

بررسی عوامل تاثیر گذار بر قصد سرمایه گذاری گذاران حقیقی در بورس اوراق
بهادار تهران

میرفیض فلاح شمس^۱

fallahshams@gmail.com

m_falah@iauctb.ac.ir

تلفن: ۰۹۱۲۳۸۹۰۵۵۴

شهریار عزیزی^۲

S-azizi@sbu.ac.ir

^۱ - دکتری مدیریت مالی از دانشکده مدیریت دانشگاه تهران و عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی - واحد تهران مرکز
^۲ - دانشجوی دکتری مدیریت بازرگانی (گرایش بازاریابی) و عضو هیأت علمی دانشگاه شهید بهشتی

بررسی عوامل تاثیر گذار بر قصد سرمایه گذاری گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران

چکیده

در این مقاله با هدف شناسایی عوامل موثر قصد سرمایه گذاری گذاران حقیقی، پرسشنامه ای ۲۸ سوالی مطرح و در بین نمونه ۴۵۰ نفری توزیع گردید. آلفای کرونباخ ابزار گردآوری داده ها برابر با ۰،۸۷۱، محاسبه شد که بالا بوده و حاکی از پایا بودن پرسشنامه است. نتایج مدل ساختاری با استفاده از نرم افزار LISREL نسخه ۸،۷ حاکی از تایید کلیه فرضیه های تحقیق و مدل مفهومی ارایه شده است. یافته های تحقیق حاکی از این است که اطلاعات مالی شرکتها و اطلاعات عمومی منتشر شده در بازار بطور مستقیم و از طریق تاثیر گذاری بر انتظارات سرمایه گذاران بر تصمیمات خرید آنها اثر گذار است. همچنین نیازهای شخصی مستقیماً بر قصد خرید سهام تاثیر گذار است. نتایج نشان داد که بالاترین اثر کل بر قصد سرمایه گذاری به ترتیب به متغیرهای: اطلاعات عمومی (۰،۵۴۶۱)، اطلاعات حسابداری و مالی (۰،۴۷۰۲)، انتظار سرمایه گذار (۰،۳۱) و نیاز سرمایه گذار (۰،۲۴) تعلق دارد.

واژه های کلیدی :

مالیه رفتاری ، قصد سرمایه گذاری، نظریه انگیزش ، نظریه مطلوبیت

JEL: G11

مقدمه

تحلیل رفتار سرمایه گذاران در ادبیات مالی تا مدت‌ها بر اساس نظریات کلاسیک مانند: نظریه مطلوبیت اقتصادی و **نظریه رقابت**^۱ تفسیر می‌شد. بر اساس اصول بنیادین نظریه مطلوبیت که توسط نویمان و مورگنسترن^۲ (۱۹۴۷) توسعه داده شد، یک سرمایه گذار (۱) کاملاً عقلانی است و تصمیمات منطقی خواهد گرفت (۲) قادر به حل مسائل پیچیده خواهد بود (۳) ریسک‌گریز است و (۴) همواره در صدد آن است که ثروت خود را حداکثر نماید. (ناجی و اُبن بنگر^۳، ۱۹۹۴). در نظریات مطلوبیت فرض می‌شود که سرمایه گذار بر اساس بده و بستان و ارتباط بین بازده و ریسک درصدد است میزان رضایتمندی خود را از ترکیب سرمایه گذاری انتخاب شده به حداکثر برساند. مفروضات نظریه رقابت در مقایسه با نظریه مطلوبیت واقعی تر است.

رفتار واقعی سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار در برخی موارد نظریه حداکثر کردن مطلوبیت و سایر نظریات کلاسیک را زیر سوال می‌برد. بنابر این نظریه رفتاری در مباحث مالی مورد توجه قرار گرفت. اگرچه نظریات مالی رفتاری جدید بوده و سابقه آن به یک دهه پیش باز می‌گردد، ولی بحث دخالت خصوصیات روانشناختی و رفتاری افراد در تصمیمات خرید بسیار پیش تر توسط افرادی مانند: آدام اسمیت^۴ (خود برترینی)، ایروینگ فیشر^۵ (روح های حیوانی در بازار سهام)، جان مینارد کینز^۶ (خود کنترلی، دور اندیشی و عادت اشخاص) و هری مارکوویتز^۷ (نقاط مرجع^۸). مالیه رفتاری بروی چگونگی تفسیر و بکارگیری اطلاعات در فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذار تمرکز دارد و تشریح کننده بسیاری از رفتارهای غیر عادی و غیر منطقی در بازار است. مالیه رفتاری توسط شفر^۹ (۱۹۹۹) « بعنوان حوزه سریعاً در حال رشد که با تاثیر روانشناسی بر رفتار دست اندرکاران بازار سروکار داشته » تعریف شده است. تحقیقات مالیه رفتاری در چند سال اخیر توسعه زیادی داشته است و این تحقیقات به دنبال پاسخگویی به این موارد است: تشریح بروز حباب قیمت در بازار سرمایه، حجم بالای معاملات در بازار و نوسان شدید قیمتها، دشواری ارزش گذاری سهام، حساسیت بالای قیمت اوراق بهادار در برابر اخبار نامناسب، نگرش و عقیده مدیران عالی شرکت در مورد پایین بودن قیمت بازاری سهام شرکت آنها نسبت به ارزش ذاتی، استقبال بازار از یک سهم علی رغم عدم وجود شواهد کافی (Taffler, 2002). پاسخگویی به اکثر این موارد فوق منوط بر درک صحیح رفتار سرمایه گذاران در بازار سرمایه می باشد. قطعاً درک صحیح فرآیند رفتاری و پیامدهای آن برای برنامه ریزان مالی

¹ - Competing Theory

² - Neumann and Morgenstern

³ - Nagy and Obenbenger

⁴ - Adam Smith

⁵ - Irving Fisher

⁶ - John Maynard Keynes

⁷ - Harry Markowitz

⁸ - Reference Point

⁹ - Shleifer

از اهمیت بسیار زیادی برخوردار است. چرا که درک صحیح از رفتار سرمایه گذاران در بازار می تواند به برنامه ریزان مالی بازار در تدوین استراتژی تجهیز و تخصیص منابع مالی کمک شایانی نماید.

پیشینه تحقیق

در ادبیات مربوط به نظریه های مطلوبیت نوعاً به فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذار توجهی نشده و تمرکز این نظریه ها بر توسعه یک مدل کلان برای تشریح رفتار کل بازار است. ولی در عین حال در برخی از مطالعات تجربی، بررسی رفتار سرمایه گذار حقیقی براساس ساختار نظریه مطلوبیت صورت گرفته است. بعنوان مثال بیکر و هالم^۱ (۱۹۷۴) دریافتند که سود نقدی، بازدهی مورد انتظار و ثبات وضعیت مالی شرکت بعنوان مهمترین معیارهای تصمیم گیری سرمایه گذار در بازار سرمایه می باشند. یافته های تحقیق بیکر و همکاران (۱۹۷۷) نشان می دهد که عمدتاً رفتار سرمایه گذاران در بازار سرمایه منطقی و عقلایی می باشد و آنها در تصمیمات خود برای خرید یک سهم سعی می نمایند بین ریسک و بازده سرمایه گذاری ارتباط منطقی برقرار سازند.

