

طراحی و تبیین مدل تصمیم‌گیری سهامداران با رویکرد مقایسه‌ای مالی کلاسیک و مالی رفتاری در بازار سرمایه

چکیده

تحقیق حاضر با عنوان طراحی و تبیین مدل تصمیم‌گیری سهامداران با رویکرد مقایسه‌ای مالی کلاسیک و مالی رفتاری در بازار سرمایه می‌باشد. مالی رفتاری به روان سرمایه‌گذاران و نقش آن در تصمیم‌گیری‌های مالی مربوط می‌شود. در این تحقیق در مرحله اول براساس مروری بر ادبیات موضوع و با استفاده از مطالعات صورت گرفته، فهرست کاملی از عوامل پنجاه و هفت‌گانه اثرگذار بر مدل تصمیم‌گیری سهامداران - به‌منظور وزن‌دهی - در قالب پرسشنامه در اختیار اعضای پانل صاحب‌نظران قرار گرفت. جامعه آماری این تحقیق مدیران و کارشناسان خبره شرکت‌های فعال در بورس و فرابورس می‌باشند. که تعداد جامعه مورد نظر با توجه به تعداد مدیران ارشد و نخبگان سازمانی سازمان در حدود ۸۰ نفر می‌باشد. نمونه این تحقیق شامل مدیران ارشد و نخبگان سازمانی سازمان می‌باشد که با توجه به فرمول کوکران می‌توان این تعداد را در حدود ۶۷ نفر عنوان نمود. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که به ترتیب عوامل سیاسی، عوامل اقتصادی، عوامل روانی بازار، شناختی، عاطفی (احساس) و در آخر عوامل مالی در سطح شرکت بیشترین تاثیر را دارند. یافته‌های تحقیق حاضر نشان می‌دهد که عوامل سیاسی اهمیت زیادی برای سرمایه‌گذاران دارد. به‌طور کلی یکی از ویژگی‌های بازار سرمایه هر کشور تأثیرپذیری از مسائل سیاسی است و در برخی اوقات این تأثیرات می‌تواند بسیار پیچیده و چندوجهی باشد و مدت زمان زیادی تأثیر خود را حفظ کنند. ریسک‌های سیاسی سبب می‌شود سرمایه‌گذاری‌ها کاهش یابد و افراد بیشتر از روی هیجان و احساس تصمیم بگیرند تا اینکه به‌طور اساسی شرایط را بررسی کرده و ابعاد مختلف را در نظر بگیرند.

کلمات کلیدی: تصمیم‌گیری سهامداران، رویکرد مقایسه‌ای، مالی کلاسیک، مالی رفتاری

مقدمه

علوم رفتاری از جمله دانش‌های کاربردی است که در قالب رشته تخصصی بنام روانشناسی به حوزه علم ورود پیدا کرده است. زیربنای اساسی این دانش، انسان و پیچیدگی‌های ذاتی، رفتاری و شخصیتی است که مستلزم درک و شناخت آن در چارچوبی علمی تحت عنوان روانشناسی مورد پژوهش و بررسی قرار گرفته است. بررسی تاریخی دانش روانشناسی این واقعیت را آشکار نموده است که در تعامل با سایر علوم، ضمن پاسخ کاربردی به مسائل فراروی انسان، موجب ارتقاء دانش روان‌شناسی از یک طرف و زمینه تعامل با سایر علوم انسانی را نیز از طرف دیگر فراهم نموده است. مالی رفتاری شاخه‌ای از علوم رفتاری است که به بررسی مسایل

مالی از یک نگاه علمی اجتماعی وسیع تر، شامل توجه به روانشناسی و جامعه شناسی و نیز حذف چارچوب های عقلی و منطقی صرف می پردازد. بر همین اساس در دو دهه اخیر تمرکز بسیاری از مباحث مالی از تحلیل های آماری و اقتصاد سنجی بر روی قیمت ها و سود ها به سمت روانشناسی انسانی تغییر کرده و با نگاهی بازتر و با استفاده از مفروضات واقعی تر نسبت به مدیریت مالی نوین به تبیین و توضیح رفتار بازارهای مالی می پردازند (رهنمای رودپشتی، ۱۳۹۱) مکتب یا دیدگاه مالی رفتاری که از تلفیق روانشناسی و مالی به وجود آمده است اظهار می دارد که روانشناسی در تصمیم گیری مالی نقش ایفا می نماید. از آنجا که خطاهای شناختی و انحرافات بر نظریات سرمایه گذاری اثر می گذارند، بنابراین بر گزینه های مالی نیز اثر گذارند (اسلامی و همکاران ۱۳۸۹). نقش غالب فرضیه بازار کارآمد به عنوان چارچوب نظری سرمایه گذاری با توسعه تئوری مالی رفتاری به پایان رسید. از آن زمان این دو رویکرد با یکدیگر درگیر بوده اند. عقلانیت سرمایه گذاری و ایده های بازار کارآمد به وضوح با روانشناسی یک سرمایه گذار و قوانین رفتاری مغرضانه مغایرت دارد. با این وجود، دسترسی ناکارآمد به اطلاعات سرمایه گذاری و ناهنجاری های طولانی مدت در بازار شواهدی در رابطه با اولویت امور مالی رفتاری ارائه می دهد. تأمین مالی رفتاری هم در سطح افراد و هم در سطح شرکتهای دارای اهمیت است. تحقیقات بسیاری در مورد تجزیه و تحلیل مالی رفتاری شرکتهای در دهه های اخیر انجام شده است. با این حال، همه مربوط به راه حل های مشکلات سرمایه یا بدهی، یافتن بهترین منبع ممکن برای افزایش سرمایه یا ارزانترین امکان بدهی است (جورویوسین و همکاران^۱، ۲۰۱۴: ۴۳۲). مالی رفتاری به روان سرمایه گذاران و نقش آن در تصمیم گیری های مالی مربوط می شود. ما می دانیم که انسان عواطفی دارد که می تواند بر تصمیمات آنها تأثیر بگذارد. چنین تصمیماتی غالباً ناکارآمد و غیرمنطقی بوده و می تواند منجر به بروز فاجعه در بورس شود (کاپور و پروساد^۲، ۲۰۱۷: ۵۰). ایده اصلی این تئوری این است که یک شرکت مجموعه ای از ذینفعان خود (کارگران، تأمین کنندگان، طلبکاران، مشتریان، دارندگان سهام و غیره) است و روابط بین آنها سیاست های مالی و سرمایه گذاری آن را تعیین می کند. برای مثال، تیمان (۱۹۸۴) استدلال می کند که انحلال یک شرکت ورشکسته به دلیل "هزینه های تعویض" (به عنوان مثال هزینه های یافتن شرکای تجاری جدید) به چشم انداز بلند مدت عرضه کنندگان و مشتریان آسیب می رساند. در چنین شرایطی سهامداران هنگام فروش یا خرید از بنگاه هایی که خطر ورشکستگی را در

¹ Jurevičienė, D. et al (2014)

² Kapoor, S. Prosad, J. (2017)

آینده نزدیک دارند ، چنین هزینه هایی را در نظر می گیرند. در نتیجه ، آنها از ترس ورشکستگی ، حجم تجارت با شرکتهای بسیار اهرمی را کاهش می دهند. پیش بینی چنین رفتاری از طرف ذینفعان ، به نوبه خود ، بنگاه ها را وادار می کند تا میزان بدهی خود را کاهش دهند (آنی و همکاران^۳، ۲۰۱۹ : ۴۳۷). حال با توجه به مطالب بیان شده ، در ادامه به دنبال طراحی و تبیین مدل تصمیم گیری سهامداران با رویکرد مقایسه ای مالی کلاسیک و مالی رفتاری در بازار سرمایه می باشیم .

