



شناسایی و رتبه‌بندی عوامل موثر بر عملکرد سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران

مجید غرقی

کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد دماوند، تهران، ایران
Majid.ghoroghi68@gmail.com

ساناز خطابی

دکتری علوم اقتصادی، استاد مدعو دانشگاه آزاد اسلامی، واحد دماوند، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
Sanaz_khatabi@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۳/۰۷ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۶/۰۲

چکیده

در مباحث سرمایه‌گذاری، عوامل موثر بر نوع تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بسیار حایز اهمیت است. با توجه به فرصت‌های بیشمار سرمایه‌گذاری در ایران و عدم کفایت سرمایه‌گذاری و تمایل سرمایه‌گذاران، بورس اوراق بهادار می‌تواند نقش سازنده در این زمینه ایفا کند. بنابراین شناسایی عوامل موثر بر موفقیت سرمایه‌گذاران می‌تواند به عنوان نقطه آغازین در جلب سرمایه‌گذاران به شمار آید. هدف از انجام این پژوهش، شناسایی و رتبه‌بندی عوامل موثر بر عملکرد سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. نوع پژوهش از لحاظ ابزار جمع‌آوری اطلاعات و روش آماری، کیفی و از طریق پرسشنامه صورت گرفته و اجرای آن از نوع تکنیک‌های تصمیم‌گیری چندمعیاره می‌باشد و از نظر هدف، کاربردی است. جامعه آماری پژوهش، شامل سرمایه‌گذاران فعال در بورس اوراق بهادار تهران است که ۲۰ نفر از خبرگان بازار سرمایه به عنوان نمونه آماری در سال ۱۴۰۰ برای اجرای پژوهش به روش نمونه‌گیری هدفمند انتخاب شده‌اند. داده‌های پژوهش با استفاده از تکنیک دیمتل و تاپسیس مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. یافته‌های پژوهش نشان داد بر اساس تکنیک دیمتل، ریسک تغییر مقررات بازار سرمایه، شاخص‌های اقتصادی و سواد مالی، معیارهای تاثیرگذار بر عملکرد سرمایه‌گذاران هستند. همچنین بر اساس رتبه‌بندی زیرمعیارها براساس معیارهای تاثیرگذار نتیجه گرفته شد، عدم احساس نگرانی و تحت‌فشار عصبی بودن سرمایه‌گذاران در انجام معاملات، بازده بازارهای موازی بازار سرمایه، عدم طمع در کسب سود و معامله بر اساس تحلیل بنیادی در رتبه‌های اول تا چهارم بر عملکرد سرمایه‌گذاران، تاثیرگذار و حائز اهمیت بوده‌اند.

واژه‌های کلیدی: عوامل کلان اقتصادی، عوامل روانی- رفتاری، عوامل سیاسی، عوامل مالی - روش دیمتل و تاپسیس.