یکی از موضوعات فرعی در حوزه مالی و در بحث مالیه رفتاری، مطالعات مربوط به شناسایی فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاران و طراحی و تبیین الگوی تصمیم گیری آنان در بازار سرمایه در شرایط عدم اطمینان می باشد. سه عنصر اصلی چارچوب مالیه رفتاری شامل؛ «نظریه انتظار»^۲، «گریز از ندامت»^۳ و «قوه خود کنترلی»^۴ است که هریک از این عناصر خصیصه های اصلی رفتار سرمایه گذار در فرآیند تصمیم گیری خرید یا فروش یک سهم را در بازار مشخص خواهند ساخت. (تورسکی و کانمن^۵، ۱۹۸۲).

اولین مطالعات تجربی در زمینه رفتار سرمایه گذاران حقیقی در بازار سرمایه به دهه ۷۰ بر می گردد. یکی از اولین مطالعات پیمایشی در زمینه رفتار سرمایه گذار حقیقی توسط وارتون انجام گرفت. وی در مطالعات خود تاثیر «متغیرهای جمعیتی»^۶ را بر سرمایه گذاری و فرآیند ترکیب پرتفوی مورد بررسی قرار داد. کان و لولن^۸ (۱۹۷۵) شواهد تجربی کاهش ریسک گریزی اشخاص در هنگام افزایش ثروت آنها را در بورس های معتبر جهان ارائه نمودند. همچنین رایلی و چو^۹ (۱۹۹۲) دریافتند که بین ریسک گریزی افراد و سن، درآمد، ثروت و تحصیلات افراد رابطه معنی داری وجود دارد. با افزایش درآمد، ثروت و تحصیلات افراد، درجه ریسک پذیری آنها نیز افزایش خواهد یافت. ولی بین سن افراد و ریسک پذیری رابطه عکس وجود دارد. مطالعات لبرون، فارلی و گلا^{۱۰} (۱۹۹۲)

^۱ -Baker and Haslem

^۲ - Prospect Theory

^۳ - Regret aversion

^۴ - Self - Control

^۵ - Tversky and Kahneman

^۶ - Wharton

^۷ - Demographic variable

^۸ - Cohn and Lewellen

^۹ - Riley and Chow

^{۱۰} - LeBaron , Farrelly and Gula

ثابت نمود که درجه ریسک گریزی افراد تابعی از عوامل درونی شخص است و به ملاحظات بیرونی بازار ارتباطی ندارد.

یافته های مطالعات لولین و همکاران^۱ (۱۹۷۷) نشان می دهد که بین ترجیحات سرمایه گذاری افراد و سن، جنسیت و تحصیلات افراد رابطه معنی داری وجود دارد. بارنیول (۱۹۸۷) در مطالعات خود دریافت که رفتار سرمایه گذار در بازار را می توان براساس خصوصیات سبک زندگی، میزان ریسک گریزی و شغل فرد پیش بینی نمود.

ناجی و ابن برگر^۲ (۱۹۹۴) در یک مطالعه پیمایشی تاثیر ۳۴ متغیر را که در هفت گروه از عوامل دسته بندی نمودند را بر تصمیمات خرید یک سهم مورد بررسی قرار دادند. یافته های تحقیق آنها نشان می دهد که معیارهای کلاسیک (حداکثر کردن ثروت) مهمترین عوامل تاثیر گذار در تصمیمات سرمایه گذاران محسوب می شوند. اگرچه سرمایه گذاران در انتخاب یک سهم معیارهای مختلفی را بکار می گیرند.

اپستاین و فریدمن^۳ (۱۹۹۴) تاثیر اطلاعات اجتماعی بر رفتار سرمایه گذار حقیقی را مورد بررسی قرار داد. یافته های تحقیق او بیانگر این است که گزارشات مالی سالیانه شرکتها تاثیر چندانی بر تصمیمات سرمایه گذاران نداشته و بی ارزش می باشند. همچنین نتایج این تحقیق نشان می دهد که اطلاعات مربوط به ایمنی محصول، کیفیت محصول، فعالیتهای محیطی شرکت از عواملی است که اطلاعات مربوط به آنها مورد تقاضای قوی سرمایه گذاران است. بعلاوه اکثر سهامداران مایلند که وضعیت روابط کارگری، جایگاه اخلاقی شرکت و درگیریهای اجتماعی شرکت به سهامداران گزارش شود.

مریکاس و همکاران^۴ (۲۰۰۳) از طریق مطالعه پیمایشی سعی نمودند که عوامل تاثیر گذار بر رفتار سرمایه گذاران حقیقی را در بازار سرمایه یونان شناسایی نمایند. نتایج تحقیق آنها نشان می دهد که معیار تصمیم گیری افراد در خرید یک سهم ترکیبی از معیارهای اقتصادی و معیارهای روانشناختی می باشند. آنها دریافتند که تصمیم گیری سرمایه گذاران همواره یک رویکرد منسجم و عقلایی نخواهد بود و آنها براساس گروهی از عوامل تصمیمات خود را می گیرند. یافته های تحقیق آنها نشان داد که اطلاعات مالی و حسابداری و اطلاعات عمومی منتشر شده در بازار سرمایه انتظارات سرمایه گذاران را برای خرید یک سهم شکل خواهد داد.

یکی از جدیدترین تحقیقات صورت گرفته در رابطه با شناسایی عوامل تاثیر گذار بر رفتار سرمایه گذاران حقیقی، تحقیقی پیمایشی است که توسط التمیمی^۵ (۲۰۰۶) در بازار سرمایه امارات صورت گرفت. وی متغیرهای تاثیر گذار بر رفتار سرمایه گذاران را در پنج گروه از عوامل طبقه بندی نمود. این عوامل عبارتند از: اطلاعات مالی و حسابداری، اطلاعات خنثی، توصیه های جانبدارانه، انطباق تصویر خود / شرکت و نیازهای شخصی سرمایه گذار. برای گردآوری داده ها، ۳۵۰ پرسشنامه

^۱ - Lewellen et.al

^۲ - Nagy and Obenberger

^۳ - Epstein and Freedman

^۴ - Merikas et.al., 2003

^۵ - Hassan al- Tamimi

بطور تصادفی بین سرمایه گذاران حقیقی در بازارهای مالی امارات توزیع گردید و یافته های این تحقیق حاکی از این است که متغیرهای مرتبط با نظریه حداکثر کردن مطلوبیت از قبیل : رشد سودآوری ، سود نقدی پرداخت شده به سهامداران و سود هر سهم پیش بینی شده از مهمترین متغیرهای تاثیر گذار در قصد خرید یک سهم در بازار خواهد بود. از دیگر یافته های این تحقیق بیانگر این است که اطلاعات عمومی بازار از قبیل روند شاخص، وضعیت معاملات در بازار و اطلاعات منتشر شده از سوی شرکت بر انتظارات سرمایه گذار تاثیر مستقیم خواهد داشت.