مالی رفتاری، مطالعه ی نحوه ی تحلیل و تفسیر افراد از اطلاعات برای اتخاذ تصمیم های سرمایه گذاری آگاهانه می باشد. به عبارت دیگر مالی رفتاری به دنبال تاثیر فرآیندهای روانشناختی در تصمیم گیری است. امروزه ایده ی رفتار کاملاً عقلایی سرمایه گذاران که همواره به دنبال حداکثر کردن مطلوبیت شان هستند در راستای توجیه رفتار و واکنش بازارها کافی نیست، بنابراین مالی رفتاری را می توان پارادایمی دانست که با توجه به آن، بازارهای مالی با استفاده از مدل هایی مورد مطالعه قرار می گیرند که دو فرض اصلی و محدود کننده ی پارادایم سنتی یعنی پیشینه سازی مطلوبیت مورد انتظار و عقلانیت کامل را کنار می گذارد. در مالی رفتاری این ادعا مطرح می شود که برخی اوقات به منظور یافتن پاسخی برای معماهای تجربی موجود در حوزه ی مالی، ضروری است تا این احتمال را بپذیریم که گاهی برخی از عوامل اقتصادی کاملاً عقلایی رفتار نمی کنند(برینبرگ^۴، 2011). اما به گفته رابرت اولسن مالی رفتاری سعی نمیکند نشان دهد رفتار عقلایی نادرست است، بلکه در تلاش است که کاربرد فرایندهای تصمیم گیری روانشناسی را در شناخت و پیش بینی بازارهای مالی نشان دهد. طرفداران مالی رفتاری اعتقاد راسخی دارند که آگاهی از تمایلات روانشناختی در عرصه سرمایه گذاری، کاملاً ضروری و نیازمند توسعه جدی دامنه مطالعاتی است و برای کسانی که نقش روانشناسی در دانش مالی را به عنوان عاملی اثرگذار بر بازارهای اوراق بهادار و تصمیمات سرمایه گذاران بدیهی می دانند ، قبول وجود تردید در مورد اعتبار مالی رفتاری دشوار است. رویکرد مالی رفتاری به بررسی جنبه های ظریف و تعامل در مغز انسان می پردازد که با عدم اطمینان در تصمیم گیری های اقتصادی روبرو می باشد. متداول ترین صفات انسانی (ترس ، عصبانیت ، طمع ، از خودگذشتگی) تأکید قابل توجهی در تصمیمات ما در مورد پول دارد. عقل (درک موقعیتی) ، عقل (عواقب طولانی مدت عمل انجام شده) و احساسات (در نظر گرفتن یک دوره اقدام) همه با هم مرتبط هستند.

³ Aney, M. Appelbaum, E. Banerji, S. (2019)

⁴ Brinberg, J, G

آنها چشمه های تصمیم بشر هستند رفتار انسان به طور کلی واکنشی است ، تحریک آمیز نیست. بنابراین ، پیش بینی بر اساس قوانین باریک دشوار است. امور مالی رفتاری می تواند به راحتی توضیح دهد که چرا یک فرد تصمیم گیری کرده است ، اما در تعیین میزان تأثیر این تصمیم بر فرد مشکل دارد (اوپرین و توانسکو^۵ ، ۲۰۱۴ : ۱۷۱۰).

پیشینه ی مالیه ی رفتاری به طور تقریبی به اوایل دهه ی ۷۰ باز می گردد. این شاخه ی ترکیبی علوم مالی که در واقع علوم روانشناسی و گاهی جامعه شناسی را برای تحلیل بهتر مسایل بازارهای مالی مورد استفاده قرار می دهد، اغلب به بررسی فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاران و واکنش آنان در قبال شرایط مختلف بازارهای مالی می پردازد و تاکید آن بیشتر به تاثیر شخصیت، فرهنگ و قضاوت های سرمایه گذاران بر تصمیم های سرمایه گذاری است. ساختارهای خاص فرهنگی در ایران و اثرگذاری آن ها بر رفتارهای فردی و گروهی افراد به ویژه در بازار سرمایه، لزوم شناخت تئوری ها و مدل های تحلیلی و شناختی مالیه ی رفتاری را برای فعالان و دست اندرکاران بازار، اجتناب ناپذیر می نماید. این که گاهی مشاهده می شود که در بازار به جای تقاضای دو طرفه و داشتن خریداران و فروشندگان در یک زمان، با تقاضای یک طرفه و صف های خرید یا صرفا فروش مواجه هستیم، بی شک از مصادیق الگوهای رفتاری خاص حاکم بر بازار است. مالیه ی رفتاری کمک می کند تا با فرموله کردن مدل های رفتاری، بهتر بتوانیم بازار سرمایه ی خود را شناخته و در رفع برخی تنگناهای ناشی از الگوهای رفتاری بهتر عمل نماییم (فلاح پور و همکاران ، ۱۳۹۰).

پیشینه و ادبیات تحقیق

اواسط قرن هجدهم نقطه شروع نظریه های مالی کلاسیک تلقی می شد. نظریه برتر در میان آنها ، تئوری سودمند مورد انتظار^۶ بود. در اینجا ابزار مورد استفاده در جهت افزایش رضایت افراد با مصرف یک کالای خوب یا خدمات در نظر گرفته شده است. در سال ۱۸۴۴ ، میل^۷ مفهوم انسان منطقی اقتصادی یا مقتصد را معرفی کرد که این انسان تلاش می کند با توجه به محدودیت هایی که با آن روبروست ، رضایت خود (یا ابزار) را به حداکثر برساند. سه فرضه اساسی برای این عامل عبارتند از : عقلانیت کامل^۸ ، اعتماد به نفس کامل^۹ و اطلاعات کامل^{۱۰}. این فرضیات

⁵ Oprean, C. Tanasescu, C. (2014)

⁶ *expected utility theory*

⁷ Mill, J.S. *Essays on Some Unsettled Questions of Political Economy*. New York: Augustus M. 1968.

⁸ *perfect rationality*

⁹ *self attribution bias*

پایه و اساس چارچوب مالی کلاسیک شد. رسیدن به یک راه حل منطقی به معنی دو چیز می باشد که به شرح زیر است. اول اینکه ، سهامداران باید دانش موجود خود را با اطلاعات جدید به طور صحیح به روز کرده و دوم ، با استفاده از این دانش ، حداکثر رضایت خود را کسب کنند. در این زمینه چندین نظریه سنتی تدوین شده است که در جدول ۱ خلاصه می شود (کاپور و پروساد^{۱۱}، ۲۰۱۷: ۵۱).

جدول ۱: خلاصه تئوری های مالی کلاسیک

نویسنده	سال	تئوری
جان استوارت میل	۱۸۴۴	مفهوم انسان اقتصادی یا homo Economyus را معرفی کرد.
برنولی	۱۷۳۸-۱۹۵۴	سود پیش بینی شده
نیومن و مورگنستر	۱۹۹۴	
هری مارکوویتز	۱۹۵۲	تئوری پرتفوی مارکوویتز
ترینور، شارپ و لیتنر	۱۹۶۲-۱۹۶۵	
جان موسین	۱۹۶۶	
فاما	۱۹۷۰	فرضیه بازار کارآمد

فاما و همکاران^{۱۲} (۱۹۶۹) بازار کارا را بازاری تعریف کردند که به سرعت با اطلاعات جدید تطبیق پیدا می کند . گرچه تطبیق با اطلاعات جدید یک مشخصه مهم در بازار کاراست، اما تنها مشخصه آن نیست. در یک بازار کارآی اطلاعاتی، اگر انتظارات و اطلاعات همه مشارکت کنندگان در بازار به خوبی توسط قیمت ها منعکس شود، تغییر قیمت ها غیرقابل پیش بینی هستند. فاما^{۱۳} (۱۹۷۰) این عقیده را چنین بیان کرد: (یک بازار که در آن همواره قیمت ها همه اطلاعات در دسترس را به طور کامل منعکس می کنند، کارا نامیده می شود). در واقع مفهوم کارایی به این مسئله اشاره دارد که تا چه میزان بازار در تعیین قیمت اوراق بهادار موفق عمل کرده است. نشانه موفقیت بازار به این معنی می باشد که قیمت ها به طور پیوسته منعکس کننده اطلاعات جدید در بازار می باشند. به عبارت دیگر قیمت اوراق بهادار در چنین بازاری متاثر از این مجموعه اطلاعات باشد. بنابراین بازاری را کارا می توان نامید که توان لازم برای پردازش اطلاعات را داشته باشد. در یک بازار کارا قیمت ها در هر زمان نشان دهنده ارزیابی صحیحی از اطلاعات موجود می باشد، در نتیجه قیمت ها منعکس کننده کامل اطلاعات موجود خواهند بود)