۱- مقدمه

در سالهای اخیر سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه رشد فراوانی داشته است. بر اساس ادبیات مالی، سرمایه‌گذاری در این بازار معمولاً در جهت افزایش سود، مدیریت نقدینگی و کاهش ریسک‌های بالقوه صورت می‌گیرد. بنابراین سرمایه‌گذار منطقی هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری تحت تأثیر این اهداف قرار دارد (نایب محسنی، خلیفه سلطانی و حجازی، ۱۴۰۰). بازار سهام مانند هر بازار دیگری، دارای اصول و شرایط ویژه‌ای است که با در نظر گرفتن و عمل به این اصول پایه‌ای، می‌توان به سرمایه‌گذاری و خرید و فروش سهام اقدام نمود. این در شرایطی است که در سالهای اخیر، سرمایه‌گذاران ایرانی به جای سرمایه‌گذاری در بخش‌های واقعی اقتصاد به انتقال سرمایه خود به سمت بازارهای سوداگرانه ارز و سکه اقدام نموده‌اند. اصولاً سرمایه‌گذاران بررسی‌های وسیعی در موقع خرید و فروش سهام انجام می‌دهند، زیرا آنها نقدترین دارایی خود را به سهام تبدیل می‌کنند. اگر آنها بدون توجه به یکسری از عوامل، اقدام به سرمایه‌گذاری کنند، نتایج مطلوبی از سرمایه‌گذاری عایدشان نخواهد شد. بسیاری از پژوهش‌های صورت گرفته در زمینه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، نشان می‌دهد که دانش کافی در مورد اینکه چرا افراد سرمایه‌گذاری می‌کنند و چگونه تصمیم‌گیری می‌کنند، وجود ندارد. بنابراین سرمایه‌گذاران برای اتخاذ تصمیم درست به گونه‌ای که به اهداف سرمایه‌گذاری خود دست یابند، بایستی شناخت کافی از علل رفتار خود داشته باشند. این موضوع بیشتر در کشورهای در حال توسعه و به خصوص ایران مطرح است که بورس دارای کارایی نیست و هرگونه تغییر در شرایط سیاسی-اقتصادی می‌تواند به سرعت، بورس اوراق بهادار را تحت تأثیر قرار دهد و آن را دچار نوسان کند و قیمت بازار سهام نزدیک به ارزش ذاتی آن اوراق نخواهد بود. مهم‌ترین مساله که به ماهیت و ذات سرمایه‌گذاری مرتبط می‌شود، اتکای کامل آن به آینده است. سرمایه‌گذار به طور طبیعی به دنبال انتخاب سرمایه‌گذاری است که از مقدار مشخص سرمایه مالی در اختیار، بیشترین سود موردنظر را کسب کند. لذا باید تصویری از آینده هریک از گزینه‌ها را پیش‌بینی نماید. در این شرایط، عواملی که می‌تواند بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار تأثیر داشته باشد، به ویژگی‌های سرمایه‌گذار و عوامل محیطی مربوط می‌شود. از عوامل محیطی می‌توان به قوانین و مقررات، نوسانات متغیرهای مهم اقتصادی مانند تورم، نرخ ارز و بازده بازارهای موازی اشاره نمود (خاکساریان، آزادی و میربرگ‌کار، ۱۳۹۹). در کنار این عوامل، بی‌ثباتی و نوسان‌های سیاسی و اقتصادی محیط بازار، ریسک سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. سوابق مطالعات، همچنین حاکی از آن است اطلاعات شخصی، دانش سرمایه‌گذاری، در کنار عوامل محیطی بر رفتار سرمایه‌گذاران موثر هستند و در کنار عوامل مذکور، سیاست‌های دولت اعم از مالی یا فرهنگ سرمایه‌گذاری هر کشور نیز بر تصمیم به سرمایه‌گذاری اثرگذار است. بنابراین، این عوامل حداقل بخشی از رفتار بازار را کنترل و بی‌منطق عمل کردن سرمایه‌گذاران را توصیف می‌کند (آسیایی اقدم و همکاران، ۱۴۰۰). به طبع سرمایه‌گذاران انفرادی نسبت به سرمایه‌گذاران عمده از امکانات و اطلاعات کمتری جهت تعادل بین عوامل برخوردارند. هم‌چنین با افزایش روز افزون حضور شرکت‌های مختلف در بازار سهام، سرمایه‌گذاران با گزینه‌های متفاوتی برای سرمایه‌گذاری مواجه هستند که کار را برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری مناسب پیچیده می‌کند. به همین دلیل لزوم بررسی تورش رفتاری در میان سرمایه‌گذاران در بازار سهام احساس می‌گردد. در این راستا پژوهش‌های متعدد، نقش تورش‌های رفتاری را بر تصمیمات سرمایه‌گذاری

در بورس اوراق بهادار مورد بررسی قرار داده‌اند، حال اینکه تصمیمات سرمایه‌گذاری منحصر به بورس نبوده و مشتقات متفاوتی از بازار پول و سرمایه را شامل می‌شود و همچنین مطالعه‌ای که همزمان عوامل موثر بر عملکرد سرمایه‌گذاران بورس را شناسایی نموده و بر اساس آن معیارها، زیر معیارها علی‌الترگذار را برحسب حائز اهمیت بودن رتبه‌بندی نماید، تا کنون در ایران این ابعاد سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار نگرفته است. با این رویکرد، پرسش اصلی که مطالعه حاضر درصدد پاسخ به آن است، این است که چه عواملی بر سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران حقیقی بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار هستند؟ در این مطالعه تلاش شده است تا فاکتورهای تاثیرگذار بر تصمیم‌گیری سهامداران جهت سرمایه‌گذاری در بازار سهام ایران شناسایی و رتبه‌بندی شوند. این رتبه‌بندی می‌تواند راهنمای مفیدی برای سرمایه‌گذاران و مدیران صندوق‌ها در جهت تدوین مدیریت پرتفو سرمایه‌گذاری و موفقیت سرمایه‌گذاران به شمار آید. در ادامه، مطالب این مقاله به شرح زیر ساماندهی شده است، ابتدا ادبیات نظری و تجربی موضوع، مرور می‌شود. سپس بخش‌های بعدی به روش تحقیق، نتایج و بحث و بررسی، اختصاص یافته است.