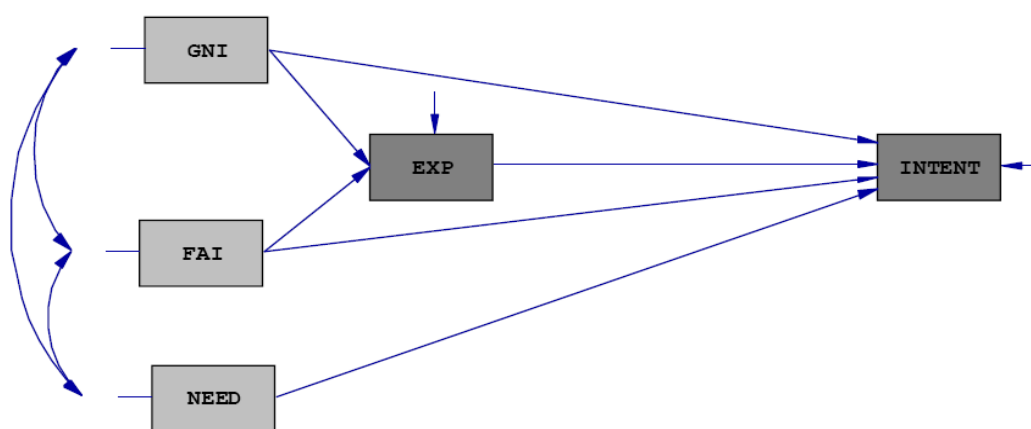
درایران تحقیقی که مبین ارایه مدلی برای پیش بینی رفتار سرمایه گذاران و از آن جمله قصد سرمایه گذاری و یا خرید سهم خاصی در بورس اوراق بهادار تهران باشد صورت نگرفته است، اما تحقیقاتی در خصوص عوامل تاثیر گذار بر تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. عطایی (۱۳۷۹) تاثیر افزایش سرمایه، تولیدات انحصاری و نوع مالکیت شرکتها را بر تصمیم گیری سرمایه گذاران و متغیر عرضه و تقاضا را بر قیمت سهام بررسی نموده است. یافته های این تحقیق حاکی از عدم تعیین قیمت سهام بر اساس عرضه و تقاضا در بورس اوراق بهادار تهران است. همچنین تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران متاثر از افزایش سرمایه، مالکیت شرکتها و تولیدات انحصاری آنها می باشد. مختاریان (۱۳۸۳) نیز تاثیر پیش بینی سود هر سهم، افزایش سرمایه، سود نقدی هر سهم، مشاوره و توصیه های سرمایه گذاران را بر تصمیم گیری سرمایه گذاران بررسی کرده است. یافته های تحقیق مبین تاثیر پیش بینی سود هر سهم، سود نقدی هر سهم، و مشاوره و توصیه های سرمایه گذاران بر تصمیم گیری سرمایه گذاران می باشد و عامل افزایش سرمایه بر تصمیم گیری سرمایه گذاران تاثیری ندارد. در برخی تحقیقات داخلی تنها به بیان موضوع پرداخته و در آنها به عوامل اثرگذار و متغیرهای پیش بینی رفتار سرمایه گذار اشاره ای نشده است (تلنگی، ۱۳۸۳؛ راعی و فلاح پور، ۱۳۸۳) اشاره نمود.

بطور کلی شواهد تجربی بدست آمده از مطالعات صورت گرفته در بازارهای سرمایه گویای این واقعیت است که فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاران و رفتار آنها بسیار پیچیده بوده و امکان ارائه یک الگوی واحد جهت پیش بینی رفتار آنها در بازار به راحتی میسر نخواهد بود. در بسیاری از مواقع رفتار سرمایه گذاران در بورس غیر عقلایی می باشد و شناسایی محرکهای رفتاری امکان پذیر نخواهد بود.

مدل مفهومی تحقیق

در مطالعات اخیر صورت گرفته در زمینه مالیه رفتاری، متغیرهای تاثیر گذار بر رفتار سرمایه گذاران به دو گروه کلی متغیرهای اقتصادی (متغیرهای حداکثر کننده مطلوبیت) و متغیرهای روانشناختی تقسیم شده اند. مهمترین متغیرهای اقتصادی مورد توجه در این مطالعات شامل

متغیرهای مرتبط با اطلاعات مالی و حسابداری شرکت، اطلاعات کلی بازار و اقتصادی کشور، منطقه و جهان می باشند. همچنین در اکثر این مطالعات برای دخالت دادن متغیرهای روانشناختی بر رفتار سرمایه گذاران از نظریات انگیزش (تئوری انتظارات) استفاده شده است. با توجه به یافته های تحقیقات صورت گرفته، مدل مفهومی عوامل تاثیر گذار بر رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران به شرح نمودار شماره ۱ ارایه شده است.



نمودار ۱: مدل مفهومی تحقیق

در مدل مفهومی فوق انتظارات سرمایه گذار^۱ تابع اطلاعاتی است که وی دریافت می کند، عبارت دیگر عامل شکل دهنده انتظارات سرمایه گذار، اطلاعات حسابداری و مالی^۲ و اطلاعات عمومی^۳ است که سرمایه گذار از بازار به دست می آورد. اطلاعات حسابداری و مالی و اطلاعات عمومی سرمایه گذار بصورت مستقیم بر قصد سرمایه گذاری^۴ اثر گذار بوده و بصورت غیر مستقیم از طریق انتظارات سرمایه گذار بر قصد سرمایه گذاری موثرند. نیاز سرمایه گذار^۵ بعنوان یکی از مشخصات فردی و رفتاری مستقیماً بر قصد سرمایه گذاری اثر گذار است.

فرضیه های تحقیق

براساس مدل مفهومی ارائه شده، فرضیات اصلی این تحقیق بشرح زیر می باشند:

فرضیه اول: اطلاعات عمومی و خنثی در بازار بر قصد سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مستقیم دارد.

فرضیه دوم: اطلاعات مالی و حسابداری شرکتها بر قصد سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مستقیم دارد.

^۱ - Investor Expectation (EXP)

^۲ - Financial & Accounting Information (FAI)

^۳ - General Information (GNI)

^۴ - Investment Intention (INTENT)

^۵ - Investor Need (NEED)

فرضیه سوم: اطلاعات عمومی و خنثی در بازار بر انتظارات سرمایه گذاران برای خرید سهام در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مستقیم دارد.