¹⁰ perfect information

¹¹ Kapoor, S. Prosad, J (2017)

¹² Fama, E, L. Fisher, M. Jensen and R. Roll, (1969)

¹³ Fama, E. (1970)

سلیمی فر و شیروز، ۱۳۸۹). جعفری و دولتی (۱۳۸۸) براساس مطالعات و پژوهش های خود تورش های رفتاری را به ۴ گروه به شرح نگاره ی شماره ۲ طبقه بندی نموده اند:

جدول ۲: تقسیم بندی های جعفری و دولتی از تورش های رفتاری

الف) رفتارهای مکاشفه ای	ب) قالب بندی	ج) پدیده های غیرعادی (رفتار اقتصادی)	د) پدیده های غیرعادی (قیمت و بازده سهام)
۱- نظریه ی انتظارات ۲- زیان گریزی ۳- تورش وضع موجود ۴- سفسطه ی گماریازان ۵- تورش خود خدمتی ۶- توهم پولی	۱- قالب بندی شناختی ۲- حسابداری ذهنی ۳- ثابت سازی	۱- اثر سوء جای گیری ۲- اثر وقفی ۳- مقابله به مثل ۴- مصرف زمانی ۵- ترجیحات با خطای محدودیت در زمان ۶- سرمایه گذاری لحظه ای ۷- اشتیاق و هراس ۸- غریزه ی گله ای (رفتار جمع گرایی) ۹- سفسطه ی هزینه های واقع شده	۱- معمای صرف صاحبان سهام ۲- فرضیه ی دستمزد کار ۳- چسبندگی قیمت ۴- حدود آربیتراژ ۵- معمای سود تقسیمی ۶- اثر تقویمی ۷- پهن دنباله ها

میشل پمپین (۲۰۱۰) در کتاب خود تحت عنوان "تورش های رفتاری و مدیریت ثروت" تورش های رفتاری را در ۲ طبقه ی کلی به شرح نگاره ی شماره ۳ تقسیم کرده است:

جدول ۳: تقسیم بندی های پمپین از تورش های رفتاری

الف) شناختی	ب) عاطفی (احساس)
۱- خطای اطمینان بیش از حد ۲- خطای دسترسی ۳- خطای محافظه کاری ۴- خطای حسابداری ذهنی ۵- خطای پس بینی ۶- خطای ناهماهنگی شناختی ۷- خطای تایید و تصدیق ۸- خطای خود اسنادی ۹- خطای ابهام گریزی ۱۰- خطای تازه گرایی ۱۱- خطای شکل یا چارچوب گرایی ۱۲- خطای نمایندگی ۱۳- خطای تکیه کردن و سازش ۱۴- خطای توهم کنترل	۱- خطای خود کنترلی ۲- خطای خوش بینی و بدبینی ۳- خطای پشیمان گریزی ۴- خطای ضرر و زیان گریزی ۵- خطای بخشش ۶- خطای وضع موجود

شلیفر^{۱۴} (۲۰۰۰) مدل های رفتاری را ارائه می دهد که ناهنجاری های مختلف بازار مانند عملکرد برتر سهامهای با ارزش ، پازل صندوق بسته ، بازده بالای سهام موجود در شاخص های بازار ، تداوم حباب های قیمت سهام و فروپاشی و ریزش سهام ها را توضیح می دهد. شیلر و همکاران^{۱۵} (۲۰۰۲) نشان می دهد که قیمت سهام بسیار فراتر از آن است که توسط تئوری های استاندارد مالی توضیح داده شود. این نظریه بر تأثیر ادراک سرمایه گذاران ، همراه با عوامل روانی و فرهنگی در ایجاد حباب در بورس کالا تأکید می کند. در یک تحقیق جداگانه جگادش و همکاران^{۱۶} (۱۹۹۳) شواهد قابل توجهی برای حرکت سهام ارائه می شود. آنها دریافتند که قیمت های سهام بصورت انفرادی طی مدت شش تا دوازده ماه تمایل به پیش بینی حرکت قیمت آینده در همین راستا دارد. این یافته حتی شکل ضعیف از بازده بازار را نقض می کند. در جدول زیر دیگر نظریات مربوط به مالی رفتاری ارائه شده است (کاپور و پروساد^{۱۷} ، ۲۰۱۷: ۵۳):

جدول ۴: دیگر نظریات مربوط به مالی رفتاری

نویسنده	سال	تئوری
هربرت سایمون ^{۱۸}	۱۹۵۵	مدل های عقلانیت محدود
فستیگر و همکاران ^{۱۹}	۱۹۵۶	تئوری ناهماهنگی شناختی
تورسکی و کانمن ^{۲۰}	۱۹۷۴-۱۹۷۳	تعصبات اکتشافی معرفی شده: در دسترس بودن ، بازنمایی ، لنگر انداختن و تنظیم
کانمن و تورسکی	۱۹۷۹	نظریه چشم انداز ، تعصب گرایش به ضرر را مطرح کرد
تورسکی و کانمن	۱۹۸۱	معرفی سبک تعصب
ریچارد تالر ^{۲۱}	۱۹۸۵	تعصب حسابداری ذهنی را معرفی کرد
دی بونت و تالر ^{۲۲}	۱۹۸۵	تئوری واکنش بیش از حد در بورس سهام
باربریس و همکاران ^{۲۳}	۱۹۹۸	مدل احساسات سرمایه گذار برای کمبود فشار و بیش از حد قیمت سهام
میر استاتمن ^{۲۴}	۱۹۹۹	نظریه قیمت گذاری دارایی های رفتاری و نظریه پرتفوی رفتاری

¹⁴ Shleifer, A. *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioural Finance (1st ed.)*. New York: Oxford University Press Inc. 2000.

¹⁵ Shiller, R. J. *Bubbles, Human Judgment, and Expert Opinion*. *Financial Analysts Journal*, 2002, 58(3): 18-26.

¹⁶ Jegadeesh N., and Titman, S. *Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency*. *The Journal of Finance*, 1993, 48 (1): 65-91

¹⁷ Kapoor, S. *Prosad, J (2017)*

¹⁸ Herbert Simon

¹⁹ Festinger, Riecken and Schachter

²⁰ Tversky and Kahneman

²¹ Richard Thaler

²² De Bondt and Thaler

²³ Barberis, Shleifer and Vishny

²⁴ Meir Statman

پیوند مالی امور رفتاری با فرضیه بازار کارآمد برای یافتن اینکه بازارهای سهام ناکارآمد هستند	۲۰۰۰	آندری شفر ^{۲۵}
ترکیب نظریه چشم انداز در قیمت دارایی	۲۰۰۱	باربریس و همکاران ^{۲۶}
نقش عوامل رفتاری در تعیین رفتار ترید (خرید و فروش سهام)	۲۰۰۱	گرینبلات و کلوهارجو ^{۲۷}
اهمیت مالی رفتاری. تأکید بر عزیمت از "همو اقتصادی" یا پارادایم سنتی به پارادایم های واقع گرایانه تر	۲۰۰۱	هربرت فرملت ^{۲۸}
بررسی مالی رفتاری	۲۰۰۳	باربریس و تالر ^{۲۹}
تأثیر سوگیریهای رفتاری بر قیمت سهام. برگشت قیمت برای سرمایه گذاران مغرض سریعتر از سرمایه گذاران بی طرف است	۲۰۰۶	کوال و شاموی ^{۳۰}
پیامدهای عادی تأمین مالی رفتاری بر روی سرمایه گذاران و مدیر عاملان	۲۰۰۸	آمیندرا سوبرامانیان ^{۳۱}
تأثیر حسابداری ذهنی بر رفتار انتخاب مصرف کننده	۲۰۰۸	تالر
رویکرد مالی رفتاری و مالی کلاسیک را در تبیین ناکارآمدی بازار مقایسه می کند	۲۰۱۰	رابرت بلومفیلد ^{۳۲}
پیامدهای عملی مالی رفتاری و احساسات سرمایه گذار در ارزش سرمایه گذاری	۲۰۱۱	پاراج پاریک ^{۳۳}
تحولات مالی رفتاری از منابع مالی سنتی را بررسی می کند	۲۰۱۳	آذار و آکایا ^{۳۴}