۲- ادبیات پژوهش

در مباحث سرمایه‌گذاری، فرایند تصمیم‌گیری انسان پیچیده است و توسط عوامل مختلف تحت تأثیر قرار می‌گیرد. این عوامل بر روند عمل تأثیر می‌گذارد و منجر به نتایج متفاوت می‌شود. در این راستا، نظریه‌های مالی دو رویکرد متفاوت را مطرح کرده‌اند. در رویکرد اول، نظریه‌های مالی سنتی بر فرضیه بازارکارا و عقلایی رفتارکردن سرمایه‌گذاران استوار است. به‌گونه‌ای که قیمت‌ها با توجه به متغیرهایی که مبانی اقتصادی دارند، تغییر می‌کند و جنبه اصلی این تئوری‌ها با نظریه مطلوبیت موردانتظار نویمان و مورگسترن^۱ (۱۹۴۴) مطابقت دارد، با این فرض که سرمایه‌گذاران منطقی رفتار می‌کنند و با ارزیابی تمامی اطلاعات قابل دسترس تصمیم می‌گیرند (بورزک، آشا و بارکا^۲، ۲۰۲۰). از این رو کسی نمی‌تواند سود غیرعادی به دست آورد، چراکه اطلاعات به‌طور همزمان در اختیار همه سرمایه‌گذاران است؛ بنابراین سرمایه‌گذار فقط باید قادر به کسب بازده منصفانه بر اساس ریسک‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری باشد. در نقطه مقابل، برخی نظریه‌پردازان سعی کردند رفتارهای واقعی سرمایه‌گذاران را مطالعه نمایند و نحوه واکنش آنها را به اطلاعات و واقعیت تفسیر کنند و بر این اساس نظریه چشم‌انداز توسط کانمن و تورسکی^۳ (۱۹۷۹) معرفی شد. آنها ادعا کردند، سطح عقلانیت و دسترسی سرمایه‌گذاران به اطلاعات محدود است و افراد در حصار محدودیت‌های خارجی و رفتار خودشان محصور هستند. شکاف موجود توجه محققان را در پی توضیح تعصبات روانی و شخصی افراد در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی جلب کرد. آنها این سؤال را مطرح کردند که چرا افراد در مواجهه با موقعیت‌های مشابه متفاوت تصمیم می‌گیرند و منجر به عملکرد متفاوت سرمایه‌گذاری می‌شود. (نایب محسنی، خلیفه سلطانی و حجازی، ۱۴۰۰). لذا مالی‌رفتاری به عنوان رویکردی جدید در پاسخ به انتقادات واردشده به نظریه‌های مالی سنتی ظهور کرد. از زمانیکه بسیاری از عوامل

¹ Neumann & Morgenstern

² Bourezk, Acha & Barka

³ Kahneman & Tversky

شناختی و رفتاری در جهت‌دهی رفتار سرمایه‌گذاران شناسایی شدند، این ادبیات نشان داد که ویژگی‌های فردی سرمایه‌گذاران؛ ادراک آنها از ریسک و تمایل آنها به پذیرش ریسک را تحت تأثیر قرار می‌دهد. بنابراین تأکید مالی رفتاری بیشتر بر تأثیر احساسات، شخصیت، فرهنگ و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری است (حسینی و مرشدی، ۱۳۹۸). مالی رفتاری بیانگر دو فرض اساسی است: اولین فرض این است که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر گرایش‌های احساسی خود تصمیم می‌گیرند. در این‌جا منظور از گرایش احساسی، اعتقاد به جریان‌های نقدی آتی و ریسک سرمایه‌گذاری تعریف می‌شود که این اعتقاد، توسط حقایق در دسترس ایجاد نشده است. دومین فرض این است که سرمایه‌گذاران در برگرداندن قیمت‌ها به قیمت بنیادی پرتکاپو نیستند (کمالی دولت‌آبادی و نوراله‌زاده، ۱۴۰۰). اولسن^۱ معتقد است که مالی رفتاری می‌تواند در پیش‌بینی پیامدهای جنبه‌های روانشناختی تصمیم‌گیری و تأثیر آن در بازارهای مالی کمک کند و این موضوع باعث تقویت توانایی درک فرایندهای تفکر سرمایه‌گذاران و چگونگی تأثیر الگوهای احساسی آنها بر تصمیمات شود و با استفاده از قواعد روانشناختی و اقتصادی به اعتبار تصمیمات سرمایه‌گذاران منجر گردد. تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه موجب انحراف قیمت سهام از قیمت‌های واقعی «بنیادی» می‌گردد. هنگامیکه سرمایه‌گذاران دچار خوش‌بینی می‌شوند، ممکن است از اطلاعات منفی چشم‌پوشی کرده و تحت تأثیر اطلاعات مثبت، قیمت سهام را بیش از میزان واقعی ارزیابی کنند. برعکس هنگامیکه سرمایه‌گذاران دچار بدبینی می‌شوند، ممکن است از اطلاعات مثبت چشم‌پوشی نموده و تحت تأثیر اطلاعات منفی، قیمت سهام را کمتر از میزان واقعی ارزیابی کنند. بنابراین تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران از طریق قیمت‌گذاری نادرست سهام در بازار و پیامدهای آن منجر به شکل‌گیری پدیده بیش‌سرمایه‌گذاری و کم‌سرمایه‌گذاری «ناکارایی سرمایه‌گذاری» می‌گردد و این‌طور می‌توان نتیجه‌گرفت که ارتباطی منطقی بین تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران و کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد (نایب محسنی، خلیفه سلطانی و حجازی، ۱۴۰۰). همچنین مطالعات نشان می‌دهد تورش احساسات سرمایه‌گذار و فراعتمادی دو نمونه از تورش‌های قضاوتی مهم هستند که بر عملکرد سرمایه‌گذاران اثرگذار می‌باشد (آقابابائی و علییان، ۱۴۰۱). براساس پژوهش تاجمیرریاحی و رهنمای رودپشتی (۱۳۹۲) نیز از میان تورش‌های رفتاری، ۴ تورش ابهام‌گریزی، پشیمان‌گریزی، دگرگون‌گریزی و زیان‌گریزی همانند سنگ‌زیربنای مدل رفتاری سرمایه‌گذاران و تورش فراعتمادی نیز به عنوان متغیر واسطه‌متاثر از تورش‌های مختلف بر ایجاد تورش‌های دیگر اثرگذار است، مطرح شده‌اند.