فرضیه چهارم: اطلاعات مالی و حسابداری شرکتها بر انتظارات سرمایه گذاران برای خرید سهام در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مستقیم دارد.

فرضیه پنجم: نیازهای شخصی سرمایه گذاران بر قصد سرمایه گذاری آنها در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مستقیم دارد.

فرضیه ششم: انتظارات سرمایه گذاران بر قصد سرمایه گذاری آنها در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مستقیم دارد.

متغیرهای تحقیق

در این مقاله متغیرهای تاثیر گذار بر قصد سرمایه گذاری به چهار گروه از عوامل طبقه بندی شده است. این عوامل عبارتند از: اطلاعات مالی و حسابداری، اطلاعات عمومی (خنثی)، نیاز شخصی سرمایه گذار و انتظارات سرمایه گذار. دو متغیر انتظارات سرمایه گذار و قصد سرمایه گذاری جزء متغیرهای درونزا^۱ و سه متغیر اطلاعات مالی و حسابداری، اطلاعات عمومی (خنثی)، نیاز شخصی سرمایه گذار، متغیرهای برونزا^۲ تلقی می شوند. در جدول ۱ آمارهای توصیفی شاخصهای تعریف شده برای سنجش متغیرهای مکنون (اطلاعات مالی و حسابداری، اطلاعات عمومی، نیاز شخصی سرمایه گذار و انتظارات سرمایه گذار) نشان داده شده است.

^۱-Endogenous

^۲-Exogenous

جدول ۱: عوامل تاثیر گذار بر انتخاب سهام سرمایه گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران

انحراف معیار	میانگین	متغیرهای اصلی	عامل
۰,۶۴۵	۴,۴۷	پوشش اطلاعات عمومی در مطبوعات	اطلاعات عمومی و خنثی
۰,۴۷۳	۴,۶۲	نوسانات قیمت سهم در بازار	
۰,۷۴۱	۴,۳۱	روند شاخص بورس	
۰,۹۹۱	۳,۵۹	روند شاخص های اقتصادی در کشور	
۰,۷۸۴	۴,۱۷	روند شاخص های اقتصادی در منطقه و جهان	
۰,۷۶۴	۴,۲۵	اظهار نظر مسئولین دولتی مربوط به بازار سرمایه	
۰,۸۶۳	۳,۳۴	اظهار نظر سهامداران اصلی شرکت	
۰,۴۶	۳,۶	کل	
۱,۱۱	۴,۰۶	بودجه شرکت	اطلاعات حسابداری و مالی
۰,۹۲۴	۴,۲۸	سود نقدی پرداختی در سالهای قبل	
۱,۱۲	۳,۸۲	نتایج تکنیکهای ارزیابی سهام	
۰,۸۹۷	۴,۰۸	قابلیت معامله پذیری سهام شرکت	
۱,۰۰۹	۳,۸۹	عملکرد گذشته شرکت	
۱,۲۴	۳,۲۱	وضعیت مالیاتی شرکت	
۰,۵۸۵	۳,۴۴	کل	
۰,۵۳۵	۴,۶۲	سود نقدی مورد انتظار	انتظارات (معیار کلاسیک)
۰,۶۸۷	۴,۱۱	درآمد مورد انتظار	
۰,۶۵۲	۳,۸۹	انتظار کنترل قیمت سهم در بازار	
۰,۷۰۹	۴,۴۱	چشم انداز رشد سودآوری شرکت	
۰,۶۳۷	۴,۵۷	ثروتمند شدن سریع از طریق نوسان گیری در قیمت	
۱,۰۰۸	۳,۳۶	حداقل کردن ریسک	
۰,۵۲	۳,۸۷	کل	
۰,۸۷۴	۳,۲۴	فرصت سرمایه گذاری در بازارهای دیگر	نیازهای مالی شخصی
۰,۸۱۲	۳,۸۳	نیاز به وجوه پس انداز در مصارف دیگر	
۱,۲۴	۳,۲۹	نیازهای تنوع سازی	
۰,۸۲۴	۳,۵۴	مدت سرمایه گذاری	
۰,۹۷	۲,۹۹	کل	
۰,۷۲۴	۳,۷۲	احتمال سرمایه گذاری در آینده نزدیک	قصد سرمایه گذاری

روش تحقیق

روش تحقیق حاضر پیمایشی است و برای گردآوری داده ها از پرسشنامه با مقیاس لیکرت ۵ نقطه ای (تاثیری ندارد=۱، تاثیر کم=۲، تاثیر متوسط=۳، تاثیر زیاد=۴، تاثیر خیلی زیاد=۵) استفاده شده است. همچنین به منظور افزایش قابلیت تعمیم نتایج به کل جامعه سعی گردید نمونه انتخابی بزرگ باشد. بزرگ بودن حجم نمونه در تحقیقات علّی امری ضروری است. برای گردآوری داده ها پرسشنامه ای با ۲۸ سئوالی (سه سوال جمعیت شناختی، ۲۴ سوال تخصصی) طراحی شد. پایایی ابزار گردآوری اطلاعات با استفاده از آزمون آلفای کرون باخ مورد ارزیابی قرار گرفت. نمره آلفای کرونباخ پرسشنامه ۰,۸۷۱ بوده که گویای مناسب بودن ابزار گردآوری اطلاعات از لحاظ پایایی می باشد. برای بررسی میزان تاثیر هر یک از متغیرهای برونزا (اطلاعات مالی و حسابداری، اطلاعات

عمومی (خنثی)، نیاز شخصی سرمایه گذار) بر متغیرهای درونزا (انتظارات سرمایه گذار و قصد سرمایه گذاری) از روش معادلات ساختاری و تحلیل مسیر استفاده شده است. این روش یکی از روشهای پرکاربرد در تحقیقات رفتاری است که از توان بسیار بالایی در آزمون مدل‌های علی برخوردار است. جامعه آماری این تحقیق شامل تمامی سرمایه گذارانی است که برای خرید سهام به شرکت کارگزاری در بورس اوراق تهران مراجعه نموده اند. با توجه به ماهیت جامعه آماری، روش نمونه گیری بصورت برش مقطعی طولی در طی زمان بطور تصادفی بوده است. حجم نمونه انتخابی ۴۵۰ نفر بوده که بطور تصادفی از بین سرمایه گذاران حقیقی که برای خرید سهام به کارگزاری‌ها مراجعه نموده بودند، انتخاب شدند.

نتایج تحقیق

در این قسمت ابتدا به وضعیت متغیرهای مهم جمعیت شناختی نمونه مانند: جنسیت، تحصیلات و سن پرداخته خواهد شد و سپس فرضیه‌های تحقیق در قالب مدل مفهومی تحقیق آرایه شده در نمودار شماره ۱ آزمون می‌گردد. چکیده تحلیل جمعیت شناختی نمونه در جدول ۲ آرایه شده است.

