی سرمایه گذاران از عوامل بازار، ارزش و اندازه در یک دوره زمانی ۹۲ ماهه (فروردین ۱۳۸۰ الی آبان ماه ۱۳۸۷) را بررسی و مطالعه می‌نماید. نتایج پژوهش نشان می‌دهد سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران به صورت جمعی و مستمر از عامل بازار تبعیت می‌کنند.

ابزری و درخشیده (۱۳۹۱)، به بررسی تاثیر شفاف سازی اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار اصفهان، پرداختند. داده‌های جمع آوری شده مربوط به بازه زمانی اول مهر تا آخر آبان می باشد. برای آزمون فرضیات از آزمون‌های همبستگی، مقایسه زو جها و تحلیل عاملی یک طرفه استفاده شده است. نتایج نشان داد که هر سه بعد شفافیت یعنی افشای اطلاعات مالی، شفافیت ساختار هیات مدیره و شفافیت ساختار مالکیت بر رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار اصفهان تاثیرگذار است و درک سرمایه گذاران از ابعاد شفافیت با توجه به متغیرهای جمعیت شناختی آنها متفاوت است.

پورحیدری و همکاران (۱۳۹۲)، به بررسی تأثیر مدیریت واقعی سود بر رفتار سرمایه گذاری شرکت‌ها پرداختند. به منظور بررسی این موضوع در ایران، تعداد ۶۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سالهای ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۸، مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج حاصل از این مطالعه، نشان داد که با اعمال بیشتر مدیریت واقعی سود میزان سرمایه گذاری ناکارای شرکت‌ها افزایش می‌یابد.

امیر^۱ (۲۰۰۵)، در تحقیقی به بررسی "جذابیت سهام در بازار بورس کراچی" پرداخته است. که شامل سهم سرمایه شرکت‌های تولیدی کوچک در طی سالهای ۲۰۰۰-۲۰۰۲ می باشد. نتایج حاصل از این مطالعه نشان می دهد که شاخص سهام از نظر سرمایه گذاران جذاب نیست.

ویلر و هلیپی^۲ (۲۰۰۵)، پژوهشی با عنوان "آیا رونق بازار سهام در اواخر سال ۱۹۹۰ مانع از سرمایه گذاری در تولید می شود؟"، انجام دادند. نتایج این پژوهش حاکی از این بود که رونق بازار سهام مانع از سرمایه گذاری در تولید گردیده است و راهکار مناسب برای رفع این مشکل ایجاد سیاست‌هایی برای تشویق سرمایه گذاران در شرکتهای تولیدی است، مانند افزایش اعطای وام به شرکتهای تولیدی.

بردوند و ویلاک^۳ (۲۰۰۷)، در پژوهشی با عنوان "رونق بازار سهام و سیاست پولی در قرن بیستم"، به بررسی ارتباط بین رونق بازار سهام و سیاست‌های پولی در ایالات متحده و نه کشور توسعه یافته در قرن بیستم پرداختند. آنها دریافتند که تغییرات اندکی در ارتباط بین رونق بازار سهام و تورم وجود دارد و در پایان رونق بازار می توان با اعمال سیاست‌های پولی مناسب تورم را کنترل کرد.

وندلن اسمیت^۴ و همکاران (۲۰۱۰)، به بررسی تأثیر افشای اطلاعات اجتماعی شرکت‌ها بر رفتار سرمایه‌گذاران در ایالات متحده آمریکا، ژاپن، فرانسه و سوئد با استفاده از نظریه سهام به عنوان چارچوب اساسی برای تجزیه و تحلیل، پرداختند. نتایج نشان می دهد که واکنش سرمایه گذاران به این موضوع در کشورهای مختلف، متفاوت است و متناسب با جهت‌گیری‌های سرمایه گذاران در هر کشور است.