از عوامل بیرونی اثرگذار بر عملکرد سرمایه‌گذاران، می‌توان عوامل سیاسی و اقتصادی را نام برد. ثبات یا عدم آن در اوضاع سیاسی در عرصه داخلی و بین‌المللی، قطع رابطه سیاسی و اقتصادی با دیگر کشورها بر قیمت سهام اثر دارد. لذا می‌تواند بر عملکرد و نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران اثرگذار باشد. بدون تردید، آرامش فضای سیاسی کشور بدلیل اینکه زمینه تداوم فعالیت روبه‌رشد بنگاه‌های اقتصادی را فراهم می‌کند، این اطمینان خاطر را برای سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کند که با خرید سهام می‌توانند به سود قابل توجهی برسند. از سوی دیگر عوامل اقتصادی، رونق و رکود اقتصادی، بازار سهام را به شدت تحت تأثیر قرار می‌دهد. همچنین سیاست‌های دولت در حوزه پولی،

¹ Olsun

مالی و ارزی بر روند فعالیت، سودآوری و سهام شرکت‌ها تاثیرگذار است. در این راستا، ریسک تغییر مقررات در بازار سرمایه، عامل دیگر تاثیرگذار بر تصمیم‌گیری و عملکرد سرمایه‌گذاران می‌باشد (اولسن، ۱۹۹۷ به نقل از خاکساریان، آزادی و میربرگ‌کار، ۱۳۹۹). این در شرایطی است که با توجه به تغییرات پویا در محیط اقتصادی و سیاسی، خصوصاً در بازارهای مالی، برای بهبود دانش مالی سرمایه‌گذاران، داشتن سواد مالی تاثیرگذار بر تصمیمات آگاهانه سرمایه‌گذاران و عملکرد آنها است. سواد مالی یکی از فاکتورهایی است که با تصمیم‌گیری مالی در موقعیت‌های اقتصادی در ارتباط است. سواد مالی شامل توانایی فهمیدن و درک اطلاعات مالی و تصمیم‌گیری مناسب و به‌کارگیری دانش و توانمندی‌ها و قابلیت‌های لازم در سرمایه‌گذاری است. در حقیقت، تمرکز اصلی سواد مالی نه تنها شامل دانش می‌شود بلکه شامل رفتارها، حرکت‌های مالی و رویکردهای آن است (رحمانی نوزوآباد و محمدی، ۱۳۹۸؛ امینی، ۱۴۰۱).

از طرفی، کسانی که تمایل به ریسک و ادراک آن ندارند، کمتر احتمال دارد تا در بازار سهام مشارکت کنند. تمایل به سرمایه‌گذاری بیانگر احتمال درگیر شدن در خرید سهام بر اساس روابط میان عوامل متعددی همچون ریسک ادراک شده، بازده، امنیت سرمایه‌گذاری و شاخص‌های اقتصادی است (جعفری و همکاران، ۱۳۹۹). بر این اساس ترجیح ریسک، مهمترین عامل مالکیت سهام و تمایل به سرمایه‌گذاری بوده و در همین زمینه، دانش و توانایی شناختی، احتمال دارد تا بر تصمیم‌گیری مالی، اجتناب از ریسک و اولویت زمانی تاثیرگذار باشد. دانش مالی با واسطه قابلیت‌هایی که در فرد ایجاد می‌کند به فرد امکان می‌دهد تا اطلاع دقیقی در مورد محاسبات مربوط به امور مدیریت مالی شامل نرخ سود، بهره، تورم و اصول مرتبط با تنوع ریسک داشته و بر همین اصل فرد در مواجهه با موقعیت‌هایی که نیازمند گزینش‌های مالی است، می‌تواند به شکل کارآمدتری تصمیم بگیرد. به همین دلیل، سرمایه‌گذارانی که مدیریت و ارزیابی دقیقی را با توجه به دانش خود در مورد گزارش‌های مالی اعمال می‌کنند، از یافته‌های مرتبط با قضاوت‌های ریسک مالی استفاده نموده تا تصمیمات موثرتری اتخاذ نمایند (میرمحمد صدرآبادی و شاکریان، ۱۳۹۸). لذا در این شرایط، ریسک ادراک شده که تصمیم‌گیرنده را به درگیر شدن در یک الگوی رفتاری خاص تحریک می‌کند، نه ریسک واقعی و عینی باید مورد توجه قرار گیرد. ریسک ادراک شده بر تمایل به سرمایه‌گذاری و نگرش سرمایه‌گذاری اثرگذار است و تمایل رفتاری می‌تواند از طریق نگرش فرد نسبت به انجام رفتار و هنجارهای ذهنی فرد توضیح داده شود.