جدول ۲: مشخصات جمعیت شناختی پاسخگویان

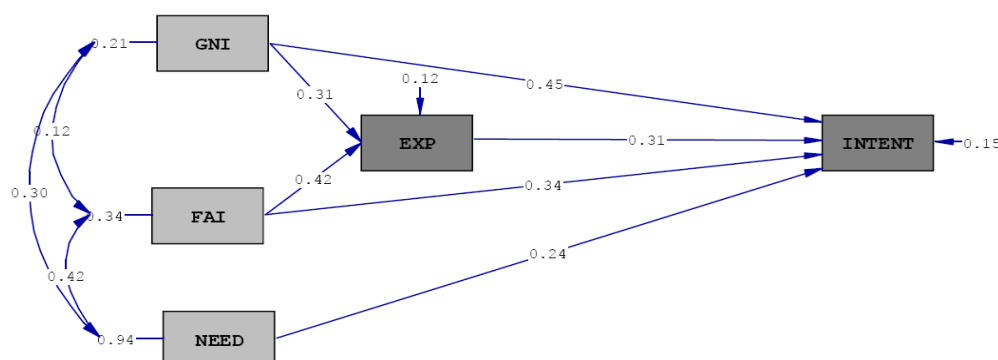
درصد معتبر	فراوانی	پاسخها	خصوصیت
٪۷۴٫۹	۳۲۰	مرد	جنسیت
٪۲۵٫۱	۱۰۷	زن	
٪۴۸	۲۰۵	دیپلم و پایین‌تر	تحصیلات
٪۴۳٫۳	۱۸۵	لیسانس	
٪۸٫۷	۳۷	فوق لیسانس و بالاتر	
٪۱۶٫۹	۷۲	< ۲۵ سال	سن
٪۴۸٫۷	۲۰۸	۲۵-۴۰ سال	
٪۳۴٫۴	۱۴۷	> ۴۰ سال	

مطابق جدول ۲، حدود ۷۵٪ از پاسخگویان مرد و ۲۵٪ بقیه را زنان تشکیل داده‌اند. حدود نیمی از افراد مراجعه‌کننده به کارگزاری برای خرید سهام دارای تحصیلات دیپلم و کمتر و بقیه دارای تحصیلات دانشگاهی هستند. تحلیل سنی پاسخگویان نمایان‌گر آن است که اکثریت مطلق مراجعین به کارگزاران میانسال و به بالا هستند و تنها حدود ۱۷٪ دارای سن کمتر از ۲۵ سال هستند. قبل از آرایه نتیجه آزمون مدل مفهومی تحقیق لازم است تا میانگین، انحراف معیار و رابطه بین متغیرهای تحقیق بررسی شود. این اندازه‌های آماری در جدول شماره ۳ در زیر آرایه شده است. نتایج آزمون همبستگی پیرسون حکایت از ارتباط معنادار مثبت بین کلیه متغیرها با یکدیگر دارد و این امر البته امری قابل پیش‌بینی و منطقی است. بیشترین ارتباط متغیر قصد سرمایه گذاری با نیاز سرمایه گذار و سپس با اطلاعات مالی و حسابداری قابل مشاهده است.

جدول ۳: ارتباط بین متغیرهای تحقیق و میانگین و انحراف معیار آنها

انحراف معیار	میانگین	انتظار سرمایه گذار	نیاز سرمایه گذار	اطلاعات عمومی	اطلاعات حسابداری و مالی	قصد سرمایه گذاری
۰.۷۲۴	۳.۰۴	۰.۶۷۵(۰.۰۰۰)	(۰.۰۰۰) ۰.۷۶۱	(۰.۰۰۰) ۰.۶۸۱	^a ۰.۷۱۴(۰.۰۰۰)	۱
۰.۵۸۴	۳.۴۴	۰.۶۴۲(۰.۰۰۰)	(۰.۰۰۰) ۰.۷۴۲	(۰.۰۰۰) ۰.۴۴۷	۱	اطلاعات حسابداری و مالی
۰.۴۶۱	۳.۶	۰.۵۲۴(۰.۰۰۰)	(۰.۰۰۰) ۰.۶۷۶	۱	---	اطلاعات عمومی
۰.۹۷	۲.۹۸	۰.۵۹۵(۰.۰۰۰)	۱	---	---	نیاز سرمایه گذار
۰.۴۸	۳.۷۸	۱	---	---	---	انتظار سرمایه گذار

^a اعداد داخل پرانتز نشان دهنده سطح معناداری و اعداد خارج از پرانتز میزان ارتباط را نشان می دهد. مدل مفهومی ارایه شده در نمودار شماره ۱ که در برگرنده فرضیه های تحقیق است از طریق نرم افزار لیزرل نسخه ۸.۵ مورد آزمون قرار گرفت. نتیجه تحلیل ساختاری در نمودار ۲ در زیر ارایه شده است.



Chi-Square=0.72, Chi-Square/df=0.72, P-value=0.39703, NFI=1, CFI=1, RMSEA=0.000(0.0; 0.12), IFI=1, RFI=1, GFI=1, AGFI=0.99, PGFI=0.067

نمودار ۲: مدل آزمون شده و نهایی تحقیق

برای بررسی میزان برازش مدل باید به خروجیهای نرم افزار لیزرل و آستانه های پذیرش برای هر شاخص رایج توجه نمود. اگرچه شاخصهای متعددی برای سنجش برازش وجود دارد اما می توان آنها را به ۴ دسته اصلی تقسیم نمود (Schreiber, et.al, 2006). این چهار طبقه اصلی به همراه شاخصهای رایج مورد استفاده در هر یک در جدول ۴ ارایه شده است.

جدول ۴: طبقات، شاخصهای برازش و آستانه پذیرش

آستانه پذیرش	شاخصهای برازش	طبقه
3 یا 2 ≤	X ² /df	مطلق
کمتر بهتر	AIC	
کمتر بهتر	ECVI	
>=0.95	NFI	نسبی
>=0.95	IFI	
>=0.95	TLI	
>=0.95	CFI	
>=0.95	RFI	
به اندازه مدل بستگی دارد.	PNFI	خست
به اندازه مدل بستگی دارد.	PCFI	
نزدیک به ۱ بهتر است.	PGFI	
>=0.95	GFI	سایر
>=0.95	AGFI	
کمتر بهتر، صفر یعنی تناسب کامل	RMR	
۰.۰۸ تا ۰.۰۶ <	RMSEA	

همان گونه که در نمودار ۲ مشاهده می شود کلیه فرضیه های تحقیق مورد تایید قرار گرفتند. خروجی تحلیل ساختاری مدل نشان می دهد که شاخصهای برازش مدل مانند: $X^2=0.72$, $X^2/DF=0.72$, $P\text{-value}=0.39703$, $RMSEA=0.000(0.0; 0.12)$, $NFI=1$, $CFI=1$, $IFI=1$, $RFI=1$, $GFI=1$, $AGFI=0.99$, $PGFI=0.067$, $ECVI=0.071$, $RMR=0.0021$, $PNFI=0.1$ بسیار قابل قبول و خوبی قرار دارند. به عبارت دیگر شاخصهای تناسب مدل حاکی از این است که مدل مفهومی ارایه شده با داده های گردآوری شده تطابق و تناسب بسیار بالایی دارد. حال باید به بررسی اثرهای مستقیم و غیر مستقیم متغیرها بر قصد سرمایه گذاری پرداخت. این امر یعنی تجزیه اثرهای مستقیم، غیر مستقیم و کل ما را در شناسایی مهمترین عوامل موثر بر قصد سرمایه گذاری یاری می دهد. جدول شماره ۵ نشان دهنده انواع اثرها در مدل آزمون شده است.