1. Ameer
2. Weller & Brooke Helppie
3. Bordoand & Wheelock
1. van der Laan Smith

روبین و بایرلایر^۱ (۲۰۱۲)، در پژوهش خود یک چارچوب انتخاب گسسته هیبریدی برای مدل تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام را معرفی نمودند. آنان به طور خاص مدل تصمیم به خرید یا فروش سهام را با استفاده از مدل لاجیت دوتایی، تعیین نموده‌اند. آپارتسین^۲ و همکاران (۲۰۱۳)، به بررسی تفاوت‌ها و شباهت رفتار سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی انتخاب شده، پرداختند. در این پژوهش از تجزیه و تحلیل خوشه‌ای برای ۵ شاخص منتخب بازارهای جهانی سهام، استفاده شده است. نتایج درجه خوبی از جدایی رفتار سرمایه‌گذاران از بازارهای مالی انتخاب شده را نشان می‌دهد. به عنوان مثال سرمایه‌گذاران در بازارهای مختلف مالی ملی نسبت به شرایط مشابه بازار، رفتار متفاوتی را نشان می‌دهند. به طور کلی شواهد تجربی به دست آمده از مطالعات صورت گرفته در بازارهای سرمایه، گویای این واقعیت است که فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و رفتار آنها بسیار پیچیده بوده، امکان ارائه یک الگوی واحد برای پیش‌بینی رفتار آنها در بازار، به راحتی میسر نخواهد بود. در بسیاری از مواقع رفتار سرمایه‌گذاران در بورس غیر عقلایی است و شناسایی دقیق محرکهای رفتاری امکان‌پذیر نخواهد بود. [۱۲]

۴. فرضیه‌های پژوهش

- با توجه به ادبیات پژوهش، فرضیات زیر جهت آزمون، تعیین گردیده است:
- عوامل موثر بر ایجاد رونق در بورس اوراق بهادار با رفتار سرمایه‌گذاران دارای رابطه معناداری است؟
 - متغیرهای جمعیت‌شناختی با رفتار سرمایه‌گذاران دارای رابطه معناداری است؟

2. Robin & Bierlaire
3. Apartsin

۵. روش تحقیق

پژوهش پیش رو از نوع کاربردی و دارای ماهیت پیمایشی است. جامعه آماری این تحقیق سرمایه گذاران فردی و کارگزاران بورس اوراق بهادار یزد هستند که بر اساس جدول جی پی مورگان، ۱۲۰ نفر به عنوان نمونه انتخاب شدند. از ابزار پرسشنامه جهت جمع آوری داده ها استفاده شده است. به دلیل اینکه پرسشنامه مورد استفاده بر اساس ادبیات تحقیق بوده و تحت تایید خبرگان و متخصصین بازار سرمایه قرار گرفته است، بنابراین از روایی قابل قبولی برخوردار است. آلفای کرونباخ بدست آمده برای کل پرسشنامه، ۰٫۸۱ است که بر همین اساس دارای پایایی مناسبی است. در ادامه آلفای کرونباخ هر یک از ابعاد پرسشنامه یعنی متغیرهای جمعیت شناختی، عوامل موثر بر رونق بورس اوراق بهادار و رفتار سرمایه گذاران نیز محاسبه شده است که به ترتیب ۰٫۰۷۸ و ۰٫۰۸۶ و ۰٫۰۸۱، می باشد. رویکرد حداقل مربعات جزئی، به عنوان نسل دوم روش های مدل یابی معادلات ساختاری افق های نوینی را به روی محققان علوم رفتاری گشوده است. این رویکرد به دلیل وابستگی کمتر به اندازه نمونه، سطح سنجش متغیرها، نرمال بودن توزیع و استفاده از ابزار های جا افتاده، رویکردی مناسب برای پژوهشگران کشورمان به نظر می رسد.