شناسایی بیشتر افراد با یک فعالیت، باعث می‌شود که آنها ریسک کمتری را درک کنند. سرمایه‌گذاران آگاه، مشخصه‌های یک دارایی ریسکی (سهام) را می‌شناسند و اطلاعات کافی از احتمال توزیع بازده سهام دارند. در میان افراد غیرمتخصص، اگر شخص فاقد اطلاعات کافی باشد، ریسک بیشتری ادراک می‌کند. در این راستا، فقدان اطلاعات کافی و عدم کنترل بر نتایج سرمایه‌گذاری منجر به بدگمانی فرد خواهد شد. بنابراین، می‌توان گفت که ریسک ادراک شده سرمایه‌گذاران تحت‌تأثیر سطح آشنابرابی و آگاهی آنها است. به عبارت دیگر هر چه اطلاعات سرمایه‌گذاران بیشتر باشد، ریسک کمتری را ادراک می‌کنند. (کنجکاو فرد، فتحی و رنجبران، ۱۳۹۴؛ جعفری و همکاران، ۱۳۹۹). در این راستا، آگاهی سرمایه‌گذار شامل دو بعد آگاهی مالی و یادگیری اجتماعی است. بسیاری از سرمایه‌گذاران از طریق تعاملات اجتماعی از سایر افراد اطلاعات لازم را کسب می‌کنند و در تعاملات اجتماعی،

اشخاص تمایل دارند در تصمیم‌گیری‌ها و قضاوت‌هایشان با همدیگر هم‌نوا شوند. در واقع تعاملات اجتماعی، میزان آگاهی افراد از نظر مالی را افزایش می‌دهد. پژوهشگران معتقدند که فرهنگ نیز در درک تفاوت حمایت از سرمایه‌گذاران و حقوق آن‌ها در کشورهای مختلف مؤثر است. ماکس وبر استدلال نمود تغییرات فرهنگی نقش اساسی در گسترش نظام سرمایه‌داری دارد. در بازار سرمایه نیز مدل رفتاری سرمایه‌گذاران بورس از عوامل فرهنگی اثر می‌پذیرد (عبدالرحیمیان و همکاران ، ۱۴۰۰). همچنین، افق زمانی سرمایه‌گذاران بر تخصیص دارایی‌ها و تعیین ریسک‌گریزی تاثیرگذار است. شاخص دید زمانی سرمایه‌گذار که به معنی مدت‌زمان مورد نظر سرمایه‌گذاری و فرهنگ سهامداری است که به شناخت از بازار سرمایه تعبیر می‌شود، می‌تواند نقش بسزایی را بر جریان سرمایه‌گذاری بر بازار سرمایه ایفا نماید. افق زمانی، عامل کلیدی برای اتخاذ سرمایه‌گذاری و اشاره به میزان زمانی دارد که سرمایه‌گذاران باید پس انداز و سرمایه‌گذاری کنند تا مشخص شود چه مقدار ریسک می‌توانند بپذیرند و بر تصمیمات تخصیص دارایی‌ها و منابع و عملکرد سرمایه‌گذاران تاثیرگذار است. در واقع، هر هدف سرمایه‌گذاران با افق زمانی خاصی برای سرمایه‌گذاری همراه است. این افق زمانی مبتنی بر دیدگاه شخصی و با مبتنی بر شرایط اقتصادی و یا هر عامل بیرونی و دورنی دیگری است که به سرمایه‌گذاران در تدوین و انتخاب استراتژی سرمایه‌گذاری کمک می‌کند و هدف مالی سرمایه‌گذاران معمولاً افق زمانی سرمایه‌گذاری را مشخص خواهد نمود. معمولاً افق زمانی بلندتر مرتبط با اهداف بزرگتر و گران‌بهرتر هستند (ولیان و همکاران، ۱۳۹۷). بر این اساس، پژوهش حاضر درصدد برآمده است که به شناسایی و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر عملکرد موفق سرمایه‌گذاران بپردازد.