در مجموع می توان عنوان نمود که امور مالی رفتاری به بررسی روانشناسی سرمایه گذار و نقش آن در تصمیم گیری های مالی می پردازد. این زمینه فرض عقلانیت موجود در نظریه های استاندارد مالی را آرام می کند و توضیح می دهد که سرمایه گذاران واقعی تحت تأثیر سوگیری های روانشناختی خود هستند. این تعصبات به رفتارشان ترجمه می شود که به موجب آن می توانند تصمیمات زیر حد نهایی بگیرند. چنین تصمیماتی ، در مقیاس بزرگ ، می تواند باعث ایجاد اختلال در بازار شود و به عنوان ناهنجاری بازار شناخته می شود. از آنجا که چنین ناهنجاری ها تأثیر مخربی بر سلامت مالی فردی و همچنین سلامت مالی کل اقتصاد دارد ، لازم است از آنها جلوگیری شود. چنین پیشگیری فقط با افزایش آگاهی پزشکان در مورد محدودیتهای روانی و رفتاری آنها ممکن است اتفاق بیفتد. بنابراین ، تحلیل عمیق تر این زمینه در روزگار امروز ضروری است (کاپور و پروساد^{۳۵} ، ۲۰۱۷ : ۵۳). عبادپور و

²⁵ Andrei Shleifer

²⁶ Barberis, Huang and Santos

²⁷ Grinblatt and Keloharju

²⁸ Hubert Fromlet

²⁹ Barberis and Thaler

³⁰ Coval and Shumway

³¹ Avaniidhar Subrahmanyam

³² Robert Bloomfield

³³ Parag Parikh

³⁴ Uzar and Akkaya

³⁵ Kapoor, S. Prosad, J (2017)

همکاران^{۳۶} (۱۳۹۸) در مقاله ای با عنوان " بررسی تاثیر عوامل فرهنگی ، اجتماعی و روانی بر رفتار سرمایه گذاران حقیقی بورس اوراق بهادار" عنوان می کنند که این پژوهش بر توسعه پیشینه علمی در خصوص تبیین عوامل فرهنگی و اجتماعی و روانی اثرگذار بر رفتار سرمایه گذاران حقیقی متمرکز است تا رهیافتی برای شفاف سازی تصمیم گیری ایشان در بورس اوراق بهادار از این منظر ارائه کند. با توجه به نقش پررنگ مسائل فرهنگی و پدیده های اجتماعی در جامعه ایران، طبیعتاً تبیین این عوامل و بررسی تأثیر آنها بر رفتار سرمایه گذاران حقیقی (که بالغ بر پنجاه درصد حجم معاملات و نود درصد تعداد معاملات بورس را به خود اختصاص داده اند) در کنار عوامل روانی می تواند چارچوبی برای طراحی آتی و شفاف سازی بیشتر فضای بورس اوراق بهادار ترسیم کند. در این تحقیق با در نظر گرفتن نتایج حاصله این نتیجه بدست آمد که عوامل فرهنگی و اجتماعی و عوامل روانی فردی و بازار نسبت به رفتار و تصمیم گیری سرمایه گذار تاثیر بیشتری دارد. همچنین، عوامل روانی بازار (به خصوص موج های ناگهانی ایجاد شده برای خرید یا فروش، شایعات و) در تصمیم گیری حاضران در بازار سرمایه بسیار موثر است. به نحوی که تاثیر آن حتی بیشتر از عوامل اقتصادی کشور و منطقه است. نتیجه جالب دیگر تحقیق حاضر این است که عوامل دیگر اثرگذار زمانی تاثیر خود را آغاز می کند که سرمایه گذار به اطمینانی نسبی در زمینه عوامل بیرونی مثل عوامل روانی و فرهنگی و اجتماعی رسیده باشد و گرنه وارد بازار سرمایه نخواهد شد.

روش تحقیق

پژوهش حاضر از نظر هدف از نوع پژوهش های توسعه ای و کاربردی است و همچنین از نظر ماهیت و روش از نوع توصیفی و علی می باشد. در این تحقیق، با توجه به نظر سنجی از خبرگان سازمانی، حجم نمونه در تحقیق حاضر را با توجه به تعداد نخبگان سازمانی و تعدادی از شرکت های فعال در بورس و فرابورس می توان انتخاب نمود. در مجموع با توجه به حجم بالای جامعه آماری، از نمونه گیری تصادفی در دسترس استفاده شده است. حجم نمونه با استفاده از فرمول کوکران تعداد ۶۷ نفر می باشد. در این تحقیق در مرحله اول براساس مروری بر ادبیات موضوع و با استفاده از مطالعات صورت گرفته، فهرست کاملی از عوامل پنجاه و هفت گانه اثرگذار بر مدل تصمیم گیری سهامداران - به منظور وزن دهی - در قالب پرسشنامه در اختیار اعضای پانل صاحب نظران قرار گرفت و پس از

^{۳۶} عباد پوره بهرام، ابراهیمی سروعلیا، محمدحسن، باباجانی، جعفر، حنفی زاده، پیام. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر عوامل فرهنگی، اجتماعی، و روانی بر رفتار

سرمایه گذاران حقیقی بورس اوراق بهادار. مجله علمی "مدیریت فرهنگ سازمانی" ن 17(3), 445-467. doi:

محاسبه امتیازات مکتسبه هر یک از عوامل، به کمک تحلیل عاملی اکتشافی شش مؤلفه جدید اثرگذار بر مدل تصمیم گیری سهامداران طراحی شد. در مرحله دوم، با استفاده از روش مدل سازی ساختاری تفسیری و مشارکت خبرگان صورت بندی مدل مفهومی تصمیم گیری سهامداران انجام پذیرفت.

نتایج تحقیق

در این تحقیق در مرحله اول براساس مروری بر ادبیات موضوع و با استفاده از مطالعات صورت گرفته، فهرست کاملی از عوامل پنجاه و هفت گانه اثرگذار بر مدل تصمیم گیری سهامداران - به منظور وزن دهی - در قالب پرسشنامه در اختیار اعضای پانل صاحب نظران قرار گرفت. نتایج آزمون های تحلیل عاملی اکتشافی (تجزیه تحلیل مؤلفه های اصلی و واریماکس) و تحلیل واریانس که مبنای آماده سازی و طراحی مدل مفهومی بوده در زیر ارائه گردیده است.

جدول ۶: واریانس تبیین شده توسط هر مؤلفه در ماتریس چرخش یافته

مؤلفه ها	مقدار ویژه	درصد واریانس	مجموع درصد واریانس (درصد تجمعی)
اول	9.616	16.871	16.871
دوم	8.635	15.149	32.020
سوم	4.072	7.144	39.164
چهارم	3.442	6.039	45.203
پنجم	3.419	5.998	51.201
ششم	3.332	5.846	57.047
هفتم	2.493	4.374	61.420
هشتم	2.421	4.247	65.668
نهم	2.157	3.784	69.451
دهم	2.086	3.659	73.110
یازدهم	1.775	3.114	76.224
دوازدهم	1.736	3.045	79.269

82.243	2.974	1.695	سیزدهم
--------	-------	-------	--------

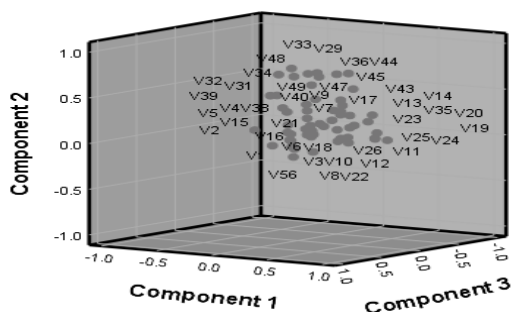
جداول بالا مبین این واقعیت هستند که پس از سیزدهمین تکرار ماتریس دوران یافته (چرخش یافته)، ۸۲٪ از تغییرات و نوسانات مدل توسط عوامل پنجاه و هفت گانه مستخرج از مبانی نظری پژوهش و مرور ادبیات موضوع و در قالب سیزده مؤلفه تبیین می‌گردد. در ادامه و با توجه به جدول زیر به بررسی مهمترین مؤلفه ها براساس مقادیر استخراج شده می‌پردازیم .