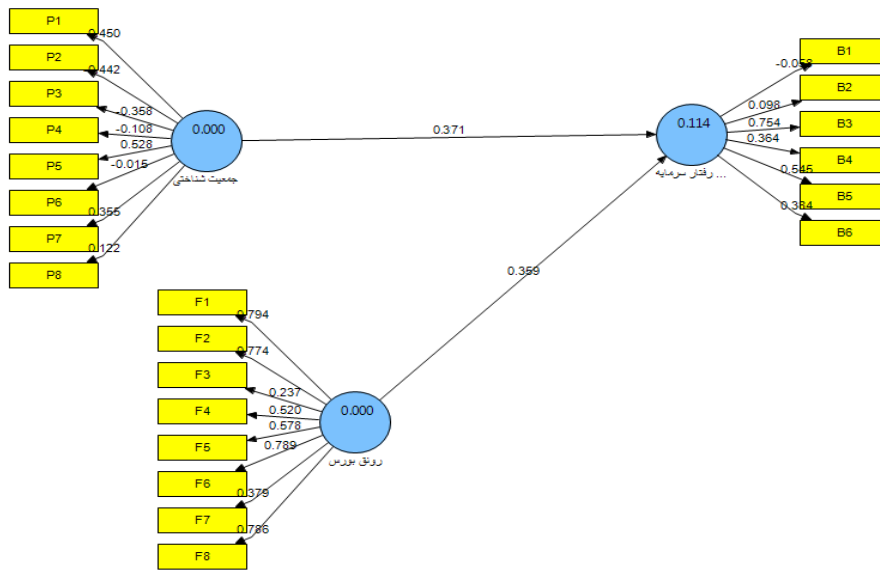
به صورت مفهومی و تجربی رویکرد حداقل مربعات جزئی، شباهت زیاد به استفاده از به تحلیل رگرسیون چند متغیری برای بررسی روابط احتمالی بین متغیرها با تاکید کمتر بر مدل اندازه گیری به عنوان زیر مدلی جدا و متمایز دارد. این رویکرد قادر به پاسخگویی به دامنه وسیعی از مسائل به خاطر قابلیت آن در کار با دامنه وسیعی از نمونه های مختلف و پیچیدگی مدل می باشد. [۲] در ادامه برای تجزیه و تحلیل داده ها از روش حداقل مربعات جزئی و نرم افزار Smart PLS نسخه ۲، استفاده شده است. از طریق این روش می توان قابل قبول بودن مدل های نظری را در جامعه آماری معینی با استفاده از داده های همبستگی و غیر آزمایشی را آزمود. [۱۱] گویه های هر بعد، در جدول زیر نشان داده شده است.

جدول ۱. گویه های ابعاد

ابعاد	گویه ها
عوامل موثر بر رونق بورس	ضرورت ایجاد بورس های منطقه ای (F ₁)
	اطلاع رسانی لازم برای تشویق سرمایه گذاران (F ₂)
	ورود بخش خصوصی (F ₃)
	چاپ نشریات تخصصی برای هر صنعت حاضر در بورس (F ₄)
	نقش کارگزاران (F ₅)
	آموزش عمومی و گسترده مبانی سرمایه گذاری (F ₆)
	جذب سرمایه گذاران خارجی (F ₇)
	جذب سرمایه اتباع ایرانی خارج از کشور (F ₈)
رفتار سرمایه گذاران	پیروی از رفتار دیگران در سرمایه گذاری (B ₁)
	درجه پذیرش ریسک در تصمیمات مالی گذشته (B ₂)
	توجه به زیان احتمالی در تصمیم گیری های مالی (B ₃)
	آمادگی روحی برای کاهش یا افزایش ناگهانی ارزش سرمایه (B ₄)
	احساس ناراحتی از کاهش ارزش سرمایه (B ₅)
	درجه ریسک پذیری (B ₆)
متغیرهای جمعیت شناختی	سن (P ₁)
	جنسیت (P ₂)
	وضعیت تاهل (P ₃)
	وضعیت شغل (P ₄)
	شغل مالی (P ₅)
	میزان سرمایه (P ₆)
	میزان درآمد (P ₇)
	تحصیلات دانشگاهی (P ₈)