۳- پیشینه پژوهش

محققان بسیاری در داخل و خارج از کشور، به شناسایی نقش عوامل مؤثر بر موفقیت ناشی از عملکرد سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه پرداخته‌اند. لذا پیشینه پژوهش را می‌توان در دو بخش داخلی و خارجی بررسی نمود. در بخش پیشینه پژوهش خارجی، کاشیف راشید، بین طریق و یوررحمان^۱ (۲۰۲۱) نقش عوامل رفتاری مانند اعتماد به نفس، خوش‌بینی، بدبینی و انتظارات منطقی سرمایه‌گذاران را بر تصمیمات سرمایه‌گذاری بر بازار سهام پاکستان مطالعه نموده و نتایج نشان‌گر تاثیر مثبت اطمینان، انتظارات منطقی و بدبینی بر انجام معاملات و تاثیر منفی خوش‌بینی بر انجام معاملات بوده است.

یافته‌های مطالعه گویتا، پاربخ و کوماردوتا^۲ (۲۰۲۱) نشان داد نوسانات سیاست دولت و عوامل اقتصادی بطور غیرمستقیم بر عملکرد سرمایه‌گذاران در بورس هند «NSE» از ژانویه ۲۰۱۷ تا دسامبر ۲۰۱۸ تاثیرگذار بوده است.

شا و یوسف^۳ (۲۰۲۱) با بررسی عملکرد سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار مسقط در کشور عمان، ۱۴ تعصب شناختی را شناسایی و تاثیر معنی‌دار جنسیت سرمایه‌گذاران بر اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری را نتیجه گرفتند.

¹ Kashf Rashid, Bin Tariq & Ur Rehman

² Gupta, Parikh & Kumar Datta

³ Sha & Yousoof

لگیتاما و همکاران^۱ (۲۰۲۱) عوامل ریسک‌گریزی، سواد مالی، حاکمیت‌شرکتی در سطح شرکت را در تصمیم به سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران فعال در کالیمانتان جنوبی نتیجه گرفتند.

در مطالعه بوزک، آشا و بارکا^۲ (۲۰۲۰) با زیر سوال بردن فرضیه بازار کارا و برجسته نمودن نقش عوامل رفتاری و عاطفی سرمایه‌گذاران مراکش مبتنی بر سوگیری بیش‌اعتمادی، رفتار توده وار، ریسک‌گریزی و زیان‌گریزی در مطالعه‌ای پیمایشی از ۱۲۰ سرمایه‌گذار حقیقی مراکش در بازار سرمایه نتیجه گرفتند: ۱- تصمیمات سرمایه‌گذاران حقیقی بیش از حد متکی بر قضاوت شخصی و خوداطمینانی آنان است. ۲- رفتار سرمایه‌گذاران تحت تاثیر شدید رفتار توده وار است. ۳- سرمایه‌گذاران تا حدودی بسیار ریسک‌گریز و زیان‌گریزاند که در اتخاذ تصمیمات، بیشتر تحت تاثیر زیان در مقایسه با سود سرمایه‌گذاری هستند.

پاول ونیز و همکاران^۳ (۲۰۲۰) و کاشیف و همکاران^۴ (۲۰۲۰) پتانسیل رشد امور مالی رفتاری در بحث تاثیرگذاری ویژگی روان‌شناختی سرمایه‌گذاران بر ادراک ریسک و تمایل به ریسک آنها را نتیجه گرفتند.

پروین و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی بیش واکنشی بازار، احساسات سرمایه‌گذاران و تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازارهای نوظهور پرداختند. به عقیده آنان اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد و سوپیه‌آشناگرایی عوامل علی هستند که بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه تاثیر می‌گذارند. اعتمادبه‌نفس بیش از حد سرمایه‌گذاران همراه با سوپیه‌آشناگرایی باعث می‌شود آنها در محیط عدم اطمینان بیش‌ازحد به تصمیمات خود اطمینان کنند و دانش خود را بیش از آنچه هست، تخمین بزنند. سرمایه‌گذاران گمان می‌کنند، عملکرد گذشته بهترین شاخص برای اندازه‌گیری عملکرد آتی یک شرکت است.

کمیاز و همکاران^۵ (۲۰۱۶) با استفاده از اطلاعات سرمایه‌گذاران ترکیه، بحث آشناگرایی و تاثیر بر پذیرش ریسک بیشتر را در جهت تایید تاثیر خصوصیات شخصی و رفتاری بر عملکرد مالی نتیجه گرفتند. به طوریکه افراد با ناریبی احساسی کمتر، افراد جوان، ریسک‌پذیرتر و تمایل به بازده و فرااعتمادی بیشتر، تمایل به سرمایه‌گذاری در بازار سهام را دارند.