جدول ۷: مقادیر ویژه هر یک از مؤلفه ها

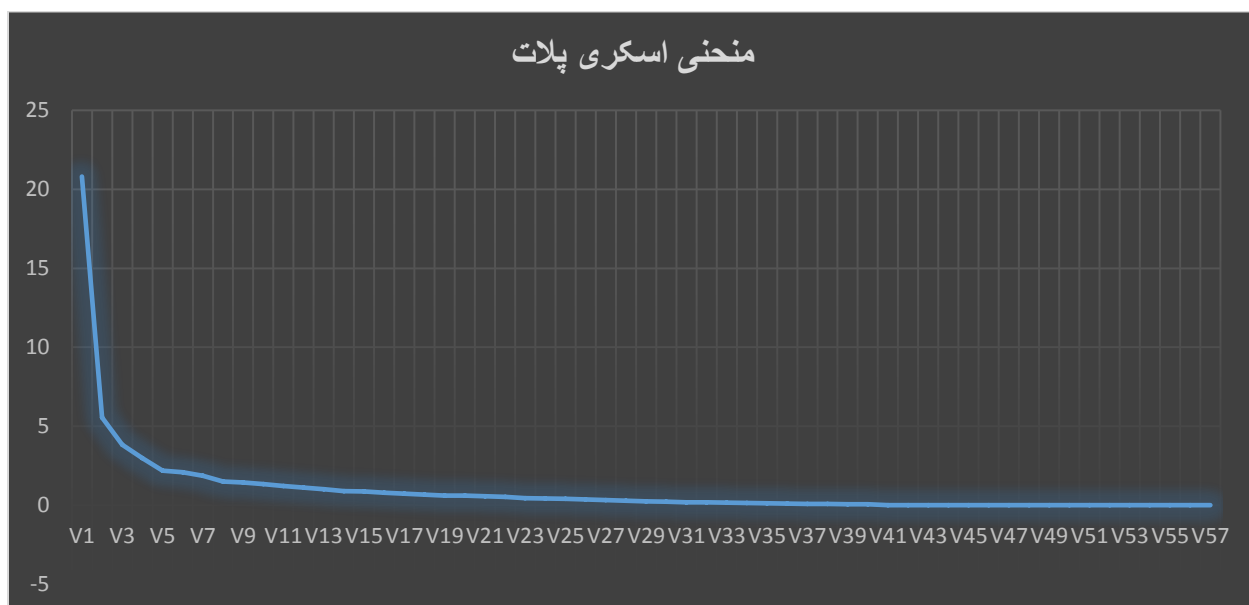
مؤلفه‌ها	مقدار ویژه (واریانس کل)	درصد واریانس	مجموع درصد واریانس (درصد تجمعی)
اول	20.807	36.504	36.504
دوم	5.554	9.743	46.247
سوم	3.817	6.697	52.944
چهارم	2.973	5.215	58.159
پنجم	2.188	3.838	61.998
ششم	2.082	3.652	65.650

با توجه به نتایج بدست آمده می‌توان عنوان نمود که بیشتر چرخش ها بر روس شش مؤلفه اصلی (۶۵ درصد داده) اتفاق افتاده است .

Component Plot in Rotated Space



شکل ۳-۲: مولفه های تحقیق در فضای چرخش



شکل ۳-۳: منحنی اسکری پلات

همان طور که در جداول مذکور مشخص است؛ بالاترین مقدار ویژه مربوط به مؤلفه اول، 20.807 می باشد. نمودار سنگریزه نشان دهنده عواملی است که مقادیر ویژه بالای ۱ دارند و باید به عنوان عوامل استخراج شده در نظر گرفته شوند. عواملی که بالای خط نقطه چین قرار گرفته اند از چنین ویژگی برخوردارند. همانگونه که مشاهده می شود برای متغیرهای این پژوهش شش عامل استخراج شده اند. در جدول زیر ارتباط میان مؤلفه های شش گانه جدید -

خروجی تحلیل عاملی اکتشافی - با عوامل پنجگانه و هفت گانه مستخرج از مبانی نظری پژوهش نشان داده شده است.

جدول ۸: مدل اولیه تحقیق حاصل از پیشینه تحقیق

ردیف	عامل	مواد
۱	عوامل اقتصادی (C1)	<p>۱. اطلاع از میانگین نرخ سود سپرده بانکیها</p> <p>۲. مطلوبیت و حساسیت سرمایهگذار نسبت به سایر بازارها</p> <p>۳. بررسی بازدهی سرمایهگذاری در بازار بورس نسبت به سایر بازارها</p> <p>۴. تمایل به نقد کردن سهام در زمان رونق سایر بازارها</p> <p>۵. اطلاع از میانگین نرخ تورم و جریان آن</p> <p>۶. تأثیر افزایش نرخ تورم بر شاخصهای بورس</p> <p>۷. تأثیر تورم بر سایر گزینه های سرمایهگذاریها</p> <p>۸. تأثیرپذیری بورس تهران از تحولات اقتصادی بین المللی</p>
۲	عوامل سیاسی (C2)	<p>۹. پیگیری اخبار سیاسی و تأثیر آن بر بازار سهام</p> <p>۱۰. تأثیرپذیری از اظهارنظر مقامات سیاسی داخلی</p> <p>۱۱. تأثیرپذیری از اظهارنظر مقامات سیاسی خارجی</p> <p>۱۲. پیگیری اخبار سیاسی بینالمللی</p> <p>۱۳. بررسی تأثیر سازمانهای بینالمللی بر جریان بازار</p> <p>۱۴. تأثیر تحولات سیاسی داخل بر شاخصهای بورس</p> <p>۱۵. تأثیر تحولات سیاسی خارجی بر شاخصهای بورس</p> <p>۱۶. تأثیر مناسبات سیاسی ایران با سایر کشورها بر قیمتهای سهام</p> <p>۱۷. تأثیر تحولات اجتماعی و فرهنگی بر شاخصهای بورس</p>
۳	عوامل روانی بازار (C3)	<p>۱۸. اخبار منتشر شده در روزنامهها و جراید</p> <p>۱۹. اظهارنظر مقامات بورس در مورد وضعیت آتی بازار</p> <p>۲۰. برنامههای اعلام شده از سوی مدیران و مسئولین شرکتهای</p> <p>۲۱. توصیه دوستان و آشنایان</p> <p>۲۲. اخبار منتشر شده (رسمی و غیر رسمی) از مجامع شرکتهای</p> <p>۲۳. اخبار غیررسمی از جلسات و برنامه شرکتهای</p> <p>۲۴. شایعات و اخبار منتشر شده در سایتهای اینترنتی</p> <p>۲۵. نظر کارگزاران و شرکتهای مشاوره سرمایهگذاری</p> <p>۲۶. میزان استفاده از خدمات مشاوره های در امر خرید و فروش سهام</p>
۴	عوامل مالی در سطح شرکت (C4)	<p>۲۷. استفاده از نسبتهای مالی نظیر قیمت درآمد (P/E) و ...</p> <p>۲۸. استفاده و شناخت نسبت به اقدام ترازنامه های شرکتهای</p> <p>۲۹. اطمینان به دادههای منتشر شده مالی شرکتهای</p> <p>۳۰. پیگیری گزارشهای فصلی و دادههای منتشر شده از سوی شرکتهای</p> <p>۳۱. وجود ارتباط بین اقلام ترازنامه و بازدهی شرکتهای</p> <p>۳۲. اطلاع از ریسک و بازار سهام مورد نظر</p> <p>۳۳. بررسی جریان قیمت قبلی سهم در زمان تصمیمگیری</p> <p>۳۴. توجه به حجم معاملات سهم</p> <p>۳۵. پیگیری جریان فعالیت سرمایهگذاری نهادی و عمده</p>