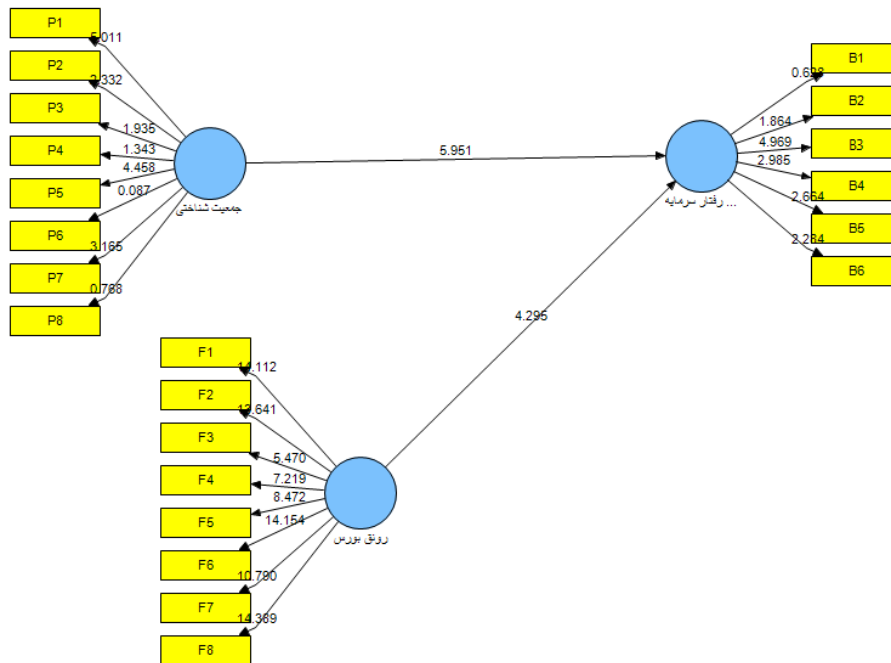
۵-۱. تجزیه و تحلیل داده ها

به طور کلی در مدل‌های معادلات ساختاری، هر دایره یا بیضی نشان دهنده متغیر پنهان و هر مستطیل نشان دهنده متغیر قابل مشاهده است. از هر متغیر پنهان به هر متغیر قابل مشاهده، پیکانی وصل شده است که به آن بار عاملی یا ضریب مسیر گفته می‌شود. اولین آزمون برای بررسی رابطه هر متغیر مشاهده شده با متغیر پنهان انجام می‌شود. این آزمون به این سوال پاسخ می‌دهد که آیا متغیر مشاهده شده توصیف کننده‌ی خوبی برای متغیر پنهان است یا خیر. در این رابطه از نظر کلاین^۱ مقادیر بار عاملی، بین ۰,۳ تا ۰,۶ قابل قبول است و بزرگ تر از ۰,۶، مطلوب است. [۱۰] مدل مورد آزمون قرار گرفته، در ادامه نشان داده شده است.



شکل ۱: مدل ساختاری برازش شده شامل ضرایب مسیر

بعد از اینکه ارتباط تایید شد، آزمون معنی‌داری این ارتباط انجام می‌شود. در این رابطه از آماره آزمون t ، استفاده می‌شود. در این آزمون تعیین می‌شود که آیا ارتباط بین متغیرها معنی‌دار است یا خیر. از آنجا که این آزمون در سطح اطمینان ۰,۰۵، انجام می‌شود بنابراین مقادیر t -value، باید بزرگتر یا مساوی ۱,۹۶، باشد. در صورتی که مقادیر t ، بزرگتر از ۱,۹۶، باشد، سطح معنی‌داری، ۰,۰۵، می‌باشد. همچنین برای مقادیر t ، بزرگتر از ۲,۵۷۶ و ۳,۲۹ سطح معنی‌داری به ترتیب معادل ۰,۰۱ و ۰,۰۰۱ می‌باشد. [۷] نتایج آزمون t ، انجام گرفته بر روی مدل، در شکل زیر آورده شده است.