جدول ۵: محاسبه اثرهای مستقیم، غیر مستقیم و کل * متغیرها بر قصد سرمایه گذاری

اثر	اثر غیر مستقیم	اثر مستقیم	اثر متغیر
۰.۴۷۰۲	۰.۳۱ × ۰.۴۲ = ۰.۱۳۰۲	۰.۳۴	اطلاعات حسابداری و مالی
۰.۵۴۶۱	۰.۳۱ × ۰.۳۱ = ۰.۰۹۶۱	۰.۴۵	اطلاعات عمومی
۰.۲۴	---	۰.۲۴	نیاز سرمایه گذار
۰.۳۱	---	۰.۳۱	انتظار سرمایه گذار

*نکته: محاسبه اثر مستقیم، غیر مستقیم و کل بصورت مجزا در خروجی نرم افزار LISREL وجود دارد اما فرمول کلی محاسبه عبارت است از: اثر کل = اثر مستقیم + اثر غیر مستقیم، اثر غیر مستقیم = حاصل ضرب کلیه ضرایب مسیرهای غیر مستقیم از متغیر برونزا به متغیر درونزا. برای مطالع بیشتر به Bollen, 1987 مراجعه فرمایید.

بر اساس جدول فوق مشخص می شود که بالاترین اثر کل بر قصد سرمایه گذاری به ترتیب به متغیرهای اطلاعات عمومی (۰.۵۴۶۱)، اطلاعات حسابداری و مالی (۰.۴۷۰۲)، انتظار سرمایه گذار (۰.۳۱) و در انتها نیاز سرمایه گذار (۰.۲۴) تعلق دارد. همان گونه که مشاهده می شود عوامل اطلاعاتی (حسابداری/مالی و عمومی سرمایه گذاری مراجعین به کارگزاران دارد. و ویژگیهای سرمایه گذار (نیاز و انتظار) اثرهای کمتری دارند.

اکنون پس از آزمون مدل مفهومی و فرضیه‌ها می‌توان برای تحلیل دقیق‌تر به بررسی اثر متغیرهای جمعیت‌شناختی بر متغیرهای اطلاعاتی و ویژگیهای سرمایه‌گذار پرداخت. برای انجام این کار می‌توان از آزمون تی با نمونه‌های مستقل استفاده کرد. خروجی این آزمون (جدول ۶) از دو قسمت تشکیل شده است: آزمون لوانز برای بررسی برابری واریانسهای دو جامعه (متغیرهای اطلاعاتی و ویژگیهای مردان و زنان و قصد سرمایه‌گذاری آنها) و آزمون تی برای بررسی وجود تفاوت معنادار بین زنان و مردان از نظر متغیرهای ۵ گانه تحقیق. برای تحلیل نتیجه ابتدا باید سطح معناداری آزمون لوانز را بررسی نمود و سپس بر اساس آن آزمون تی را تفسیر و ارزیابی کرد.

جدول ۶: بررسی اثر جنسیت بر اطلاعات مالی و حسابداری، عمومی، نیاز شخصی و انتظارات سرمایه‌گذار و قصد سرمایه‌گذاری

	آزمون لوانز	آزمون تی برای برابری میانگینها							
		سطح ۹۵٪				اطمینان تفاوت میانگینها			
		انحراف معیار	تفاوت میانگین	سطح	مقدار آزادی	مقدار T	سطح معناداری	مقدار F	
قصد سرمایه‌گذاری	ف.ب.و ^a	.081	-.112	.166	425	-1.388	.000	26.499	.047
	ف.ن.و ^b	.089	-.112	.210	156.538	-1.259			.064
اطلاعات عمومی	ف.ب.و	.05105	-.15501	.003	425	-3.037	.119	2.438	-.05467
	ف.ن.و	.04514	-.15501	.001	231.627	-3.434			-.06607
اطلاعات مالی و حسابداری	ف.ب.و	.06527	-.06732	.303	425	-1.031	.000	40.027	.06097
	ف.ن.و	.07531	-.06732	.373	147.511	-.894			.08150
انتظارات سرمایه‌گذار	ف.ب.و	.05332	-.12123	.023	425	-2.274	.013	6.232	-.01643
	ف.ن.و	.05351	-.12123	.025	180.885	-2.266			-.01565
نیاز سرمایه‌گذار	ف.ب.و	.10804	.21093	.052	425	1.952	.000	33.462	.42330
	ف.ن.و	.12645	.21093	.097	144.953	1.668			.46086

^aف.ب.و: فرض برابری واریانسها

^bف.ن.و: فرض نابرابری واریانسها

نتایج آزمون تی برای بررسی اثر جنسیت حاکی از وجود تفاوت معنادار انتظارات سرمایه‌گذار و اطلاعات عمومی در بین مردان و زنان است. عبارت دیگر اثر اطلاعات عمومی بر قصد سرمایه‌گذاری در زنان بیش از مردان و اثر نیاز سرمایه‌گذار در مردان بیش از زنان است. جنسیت بر اساس آزمون تی بر انتظارات سرمایه‌گذار، اطلاعات مالی و حسابداری و قصد سرمایه‌گذاری اثری ندارد.

برای بررسی اثر سن بر متغیرهای ۵ گانه تحقیق به دلیل اینکه پاسخهای سوال سن از دو سطح بیشتر است نمی‌توان از آزمون تی استفاده کرد بلکه باید از آزمون تحلیل واریانس یکطرفه^۱ استفاده نمود. نتایج این آزمون در جدول شماره ۷ ارائه شده است. خروجی این جدول حاکی از آن است که متغیر سن بر قصد سرمایه‌گذاری، اطلاعات مالی و حسابداری، نیاز سرمایه‌گذار و انتظارات سرمایه‌گذار موثر بوده و بر اطلاعات عمومی اثری ندارد.