۳۶. بررسی قدرت نقدشوندگی سهم		
۳۷. اعتقاد به پیروی جریان آتی قیمت و بازدهی از عملکرد گذشته		
۳۸- خطای اطمینان بیش از حد ۳۹- خطای دسترسی ۴۰- خطای محافظه کاری ۴۱- خطای حسابداری ذهنی ۴۲- خطای پس بینی ۴۳- خطای ناهماهنگی شناختی ۴۴- خطای تایید و تصدیق ۴۵- خطای خود اسنادی ۴۶- خطای ابهام گریزی ۴۷- خطای تازه گرایی ۴۸- خطای شکل یا چارچوب گرایی ۴۹- خطای نمایندگی ۵۰- خطای تکیه کردن و سازش ۵۱- خطای توهم کنترل	شناختی (C5)	۵
۵۲- خطای خود کنترلی ۵۳- خطای خوش بینی و بدبینی ۵۴- خطای پشیمان گریزی ۵۵- خطای ضرر و زیان گریزی ۵۶- خطای بخشش ۵۷- خطای وضع موجود	عاطفی (احساس) (C6)	۶

به دست آوردن ماتریس خود تعاملی ساختاری (SSIM)

با توجه به مؤلفه‌های شش گانه مدل ، ماتریس خود تعاملی ساختاری مدل تحقیق به صورت جدول زیر می‌باشد. از خبرگان دانشگاهی و نخبگان اداری خواسته شد تا نظر خود را در رابطه با روابط دو به دو میان این مؤلفه‌ها بیان نمایند. تعداد ۶۷ پرسشنامه توزیع گردید و مبنای تجزیه تحلیل‌های مراحل بعد قرار گرفت. برای تهیه ماتریس خود تعاملی ساختاری لازم است تا وابستگی میان تمامی عناصر شناسایی شده به صورت دو به دو بررسی شود. به این منظور چهار سمبل و علامت راهنمای زیر مورد استفاده قرار می‌گیرد:

- ✓ V: عامل "i" به تحقق عامل "j" کمک می‌کند.
- ✓ A: عامل "j" توسط عامل "i" محقق می‌شود.
- ✓ X: عوامل "j" و "i" عامل "i" به تحقق یکدیگر کمک می‌کنند.
- ✓ O: عامل "i" و عامل "j" بی ارتباط هستند.

جدول ۹: ماتریس خودتعاملی ساختاری مؤلفه‌های تحقیق

عامل j							مؤلفه‌های تصمیم‌گیری سهامداران	
عامل i	عوامل اقتصادی	عوامل سیاسی	عوامل روانی بازار	عوامل مالی	شناختی	عاطفی		
	عوامل اقتصادی	*						مؤلفه‌های تحقیق
	عوامل سیاسی	*						
	عوامل روانی بازار	*	*	*				
	عوامل مالی	*	*	*	*			
	شناختی	*	*	*	*	*		
	عاطفی	*	*	*	*	*	*	

بدست آوردن ماتریس دسترسی اولیه و نهایی

پس از جایگزینی اعداد صفر و یک به جای نمادهای چهارگانه ماتریس خودتعاملی ساختاری، ماتریس دستیابی اولیه حاصل می‌شود. برای تعیین نوع رابطه از نمادهای جدول زیر استفاده می‌شود (قنبری و شکیب، ۱۳۹۶: ۱۰).

جدول ۱۰: روابط مفهومی در تشکیل ماتریس خودتعاملی ساختاری

نماد	مفهوم نماد
V	ا منجر به j می‌شود (عامل سطر a زمینه ساز رسیدن به ستون j)
A	l منجر به a می‌شود (عامل سطر l زمینه ساز رسیدن به ستون a)
X	رابطه دوطرفه بین a و j وجود دارد (هر دو زمینه ساز همدیگرند).
O	هیچ نوع ارتباطی بین دو عنصر a و j وجود ندارد.

در گام بعدی نوبت به تشکیل ماتریس خودتعاملی ساختاری می‌رسد که باید با استفاده از نظرات خبرگان آن را تشکیل داد. بعد از جمع‌آوری نظرات همه خبرگان، اعداد صفر و یک همه ماتریس‌ها با یکدیگر جمع می‌شود.

جدول ۱۱: ماتریس دسترسی اولیه مؤلفه‌های تصمیم‌گیری سهامداران

مؤلفه‌های تصمیم‌گیری سهامداران						عامل z	
عاطفی	شناختی	عوامل مالی	عوامل روانی بازار	عوامل سیاسی	عوامل اقتصادی	عامل i	
V	V	V	V	A	-	عوامل اقتصادی	مؤلفه‌های تحقیق
V	V	V	V	-	V	عوامل سیاسی	
V	A	A	-	A	A	عوامل روانی بازار	
V	V	-	V	A	A	عوامل مالی	
X	-	A	V	A	A	شناختی	
-	X	A	A	A	A	عاطفی	

جدول ۱۲: ماتریس دسترسی نهایی مؤلفه‌های تصمیم‌گیری سهامداران

مؤلفه‌های تصمیم‌گیری سهامداران						عامل z	
عاطفی	شناختی	عوامل مالی	عوامل روانی بازار	عوامل سیاسی	عوامل اقتصادی	عامل i	
۱	۱	۱	۱	۰	۱	عوامل اقتصادی	مؤلفه‌های
۱	۱	۱	۱	۱	۱	عوامل سیاسی	
۱	۰	۰	۱	۰	۰	عوامل روانی بازار	
۱	۱	۱	۱	۰	۰	عوامل مالی	
۱	۱	۰	۱	۰	۰	شناختی	
۱	۱	۰	۰	۰	۰	عاطفی	

سازگار کردن ماتریس دستیابی و ایجاد ماتریس قدرت نفوذ-وابستگی

ماتریس دستیابی نهایی از لحاظ سازگاری مورد بررسی قرار گرفت و مشکلی از این لحاظ مشاهده نشد. در نهایت ستون قدرت نفوذ از جمع سطری و ستون وابستگی از جمع ستونی حاصل می‌شود و ماتریس قدرت نفوذ-وابستگی شکل می‌گیرد (ثاکار و همکاران، ۲۰۰۷).

جدول ۱۳: ماتریس قدرت نفوذ - وابستگی مؤلفه‌های تصمیم‌گیری سهامداران

مؤلفه‌های تصمیم‌گیری سهامداران									
عامل Z								عامل A	
رتبه	قدرت نفوذ	عاطفی	شناختی	عوامل مالی	عوامل روانی بازار	عوامل سیاسی	عوامل اقتصادی		
۲	۵	۱	۱	۱	۱	۰	۱	عوامل اقتصادی	مؤلفه‌های تصمیم‌گیری سهامداران
۱	۶	۱	۱	۱	۱	۱	۱	عوامل سیاسی	
۵	۲	۱	۰	۰	۱	۰	۰	عوامل روانی بازار	
۳	۴	۱	۱	۱	۱	۰	۰	عوامل مالی	
۴	۳	۱	۱	۰	۱	۰	۰	شناختی	
۵	۲	۱	۱	۰	۰	۰	۰	عاطفی	
		۶	۵	۳	۵	۱	۲	وابستگی	
		۱	۲	۳	۲	۵	۴	رتبه	

رسم مدل

در این مرحله بر اساس سطوح مختلف مؤلفه‌ها، آن‌ها را بر اساس اولویت به دست آمده از بالا به پائین ترسیم می‌کنیم و آنگاه بر اساس ماتریس دستیابی سازگار شده روابط بین متغیرها را با خطوط جهت دار مشخص می‌نمائیم.