شکل ۲: مدل ساختاری برازش شده شامل مقادیر t -value

نتایج برازش مدل به شرح زیر است:

جدول ۲. مقادیر ضرایب مسیر و T-Value، بین متغیرهای پنهان و مشاهده شده

ابعاد	گویه ها	ضرایب مسیر	T-Value
عوامل موثر بر رونق بورس	ضرورت ایجاد بورس های منطقه ای (F ₁)	۰,۷۹۴	۱۴,۱۱۲
	اطلاع رسانی لازم برای تشویق سرمایه گذاران (F ₂)	۰,۷۷۴	۱۲,۶۴۱
	ورود بخش خصوصی (F ₃)	۰,۲۳۷	۵,۴۷۰
	چاپ نشریات تخصصی برای هر صنعت حاضر در بورس (F ₄)	۰,۵۲۰	۷,۲۱۹
	نقش کارگزاران (F ₅)	۰,۵۷۸	۸,۴۷۲
	آموزش عمومی و گسترده میانی سرمایه گذاری (F ₆)	۰,۷۸۹	۱۴,۱۵۴
	جذب سرمایه گذاران خارجی (F ₇)	۰,۳۷۹	۱۰,۷۸۰
	جذب سرمایه اتباع ایرانی خارج از کشور (F ₈)	۰,۷۸۶	۱۴,۳۸۹
رفتار سرمایه گذاران	پیروی از رفتار دیگران در سرمایه گذاری (B ₁)	-۰,۰۵۸	۰,۶۹۸
	درجه پذیرش ریسک در تصمیمات مالی گذشته (B ₂)	۰,۰۹۸	۱,۸۶۴
	توجه به زیان احتمالی در تصمیم گیری های مالی (B ₃)	۰,۷۵۴	۴,۹۶۹
	آمادگی روحی برای کاهش یا افزایش ناگهانی ارزش سرمایه (B ₄)	۰,۳۶۴	۲,۹۸۵
	احساس ناراحتی از کاهش ارزش سرمایه (B ₅)	۰,۵۴۵	۲,۶۶۴
	درجه ریسک پذیری (B ₆)	۰,۳۸۴	۲,۲۸۴
متغیرهای جمعیتی شناختی	سن (P ₁)	۰,۴۵۰	۵,۰۱۱
	جنسیت (P ₂)	۰,۴۴۲	۲,۳۳۲
	وضعیت تاهل (P ₃)	-۰,۳۸۵	۱,۹۳۵
	وضعیت شغل (P ₄)	-۰,۱۰۸	۱,۳۴۳
	شغل مالی (P ₅)	۰,۵۲۸	۴,۴۵۸
	میزان سرمایه (P ₆)	-۰,۰۱۵	۰,۰۸۷
	میزان درآمد (P ₇)	۰,۳۵۵	۳,۱۶۵
	تحصیلات دانشگاهی (P ₈)	۰,۱۲۲	۰,۷۸۸

جدول ۳. مقادیر ضرایب مسیر و t-value، بین متغیرهای پنهان

P-Level	T-Value	ضریب مسیر	
۰,۰۵	۵,۹۵۱	۰,۳۷۱	متغیرهای جمعیت شناختی ← رفتار سرمایه گذاران
۰,۰۵	۴,۲۹۵	۰,۳۵۹	عوامل موثر بر رونق بورس ← رفتار سرمایه گذاران

مقادیر ضرایب مسیر و t-value، در جداول بالا نشان می‌دهد که از میان متغیرهای جمعیت شناختی، سن، جنسیت، نوع شغل و میزان درآمد بر رفتار سرمایه گذاران فردی اثر گذار هستند. از بین عوامل موثر بر ایجاد رونق در بورس اوراق بهادار نیز، عواملی از قبیل ایجاد بورس‌های منطقه ای، اطلاع رسانی لازم برای تشویق سرمایه گذاران، چاپ نشریات تخصصی برای هر صنعت حاضر در بورس، نقش کارگزاران، آموزش عمومی و گسترده مبانی سرمایه گذاری، جذب سرمایه گذاران خارجی و جذب سرمایه اتباع ایرانی خارج از کشور، بر رفتار سرمایه گذاران فردی، دارای تاثیر بر روی رفتار سرمایه گذاران فردی هستند.