بکر و چوی‌یوی^۶ (۲۰۱۶) با بررسی تاثیر عوامل روانشناختی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام مالزی، نتیجه گرفتند اعتماد به نفس، محافظه‌کاری و اختلال دسترسی اطلاعاتی، تاثیر قابل توجهی بر تصمیم سرمایه‌گذاران دارد. در حالیکه تاثیر خویشاوندی تاثیر معنی‌دار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ندارد.

لودهی^۷ (۲۰۱۴) در مطالعه‌ای به بررسی تاثیر سواد مالی، اطلاعات حسابداری، تجربه آموزی و سن بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی کراچی پرداخته است. نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که سواد مالی و اطلاعات حسابداری سرمایه‌گذاران به کاهش عدم تقارن اطلاعات کمک می‌کند و اجازه می‌دهد تا سرمایه‌گذاران وارد

¹ Logitama, Setiawan & Hayat

² Bourezk, Acha, Barka

³ Paule-Vianez, et.al.

⁴ Kashif et.al

⁵ Kiymaz. et.al

⁶ Baker& Churi

⁷ Lodhi

سرمایه‌گذاری مخاطره آمیز شوند. اما با افزایش سن و تجربه، سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاری کمتر مخاطره آمیز را ترجیح می‌دهند.

جانگهو و موستونجی^۱ (۲۰۱۴) شهرت شرکت، وضعیت شرکت در صنعت، درآمد مورد انتظار شرکتهای بزرگ، عملکرد گذشته شرکت، قیمت هر سهم، احساس سرمایه‌گذاران از سودهای مورد انتظار را از مهمترین عوامل موثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری فردی نتیجه گرفتند.

چن و همکاران^۲ (۲۰۱۱) به بررسی اثر رسانه‌ها بر احساسات سرمایه‌گذاران و بازدهی سهام پرداختند. در این پژوهش، تاثیر مطالب منتشر شده در وال استریت ژورنال و سیکسنگ آلفا^۳، نشان‌گر وجود ارتباط قوی بین احساسات تزریق شده از طریق این رسانه‌ها و بازدهی بازار بوده است.

در بخش پژوهش داخلی نیز تحقیقات پیرامون موضوع مذکور عبارتند از: آقابائی و علیان (۱۴۰۱) با مطالعه زمینه‌های مالی رفتاری نتیجه گرفتند میان احساسات سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی بازار، ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد و معیارهای گردش معاملات و حجم معاملات با احساسات سرمایه‌گذاران ارتباط ضعیفی دارد و نتایج نامتقارن بودن شوک‌ها نشان‌گر آن است که شوک‌های مثبت نسبت به شوک‌های منفی تاثیر بیشتری بر نقدشوندگی دارد.

کرکه‌آبادی و حیدری‌نظر (۱۴۰۱) با بررسی ارتباط احساسات سرمایه‌گذار و بازده سهام، اثر معنادار احساسات سرمایه‌گذار بر بازده سهام در تمام دوره‌ها، به جز دوره نوسان شدید نتیجه گرفتند. همچنین بازده سهام رابطه مثبتی با قیمت نفت و رابطه منفی با نرخ ارز داشته است.

نایب محسنی و همکاران (۱۴۰۰) در تدوین مدل رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در بازار سرمایه ایران، عوامل علی اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را شامل پشیمان‌گریزی، طمع، ترس، ناهماهنگی شناختی، اثر شهرت، لنگرذهنی، خوداسنادی، زبان‌گریزی، لذت قمار، تفکر سرمایه‌گذاری، رفتار توده‌ای، داشتن پیش‌نگری، نماگری، هیجان کاذب، اعتمادبه‌نفس کاذب، تعصب به گذشته، تازه‌گرایی، حسابداری ذهنی، توانمندپنداری، عدم تقارن معاملات، خطای شباهت، توهم قمارباز، انگیزه، افق زمانی، سود اولیه، تجربه، سن و جنسیت مطرح نمودند.

آسیایی اقدم و همکاران (۱۴۰۰) با بررسی انتخاب سبد دارائی سهام مبتنی بر روش اقتصاد رفتاری در بورس اوراق بهادار نتیجه گرفتند: انتخاب سبد دارائی سهام مبتنی بر روش اقتصاد رفتاری «عوامل روان شناختی» زبان‌گریزی افراد، رفتار توده‌وار، محافظه‌کاری «تعصب»، دسترسی‌پذیری به اطلاعات، اعتمادبنفس بیش‌ازحد بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران موثر بوده است. رتبه بندی فریدمن نیز نشان داده است در رتبه اول زبان‌گریزی، رتبه دوم، رفتار توده‌وار افراد و رتبه سوم، محافظه‌کاری «تعصب» قرار دارند.

رجبی (۱۴۰۰) تاثیر اخبار و اطلاعات غیرواقعی را بر تصمیم سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرده است. یافته‌های پژوهش نشان داد اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی، اقتصادی و صنعتی تاثیر معنی‌دار بر

¹ Jango & Mutswenje

² Chen, et.al.