جدول ۱۴: مدل تصمیم‌گیری سهامداران براساس میزان تأثیرپذیری

تصمیم‌گیری سهامداران		
سطح اول	عاطفی	بیشترین ↑ تأثیرپذیری ↓ کمترین
سطح دوم	عوامل روانی بازار	
سطح سوم	شناختی	
سطح چهارم	عوامل مالی	
سطح پنجم	عوامل اقتصادی	
سطح ششم	عوامل سیاسی	

بررسی نتایج و پیشنهادات تحقیق

یافته‌های تحقیق حاضر نشان می‌دهد که عوامل سیاسی اهمیت زیادی برای سرمایه‌گذاران دارد. به طور کلی یکی از ویژگی‌های بازار سرمایه هر کشور تأثیرپذیری از مسائل سیاسی است و در برخی اوقات این تأثیرات می‌تواند بسیار پیچیده و چندوجهی باشد و مدت زمان زیادی تأثیر خود را حفظ کنند. ریسک‌های سیاسی سبب می‌شود سرمایه‌گذاری‌ها کاهش یابد و افراد بیشتر از روی هیجان و احساس تصمیم بگیرند تا اینکه به‌طور اساسی شرایط را بررسی کرده و ابعاد مختلف را در نظر بگیرند. تحقیقات بسیاری نشان می‌دهد که ریسک‌های سیاسی بر بازار سهام کشورهای توسعه‌یافته بیشتر از بازار سهام کشورهای در حال توسعه اثر می‌گذارد.

این عوامل بخصوص در کشور ایران اهمیت تعیین‌کننده را دارا می‌باشد چرا که در ایران سرعت تغییر قوانین و مقررات بسیار بالا می‌باشد. رفتار سهامداران در بازار سرمایه ایران اثری دوگانه را از اخبار سیاسی می‌پذیرد که باید با دقت دنبال شود. نخست نوسانات دلار در بازار آزاد و دوم اثر منفی ریسک سیستماتیک سیاسی بر قیمت سهام می‌باشد. حال براساس مباحث مطرح شده و با توجه به عوامل ریشه‌یابی شده توجه به موارد زیر می‌تواند راهگشا باشد: پیشنهاد می‌گردد تا دولت بیشتر بر فعالیتهای کارشناسی در بدنه اصلی دولت تمرکز نماید. همچنین پیشنهاد می‌گردد تا دولت با افزایش مدیریت کنترل ریسک سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه از طریق جذب سرمایه‌های جدید و افزایش نقدشوندگی اوراق بهادار و نیز ایجاد سهام‌گردان‌هایی برای سهم‌های بزرگ بازار، اقدام به بهبود وضعیت

هیجانی بازار نماید. همچنین در این راستا دولت می تواند با ممانعت از سیاسی شدن بورس و به تبع آن کاهش تنش های سیاسی در سطح جامعه و جلوگیری از اظهارنظرهای سیاسی ، می تواند با اجتماعی کردن فعالیت های اقتصادی از طریق واگذاری سهام شرکت های دولتی که در یک فرآیند تدریجی باعث کاهش تصدی گری دولت شود .

در این تحقیق مشخص گردید که عوامل اقتصادی می تواند بر رفتار سرمایه گذاری سرمایه گذاران تاثیرگذار باشد. به طور مثال با افزایش بودجه عمرانی (محقق شده)، بخشی از وجوه بودجه صرف پرداخت به شرکتهای پیمانکاری طرف قرارداد دولت شده و بخشی دیگر نیز صرف خرید مواد و کالاهای سرمایه های برای شرکتهای دولتی از شرکتهای بخش خصوصی میشود. مجموع دو مورد فوق موجب بهبود وضعیت مالی شرکتهای طرف قرارداد میشود که سهام برخی این شرکتهای در بورس اوراق بهادار پذیرش شده و توسط سهامداران معامله میشود. از سویی دیگر اگر افزایش حجم پول نتیجه کسری بودجه دولت باشد می تواند اثر منفی بر قیمت سهام داشته باشد . در نتیجه، متغیر حجم پول می تواند در جهت مثبت یا منفی تغییرات شاخص قیمت اثر کند . بنابراین می توان عوامل اقتصادی را مولفه ای بسیار مهم در این زمینه دانست. براساس نظریه پولی تورم افزایش مستمر نقدینگی با نرخى بیش از حاصل ضرب نرخ رشد درآمد حقیقی و کشش درآمدی تقاضا برای پول شرط لازم و کافی برای تورم مستمر به شمار می آید. از سوی دیگر، برخی اعتقاد دارند که افزایش نقدینگی میتواند تقاضا برای انجام سرمایه گذاری ها از جمله سهام را افزایش دهد ، بنابراین رابطه بین نقدینگی و شاخص ها می بایست مثبت باشد (کریم زاده و همکاران ، ۱۳۹۲) . بنابراین پیشنهاد می گردد تا تدوین و اجرای قوانین و مقررات حاکم بر بازار سهام به گونه ای که نتایج حاصله، اقتصاد کشور را در مسیر رشد و توسعه قرار دهد ، صورت گیرد . همچنین تخصیص اعتبارات مناسب در جهت حمایت از بخش صنعت و تشویق آنها به حضور موثرتر در بازارهای سهام و فرا بورس و دعوت از سرمایه گذاران ایرانی خارج از کشور برای ایجاد رونق اقتصادی، افزایش رقابت پذیری و بالا بردن سطح نقدینگی می تواند بسیار موثر باشد. همچنین پیشنهاد می گردد تا با تثبیت شاخص های اقتصادی کلان نسبت به تثبیت شرایط موجود و افزایش جذابیت بازار سرمایه و کاهش ریسک سرمایه گذاری اقدام گردد . چرا که این عوامل در آن که موجب بالا رفتن درصد جذب نقدینگی و اقبال این بازار نسبت به رقبایی همچون بازار مسکن و ارزهای خارجی می شود. یکی دیگر از عوامل تاثیرگذار بر تصمیم گیری سهامداران ، مولفه روانی بازار می باشد . در تئوری مالی کلاسیک فرض بر این است که سرمایه گذاران عقلانی هستند. همچنین طبق فرضیه بازار کارا، قیمت سهام منعکس کننده تمامی اطلاعات شرکت است. از سویی دیگر تصمیم گیری احساسی سرمایه گذاران در بازار سرمایه موجب

انحراف قیمت سهام از قیمت‌های واقعی (بنیادی) می‌گردد. به سوره مثال زمانی که شاخص به شدت ریزشی و منفی است و هر روز عدد های بالای منفی و قرمز را در مقابل دیدگان فعالین بازار قرار می‌دهد خود به خود این دستور را به ذهن افراد صادر می‌کند که سرمایه در حال از بین رفتن است و بیشتر از این هم جای افت قیمت ها وجود دارد پس معامله گران، مخصوصا افراد کم تجربه از یک جایی به بعد دست به معاملات هیجانی و فروختن سهام خود با ضرر های زیاد می‌زنند که این خود به بیشتر منفی شدن کلیت بازار و خروج نقدینگی از آن شدت بیشتری می‌بخشد. چنین رفتارهای هیجانی به شدت می‌تواند بر کلیت بازار آسیب‌زند. حال براین اساس پیشنهادهایی مطرح می‌گردد. دولت و به طور کلی نهادهای ناظر و مسئول می‌توانند با کاهش ریسک حاصل از نوسانات بازار از طریق توسعه تحلیل عملکرد مالی شرکت‌ها و اطلاع‌رسانی در این خصوص به کنترل رفتارهای هیجانی بپردازند. در واقع ارائه اطلاعات کامل و شفاف به سرمایه‌گذاران و صاحبان سهام که این امر موجب تصمیم‌گیری‌های صحیح و به موقع در بازار سرمایه خواهد شد و در کنار آن جدی گرفتن آموزش و مشاوره به عنوان یک وظیفه ملی توسط دست‌اندرکاران توسعه سازمان بورس می‌تواند به کنترل این رفتارها کمک نماید.

پیشنهادات آتی تحقیق

تحقیق حاضر با عنوان طراحی و تبیین مدل تصمیم‌گیری سهامداران با رویکرد مقایسه‌ای مالی کلاسیک و مالی رفتاری در بازار سرمایه می‌باشد. در این تحقیق با استفاده از روش‌ها و تکنیک‌های تصمیم‌گیری اقدام به شناسایی مولفه‌های تاثیرگذار و تبیین مدل گردید. برای مطالعات آتی پیشنهاد می‌گردد تا با جمع‌آوری داده‌های موجود و نیز مدل ارائه شده، به بررسی هر یک از این مولفه‌ها بر بازار با استفاده از تکنیک‌های آماری و رگرسیونی پرداخته شود. همچنین با استفاده از مدل موجود می‌توان با استفاده از الگوریتم‌های فراابتکاری همچون شبکه عصبی، به بررسی پیش‌بینی پذیر بودن بازار در شرایط مشابه پرداخت.