جدول ۷: بررسی اثر سن بر اطلاعات مالی و حسابداری، عمومی، نیاز شخصی و انتظارات سرمایه‌گذار و قصد سرمایه‌گذاری

سطح معناداری	مقدار F	میانگین مجذورات	درجه آزادی	مجموع مجذورات	
0.000	10.238	5.146	2	10.291	درون گروهها
		.503	424	213.109	بین گروهها
			426	223.400	کل
0.246	1.406	.299	2	.598	درون گروهها
		.213	424	90.130	بین گروهها
			426	90.728	کل
0.000	7.808	2.585	2	5.171	درون گروهها
		.331	424	140.385	بین گروهها
			426	145.555	کل
0.002	6.180	1.389	2	2.778	درون گروهها
		.225	424	95.288	بین گروهها
			426	98.066	کل
0.000	18.717	16.282	2	32.563	درون گروهها
		.870	424	368.837	بین گروهها
			426	401.400	کل

خروجی جدول ۷ حاکی از آن است که متغیر سن بر قصد سرمایه‌گذاری، اطلاعات مالی و حسابداری، نیاز سرمایه‌گذار و انتظارات سرمایه‌گذار موثر بوده و بر اطلاعات عمومی اثری ندارد. بررسی تفصیلی با استفاده از آزمون LSD نشان داد که با افزایش سن قصد سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. بعبارت دیگران افراد با سن بالاتر بیش از افراد با سن کمتر قصد سرمایه‌گذاری دارند. آزمون LSD نشان داد که با کاهش سن اثر اطلاعات حسابداری و مالی افزایش می‌یابد، با افزایش سن انتظارات سرمایه‌گذار بالا می‌رود و با کاهش سن نیاز سرمایه‌گذار افزایش می‌یابد.

متغیر میزان تحصیلات یکی دیگر از متغیرهای جمعیت‌شناختی تحقیق است که در سه سطح دیپلم و پایین‌تر، لیسانس و فوق لیسانس و بالاتر اندازه‌گیری شده است. برای بررسی اثر میزان تحصیلات بر اطلاعات مالی و حسابداری، اطلاعات عمومی، نیاز شخصی سرمایه‌گذار، انتظارات سرمایه‌گذار و قصد سرمایه‌گذاری، آزمون تحلیل واریانس یکطرفه مورد استفاده قرار گرفت. نتایج این آزمون در جدول شماره ۸ ارائه شده است.

¹-ANOVA

جدول ۸: بررسی اثر تحصیلات بر اطلاعات مالی و حسابداری، عمومی، نیاز شخصی و انتظارات سرمایه گذار و قصد سرمایه گذاری

سطح معناداری	مقدار F	میانگین مجذورات	درجه آزادی	مجموع مجذورات	
0.001	7.012	3.576	2	7.152	درون گروهها
		.510	424	216.248	بین گروهها
			426	223.400	کل
0.032	3.466	.730	2	1.459	درون گروهها
		.211	424	89.269	بین گروهها
			426	90.728	کل
0.000	25.249	7.745	2	15.491	درون گروهها
		.307	424	130.065	بین گروهها
			426	145.555	کل
0.000	14.388	3.116	2	6.232	درون گروهها
		.217	424	91.833	بین گروهها
			426	98.066	کل
0.026	3.699	3.441	2	6.883	درون گروهها
		.930	424	394.518	بین گروهها
			426	401.400	کل

مطابق جدول شماره ۸، تحصیلات بر هر ۵ متغیر تحقیق اثر گذار است. بررسی تفصیلی با استفاده از آزمون LSD نشان داد که با افزایش میزان تحصیلات، قصد سرمایه گذاری بالا می رود، با کاهش تحصیلات، اطلاعات عمومی کاهش می یابد، با افزایش تحصیلات، اطلاعات حسابداری و مالی افزایش می یابد، با افزایش تحصیلات، انتظارات سرمایه گذار افزایش می یابد، با افزایش تحصیلات، نیاز سرمایه گذار افزایش می یابد.

جمع بندی و نتیجه گیری

در این مقاله سعی گردید که با شناسایی متغیرهای تاثیر گذار بر قصد سرمایه گذاری سرمایه گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران، الگویی برای تحلیل و پیش بینی رفتار سرمایه گذاران ارائه گردد. به همین منظور ۲۳ متغیر در چهار گروه از عوامل تاثیر گذار بر رفتار سرمایه گذاران حقیقی با بررسی پیشینه تحقیق شناسایی گردید. در این مقاله عوامل تاثیر گذار بر رفتار سرمایه گذاران شامل؛ اطلاعات مالی و حسابداری، اطلاعات عمومی بازار و اقتصاد، انتظارات سرمایه گذار و نیاز شخصی سرمایه گذار طبقه بندی شده است و برای گردآوری داده ها از ابزار پرسشنامه استفاده گردید.

براساس یافته های تحقیق مشخص گردید که از بین ۲۳ متغیر تعیین شده، بترتیب سود نقدی مورد انتظار، روند نوسانات قیمت سهم در بازار و ثروتمند شدن سریع از طریق نوسان گیری در قیمت سهام بیشترین تاثیر و بترتیب وضعیت مالیاتی شرکتها، فرصتهای سرمایه گذاری در بازارهای دیگر و نیاز به تنوع سازی سرمایه گذاری های شخص کمترین تاثیر را بر قصد سرمایه گذاری سرمایه گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران داشته است. همچنین نتایج تحلیل مسیر و

معادلات ساختاری حاکی از این است که در بین عوامل تاثیر گذار بر رفتار سرمایه گذاران بترتیب اطلاعات عمومی بازار با اثر کل (۰,۵۴۶) و اطلاعات مالی و حسابداری شرکتها با اثر کل (۰,۴۷۰) بیشترین تاثیر را بر قصد سرمایه گذاری سرمایه گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران دارند. همچنین مشخص گردید که انتظارات سرمایه گذاران از بازار براساس اطلاعات منتشر شده در بازار شکل می گیرد و اثر اطلاعات مالی و حسابداری شرکتها بر انتظارات سرمایه گذاران (۰,۴۲) بیشتر از اثر اطلاعات عمومی بر انتظارات (۰,۳۱) می باشد. محققین دریافتند که رتبه چهار