۶. نتیجه گیری

نتایج حاصل از برازش مدل نشان می‌دهد که دو متغیر مستقل پژوهش یعنی متغیرهای جمعیت شناختی و عوامل موثر بر رونق بورس اوراق بهادار دارای ارتباط معنی داری با متغیر وابسته پژوهش یعنی رفتار سرمایه‌گذاران، هستند. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که متغیرهای جمعیت شناختی مانند سن، جنسیت، نوع شغل و میزان درآمد در تصمیم‌گیری‌ها و رفتارهای مالی سرمایه‌گذاران فردی تاثیر گذار هستند. این موضوع نشان می‌دهد که داشتن اطلاعات جمعیت شناختی از سرمایه‌گذاران فردی تا حدودی رفتار مالی آنان را قابل پیش‌بینی می‌سازد. از میان عوامل موثر بر ایجاد رونق در بورس اوراق بهادار نیز، عواملی مانند ایجاد بورس‌های منطقه‌ای، اطلاع‌رسانی لازم برای تشویق سرمایه‌گذاران، چاپ نشریات تخصصی برای هر صنعت حاضر در بورس، نقش کارگزاران، آموزش عمومی و گسترده مبانی سرمایه‌گذاری، جذب سرمایه‌گذاران خارجی و جذب سرمایه اتباع ایرانی خارج از کشور، دارای تاثیر بر رفتار سرمایه‌گذاران فردی، هستند. این ارتباط نشان می‌دهد که توسعه و ایجاد رونق در بورس اوراق بهادار باید در جهت تمایل و خواست سرمایه‌گذاران و مطابق با ویژگی‌های رفتاری آنان باشد. بنابراین، ایجاد رونق در بورس اوراق بهادار می‌تواند رفتار سرمایه‌گذاران فردی را دستخوش تغییر نموده و حتی عادات نامطلوب در رفتار آنان را از بین ببرد. به عنوان مثال آموزش فراگیر مبانی سرمایه‌گذاری و قوانین و ویژگی‌های آن به سرمایه‌گذاران، می‌تواند از بروز رفتار توده‌ای در میان آنان جلوگیری نماید یا درجه ریسک‌گریزی افراد را تغییر دهد. پیشنهاد می‌شود برای تحقیقات آینده، تاثیر مولفه‌های دیگری مانند مولفه‌های مالی، اقتصادی، بر رفتار سرمایه‌گذاران سنجیده شود. همچنین تاثیر انواع روش‌های سرمایه‌گذاری و ابزارهای مالی بر رفتار سرمایه‌گذاران، مورد بررسی قرار بگیرد.

منابع

۱. ابزری، م. و درخشیده، ح. (۱۳۸۹). "تجزیه و تحلیل رفتار جمعی سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل فضای حالت." پژوهش‌های حسابداری مالی
۲. امانی، ج.، خضری آذر، ه. و محمودی، ح. (۱۳۹۱). "معرفی مدلیابی معادلات ساختاری به روش حداقل مجذورات جزئی (PLS-PM) و کاربرد آن در پژوهش‌های رفتاری." برخط دانش روانشناختی ۱(۱): ۴۱-۵۵.
۳. انواری رستمی، ع. و لاری سمنانی، ب. (۱۳۸۳). "عوامل موثر بر جذابیت بورس اوراق بهادار." بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۱(۳۵): ۱۰۱.
۴. انواری رستمی، ع. و لاری سمنانی، ب. (۱۳۸۵). "بررسی ارتباط و تحلیل اثرات سرمایه گذاری‌های منتخب غیربورسی بر جذابیت سرمایه گذاری بورس اوراق بهادار تهران." پژوهش‌نامه اقتصادی ۷(۲۷): ۱۷۷-۲۱۸.
۵. انواری رستمی، ع. و ختن لو، م. (۱۳۸۵). "بررسی مقایسه‌ای رتبه بندی شرکت‌های برتر براساس نسبت‌های سودآوری و شاخص‌های بورس اوراق بهادار تهران." نشریه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۳(۴۳): ۲۵-۴۳.
۶. پورحیدری، امید، رحمانی، ع. و غلامی، ر. (۱۳۹۲). "بررسی تاثیر مدیریت واقعی سود بر رفتار سرمایه گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران." پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز ۵(۱): ۵۵-۸۵.
۷. حبیبی، آ. (۱۳۹۱). جزوه آموزش کاربرد نرم افزار لیزرل، مدلیابی معادلات ساختاری و تحلیل عاملی. تارنمای پارس مدیر
۸. حنفی زاده، پ. و زارع رواسان، ا. (۱۳۹۲). روش تحلیل ساختارهای چند سطحی با استفاده از نرم افزار smart PLS (چاپ اول). تهران: ترمه.