منابع

- باباجانی محمدی، سعیده؛ مرتضوی، سعید؛ مهارتی، یعقوب؛ تهرانی، رضا (۱۳۹۶) " بررسی نقش واسط سوگیری روانشناختی در رابطه بین ابعاد فرهنگ ملی و رفتارهای غیرعقلایی " پژوهشنامه مدیریت اجرایی، سال نهم، شماره ۱۷
- بدری، احمد؛ گودرزی، ندا (۱۳۹۳) " مالی رفتاری، سوگیری‌نماگری و متغیرهای بنیادی حسابداری: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران " فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی سال یازدهم شماره ۴۳، پاییز ۱۳۹۳، از ۵۷ تا ۸۸
- سیف‌الهی، راضیه؛ کردلویی، حمیدرضا؛ دشتی، نادر (۱۳۹۴) " بررسی مقایسه‌ای عوامل رفتاری در سرمایه‌گذاری‌های مالی " فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، سال چهارم، شماره پانزدهم، پاییز ۱۳۹۴

- دارابی، رویا؛ چناری بوکت، حسن (۱۳۹۴) "ابعاد و رویکرد های نظریه مالی رفتاری" پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
- رحیمی، حسین؛ شاکری، عباس (۱۳۹۷) "تاثیر عوامل مالی، سیاسی و روانی بر تصمیمگیری سهامداران در خرید سهام در بورس اوراق بهادار تهران" مطالعات اقتصاد، مدیریت مالی و حسابداری، تابستان ۱۳۹۷، دوره چهارم، شماره ۲
- جمشیدی، ناصر؛ قالیباف اصل، حسن؛ فدایی نژاد، محمد اسماعیل (۱۳۹۸) "بررسی سوگیریهای رفتاری و عملکرد سرمایهگذاران حقیقی بورس اوراق بهادار تهران" تحقیقات مالی، تابستان ۱۳۹۸، دوره بیست و یکم، شماره ۲، از ۱۴۳ تا ۱۶۴
- حسینی چگینی، الهام؛ حقگو، بهناز؛ رحمانی نژاد، لیلا (۱۳۹۳) "بررسی تورش های رفتاری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل معادلات ساختاری" راهبرد مدیریت مالی، سال دوم، شماره ۷، زمستان ۱۳۹۳، از ۱۱۳ تا ۱۳۳
- خادمی گراشی، مهدی؛ قاضی زاده، مصطفی (۱۳۸۶) "بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم گیری سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل معادلات ساختاری" دو ماهنامه علمی - پژوهشی دانشور رفتار / دانشگاه شاهد / تیر ۸۶ / سال چهاردهم / شماره ۲
- سعیدا اردکانی، سعید؛ بهلکه، آی ناز؛ میرزاد، نگار؛ توسلی، طاهره السادات (۱۳۹۴) "بررسی واکنش سرمایهگذاران نسبت به رویدادهای ناگهانی در بورس اوراق بهادار تهران" تحقیقات مالی، بهار و تابستان ۱۳۹۴، دوره هفدهم، شماره ۱، از ۱۰۳ تا ۱۲۲
- عبادپور، بهرام؛ ابراهیمی سروعلیا، محمد حسن؛ باباجانی، جعفر؛ حنفی زاده (۱۳۹۸) "بررسی تأثیر عوامل فرهنگی، اجتماعی، و روانی بر رفتار سرمایهگذاران حقیقی بورس اوراق بهادار" پیام مدیریت مدیریت فرهنگ سازمانی پاییز 1398، دوره هفدهم - شماره 3 علمی-پژوهشی از 445 تا 467
- علی حسین زاده، رعنا؛ محمدی، محمد هادی (۱۳۹۶) "تحلیل اخلاق و رفتار سرمایه گذاری" مطالعات اقتصاد، مدیریت مالی و حسابداری، بهار ۱۳۹۶، دوره سوم، شماره ۱، از ۱۵۸ تا ۱۷۱
- غیور باغبانی، سید مرتضی؛ بهبودی، امید (۱۳۹۶) "عوامل مؤثر در بروز رفتار سرمایه گذاران با رویکرد پدیدارنگاری" فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال پنجم، شماره سوم، شماره (۱۸)، پاییز ۱۳۹۶
- محمدی پور، رحمت اله؛ رحمانی نوروزآباد، سامان (۱۳۹۷) "ارزیابی عوامل رفتاری مؤثر بر تصمیمات سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران"
- Agarwal, Sh. Kumar, Sh. Goel, U. (2019) "Stock market response to information diffusion through internet sources: A literature review" International Journal of Information Management 45 (2019) 118-131
- Aney, M. Appelbaum, E. Banerji, S. (2019) " Firm boundaries and financing with opportunistic stakeholder behavior" Journal of Corporate Finance 56 (2019) 437-457
- Camara, O. (2017) " Industry herd behaviour in financing decision making" Journal of Economics and Business 94 (2017) 32-42
- Cheng M., Liu J. & Zhang L., Tunneling through allies: Affiliated shareholders, insider trading, and monitoring failure, International Review of Economics and Finance (2020), doi: <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.12.013>.
- Danis, A (2019) " Shareholder activism with strategic investors" Finance Research Letters
- Filbeck, G. Ricciardi, V. Evensky, H. Fan, S. Holzhauser, H. Spieler, A. (2017) " Behavioral finance: A panel discussion" Journal of Behavioral and Experimental Finance 15 (2017) 52-58

- Graham, M., Peltomäki, J. & Sturludóttir, H., Do Capital Controls Affect Stock Market Efficiency? Lessons from Iceland, *International Review of Financial Analysis* (2015), doi: [10.1016/j.irfa.2015.05.009](https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.05.009)
- Hilmola, O. (2020) “ Role of inventory and assets in shareholder value creation” *Expert Systems with Applications: X* 5 (2020) 10 0 027
- Jurevičienė, D. Bikas, E. Keliuotytė-Staniulėnienė, G. Novickytė, L. Dubinskas, P. (2014) “Assessment of Corporate Behavioural Finance” *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 140 (2014) 432 – 439
- Kapoor , S. Prasad , J (2017) “ Behavioural Finance: A Review” *Procedia Computer Science* 122 (2017) 50–54
- Nawrocki, D. Viole, F. (2014) “ Behavioral finance in financial market theory, utility theory, portfolio theory and the necessary statistics: A review” *Journal of Behavioral and Experimental Finance* 2 (2014) 10–17
- Nguyen, H.V. Phan and E. Lee, Shareholder litigation rights and capital structure decisions, *Journal of Corporate Finance*(2020), [https://doi.org/ 10.1016/j.jcorpfin.2020.101601](https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101601)
- Oprean, C. Tanasescu, C (2014) “ Effects of Behavioural Finance on Emerging Capital Markets” *Procedia Economics and Finance* 15 (2014) 1710 – 1716
- Paule-Vianez, J. Gómez-Martínez, R. Prado-Román, C. (2020) “ A bibliometric analysis of behavioural finance with mapping analysis tools” *European Research on Management and Business Economics* xxx (2020)
- Ramiah, V. Xu, X. Moosa, I (2015) “ Neoclassical finance, behavioral finance and noise traders: A review and assessment of the literature” *International Review of Financial Analysis* 41 (2015) 89–100
- Shanmuganathan, Behavioural finance in an era of artificial intelligence: Longitudinal case study of robo-advisors in investment decisions. *Journal of Behavioral and Experimental Finance* (2020), doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2020.100297>.
- Tuyon, J. Ahmad, Z. “Behavioural finance perspectives on Malaysian stock market efficiency” *Borsa _Istanbul Review* 16-1 (2016) 43e61
- Tekçe, B., Yılmaz, N., Bildik, R., What Factors Affect Behavioral Biases? Evidence From Turkish Individual Stock Investors, *Research in International Business and Finance* (2016), <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.11.017>
- Yurttadur, M. Ozcelik, H (2019) “ Evaluation of the Financial Investment Preference of Individual investor from Behavioral Finance” *3rd World Conference on Technology, Innovation, Procedia Computer Science* 158 (2019) 761–765