متغیر برونزا از نظر تاثیر بر قصد سرمایه گذاری به ترتیب از کم به زیاد عبارتند از: نیازهای شخصی سرمایه گذار (Mean=2.99, S.D=0.97)، اطلاعات مالی و حسابداری (Mean=3.44, S.D=0.548)، اطلاعات عمومی (Mean=3.6, S.D=0.461) و در نهایت انتظارات سرمایه گذار (معیار کلاسیک) (Mean=3.87, S.D=0.52) قرار دارند. با توجه به اینکه التیمی (۲۰۰۶) از بین چهار متغیر مورد بررسی در این تحقیق متغیر انتظارات را مورد بررسی قرار نداده است، در صورتی که این متغیر را در رتبه بندی میانگی لحاظ نکنیم، نتایج تحقیق حاضر دقیقاً با نتایج تحقیق وی مطابقت می کند (میانگین متغیرها در تحقیق التیمی (۲۰۰۶): ۴,۲۷۴=نیازهای شخصی، ۴,۴=اطلاعات مالی و حسابداری، ۵,۹۸=اطلاعات عمومی). همان گونه که مریکاس و همکاران (۲۰۰۳) دریافتند که تنها معیارهای اقتصادی بر رفتار سرمایه گذار موثر نبوده و عوامل دیگری نیز دخیل هستند، این تحقیق نیز یافته مذکور را تایید نمود و نشان داد که رفتار سرمایه گذاران تحت تاثیر اطلاعات عمومی، اطلاعات حسابداری و مالی، انتظارات و نیازهای شخصی سرمایه گذار وی قرار دارد. بنابر این یافته های تحقیق حاضر و تحقیق مریکاس و همکاران (۲۰۰۳) نیز در یک راستا قرار دارد. این تحقیق مشخص نمود که عواملی مانند: سود نقدی مورد انتظار، بازدهی مورد انتظار بر رفتار سرمایه گذار موثرند و این نتیجه با یافته بی کر و هالم (۱۹۷۴) همخوانی دارد. یافته های تحقیق حاضر با یافته های مختاریان (۱۳۸۳) مبنی بر اثر سود پیش بینی شده هر سهم (سود مورد انتظار)، سود نقدی هر سهم، و مشاوره و توصیه های سرمایه گذاران بر تصمیم گیری سرمایه گذاران، مشابه بوده و آن را تایید می کند. ناجی و ابن برگر (۱۹۹۴) بیان نمودن که معیار کلاسیک مهمترین عامل در تصمیمات سرمایه گذاران است و محققین در این مطالعه دریافتند که میانگین نمره این معیار بیش از سه متغیر دیگر است. بعبارت دیگری یافته ناجی و ابن برگر (۱۹۹۴) در این بررسی مورد تایید قرار گرفت.

یافته های دیگر در این تحقیق مربوط به بررسی اثر جنسیت، سن و سطح تحصیلات بر قصد سرمایه گذاری است. یافته ها حاکی از وجود تفاوت معنادار انتظارات سرمایه گذار و اطلاعات

عمومی در بین مردان و زنان است. عبارت دیگر اثر اطلاعات عمومی بر قصد سرمایه‌گذاری در زنان بیش از مردان و اثر اطلاعات مالی و حسابداری در مردان بیش از زنان است. در رابطه با تاثیر سن بر قصد سرمایه‌گذاری مشخص گردید که افراد با سن بالاتر بیش از افراد با سن کمتر قصد سرمایه‌گذاری دارند و با کاهش سن اثر اطلاعات حسابداری و مالی بر قصد سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. همچنین بررسی تفصیلی اثر سن و میزان تحصیلات بر قصد سرمایه‌گذاری نشان داد که با افزایش سن و سطح تحصیلات قصد سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران افزایش می‌یابد. با توجه به تاثیر سن، جنسیت و تحصیلات بر قصد سرمایه‌گذاری می‌توان بیان نمود که نتایج تحقیق حاضر مشابه با نتایج تحقیق لولین و همکاران (۱۹۷۷) است، چرا که آنها دریافتند که سن، جنسیت و تحصیلات با ترجیحات سرمایه‌گذاری ارتباط معنادار دارد. تمامی یافته‌های این تحقیق، گویای اهمیت بسیار بالای انتشار اطلاعات (اطلاعات عمومی بازار و اقتصاد و اطلاعات مالی و حسابداری شرکتها) بر قصد سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بنابر این توسعه فن آوری اطلاعات و اطلاع رسانی و شفاف سازی در بورس اوراق بهادار تهران نقش موثری بر ترغیب بیشتر اقشار جامعه برای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران و به تبعه آن افزایش کارایی بازار و توسعه اقتصادی کشور خواهد داشت. از سوی دیگر با توسعه فن آوری اطلاعات در بورس، امکان پیش بینی رفتارهای آتی بازار نیز میسر خواهد گردید.

منابع :

۱. تلنگی، احمد (۱۳۸۳). تقابل نظریه نوین مالی و مالی رفتاری. تحقیقات مالی، شماره ۱۷، صص ۳-۲۵.
۲. راعی، رضا و فلاح پور، سعید (۱۳۸۳). مالیه رفتاری، رویکردی متفاوت در حوزه مالی. تحقیقات مالی، شماره ۱۸، صص ۱۰۶-۷۷.
۳. عطایی عظیمی، جواد (۱۳۷۹). بررسی عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، استاد راهنما: غلامرضا اسلامی بیدگلی، دانشکده علوم اداری و مدیریت بازرگانی، دانشگاه تهران.
۴. مختاریان، امید (۱۳۸۳). بررسی عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، استاد راهنما: محمد علی آقایی، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه تربیت مدرس.

5. 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.
6. Baker, H.K. and Haslem,A.(1974). Toward the Development of Client-Specified Valuation Models, *Journal of Finance*, 29, 1255-63.

7. Baker, H.K., Hargrove, M.B. and Haslem, A. (1977). An Empirical analysis of the Risk-Return Preference of Individual Investors. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 12(3), 377-389.
8. Barnewell, M. M. (1987). Psychographic Characteristics of the Individual Investor, Homewood, III.: Dow Jones-Irwin.
9. Cohn, R.A. and Lewellen, W. G. (May, 1975). Individual Investor Risk Aversion and Investment Portfolio Composition. *Journal of Finance*, 30(2), 605-20.
10. Epstein, M., Freedman, M. (1994), "Social disclosure and the individual investor", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol. 7 No.4, pp.94-109.
11. LeBaron, D. and Farrelly, G. and Gula, S. (December, 1992). Facilitating a Dialogue on Risk: A Questionnaire Approach, *Financial Analysts Journal*, 45(3), 19-24.
12. 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.
13. Merilkas, A. and Prasad, d. (2003). Factor influencing Greek investor behavior on the Athens stock Exchange, paper presented at the Annual meeting of Academy of Financial Services, Colorado, October 8-9-2003.
14. Nagy, R. and Obenberger, R.W. (1994). Factors influencing investor behavior, *Financial Analysts Journal*, 50, 63- 68.
15. Neumann, J.V. and Morgenstern, O. (1947). *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University Press.
16. Riley, W. B. and Chow, K. V. (November, 1992). Asset Allocation and Individual Risk Aversion, *Financial Analysts Journal*, 48, 32-37.
17. Shleifer, A. (1999). *Inefficient Markets: An Introduction to behavioral finance*. Oxford University Press.
18. Taffler, R.J. (2002). What can we learn from behavioral finance?. *Credit Control*, 23(2), 14-16.
19. Tversky, A. and D. Kahneman (1982), "Judgment of and by representative ness", in Kahneman, D., P. Slovic, and A. Tversky (Eds.). *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge University Press, Cambridge.