۹. خوش طینت، م. و حاجیان، ن. (۱۳۸۷). "تاثیر افزایش سود تقسیمی بر رفتار سرمایه گذاران." بررسی های حسابداری و حسابرسی ۱۵(۵۱): ۳-۱۸.
۱۰. خوش طینت، م. و راعی، ح. (۱۳۸۳). "تاثیر ارایه اطلاعات حسابداری اجتماعی بر تصمیم گیری سرمایه گذاران." بررسی های حسابداری و حسابرسی ۱۱(۳۷): ۳۷-۹۲.
۱۱. خادمی گراشی، م. و قاضی زاده، م. (۱۳۸۶). "بررسی عوامل موثر بر تصمیم گیری سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل معادلات ساختاری." دانشور رفتار ۱۴(۲۳): ۱-۱۲.
۱۲. دهقان، ع. (۱۳۹۱). "شناخت عوامل روانی تاثیرگذار بر قصد افراد به سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران." ماهنامه تدبیر
۱۳. ربیع، م.، سلیمی فرد، ع. و خواجهی، ش. (۱۳۸۴). "در تعیین پرتفویی از کارآترین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (DEA) کاربرد تحلیل پوششی داده ها." علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز ۲۲(۴۳): ۷۵-۸۹.
۱۴. سینایی، ح. (۱۳۷۳). "سنجش کارایی در بورس اوراق بهادار." فصلنامه علمی پژوهشی تحقیقات مالی ۱(۲): ۴۶-۷۰.
۱۵. سینایی، ح. و داودی، ع. (۱۳۸۸). "بررسی رابطه شفاف سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران." تحقیقات مالی ۱۱(۱): ۴۳-۶۰.
۱۶. قلی زاده، م. (۱۳۸۳). "تاثیر ارایه اطلاعات حسابداری اجتماعی بر تصمیم گیری سرمایه گذاران" پایان نامه دکتری مدیریت مالی، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران
۱۷. کشاورز حداد، غ. و رضائی، م. (۱۳۸۹). "آزمون و تحلیل وجود رفتار گله ای در بین سرمایه گذاران نهادی بازار سهام ایران." پژوهش های اقتصادی ایران ۱۵(۴): ۱۰۳-۱۳۸.
۱۸. محمدی، ش.، راعی، ر.، قالیباف، ح. و گل ارضی، غ. (۱۳۸۹). "تجزیه و تحلیل رفتار جمعی سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل فضای حالت." پژوهش های حسابداری مالی ۲(۲): ۴۹-۶۰.

۱۹. یحیی زاده فر، م، شمس، ش. ولاریمی، س. (۱۳۸۹). "بررسی رابطه نقدشوندگی با بازده سهام در بورس اوراق تهران." تحقیقات مالی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران ۱۲(۲۹): ۱۱۱-۱۲۸.

20. Ameer,R (2005). "Stock attractiveness after inclusion in stock index: empirical evidence from KSE 100 index." *Management Research News* 28(4): 25-44.
21. Apartsin, Y., Y. Maymon, et al. (2013). "Nationality and risk attitude: Testing differences and similarities of investors' behavior in selected financial markets." *Global Finance Journal* 24(2): 114-118.
22. Bordoand,M. and Wheelock,D (2007). "A Model for Market Closure and International Portfolio Management within Incomplete Information. International." *Journal of Theoretical and Applied Finance*, No. 5p.479
23. Robin, T. and M. Bierlaire (2012). "Modeling investor behavior." *Journal of Choice Modelling* 5(2): 98-130.
24. Van der Laan Smith, J., A. Adhikari, et al. (2010). "The impact of corporate social disclosure on investment behavior: A cross-national study." *Journal of Accounting and Public Policy* 29(2): 177-192.
25. Weller,C. and Helppie,B (2005). "Fuzzy Multiple Attribute Decision Making." Berlin: Springer-Verlag