³ Wall Street Journal & Seeking Alpha

تصمیم در سرمایه‌گذاری دارد و بیشترین تأثیرپذیری تصمیم سرمایه‌گذاری در سهام ناشی از اخبار و اطلاعات غیرواقعی سیاسی نسبت به اخبار اقتصادی و صنعتی است.

عبدالرحیمیان و همکاران (۱۴۰۰) ۱۶ مولفه تأثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی (آشناگرایی، توجه محدود، خوداسنادی، نقطه اتکا، فراعتمادی، سفسطه قمارباز، زیان‌گریزی، ریسک‌پذیری فزاینده، توجه‌گرایی، خوش‌خیالی، پشیمان‌گریزی، افق زمانی، کانون کنترل، تحمل ابهام و شخصیت مضطرب و محافظه‌کار) را در نظر گرفتند. یافته‌ها نشان داد زیربنایی ترین عامل در رفتار سرمایه‌گذاران عامل فرهنگ است. و نظریه خلق که تورش‌های عاطفی را مقدم بر تورش‌های شناختی می‌داند، مورد تأیید قرار نگرفت. اما شخصیت سرمایه‌گذاران با رفتار توده‌وار مرتبط است. شناسایی تورش‌های بنام ریسک‌پذیری فزاینده، نقض تئوری چشم‌انداز (کانمن و تورسکی) در ایران را نتیجه گرفت.

عبدلی و حیدری (۱۴۰۰) با استفاده از داده‌های روزانه قیمت سهام و حجم معاملات سهام بورس طی سالهای ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸، تورش رفتاری بیش‌واکنشی، کم‌واکنشی و رفتار توده‌وار در میان سرمایه‌گذاران را تأیید کردند. سلیمی و شقاقی و مشایخی‌فرد (۱۴۰۰) ارتباط معنی‌دار اثر تجربه و دانش مالی را میان ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران با رفتار توده‌وار نتیجه گرفتند و سرمایه‌گذاران با تیپ شخصیتی سازگار و مطیع بیشتر تحت تأثیر رفتار توده‌وار قرار می‌گیرند.

پیمانی، ارضا و سیفی^۱ (۱۳۹۹) بر اساس مطالعه رابطه میان ریسک و بازده در شرایط مختلف در تئوری چشم‌انداز براساس نقطه مرجع نتیجه گرفتند، رفتار نامتقارن سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۶ براساس ریسک‌های متنوع مانند ریسک بازاری، ریسک نقدینگی و ریسک اعتباری در شرایط رونق و رکود، متفاوت بوده است.

جعفری و همکاران (۱۳۹۹) در بررسی نقش عوامل روانشناختی و عملکردی بر تمایل به سرمایه‌گذاری در بازار سهام نشان دادند ریسک ادراک شده و رضایت سرمایه‌گذاران، نقش واسطه‌ای در رابطه میان عوامل روانشناختی و عملکردی بر تمایل به سرمایه‌گذاری در بازار سهام دارد.

رحمانی‌نوروزآباد و محمدی (۱۳۹۸) پیامدهای سواد مالی را بر تصمیمات و عملکرد سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران بررسی نمودند. نتایج حاکی از آن است که تأثیر نگرش مالی و رفتار مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران مثبت و معنادار بوده است. همچنین تصمیمات سرمایه‌گذاران تأثیر مثبت و معنی‌دار بر عملکرد سرمایه‌گذاری دارد.

میرمحمدی صدرآبادی و شاکریان (۱۳۹۸) با مشارکت ۷۷ نفر از سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار جهت مطالعه اثر سواد مالی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری نتیجه گرفتند سواد مالی، دانش مالی و نیز ریسک ادراک شده بر تصمیم‌گیری جهت سرمایه‌گذاری تأثیر معنادار داشته و ریسک ادراک شده رابطه بین دانش مالی و تصمیم سرمایه‌گذاری را به شکل منفی تعدیل نموده است.

¹ Peymany, Erza & Seifi

دهقان خاوری و میرجلیلی (۱۳۹۸) وجود رابطه معکوس بازده سهام با شاخص ریسک سیستماتیک و عدم تقارن اطلاعات و رابطه مستقیم با سود هر سهم و نسبت جریان نقدی عملیاتی به دارایی را نتیجه گرفتند. حسینی و مرشدی (۱۳۹۸) به شناسایی الگو رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی بر مبنی تاثیر احساسات آنها بر پویایی معاملات بر شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار پرداخته‌اند. نتایج تحقیق نشان داده است احساسات سرمایه‌گذاران تاثیر مستقیمی بر بازده سهام دارد. تولید ناخالص داخلی و تورم نیز تاثیر معکوس بر ارتباط مابین احساسات سرمایه‌گذار و بازده سهام دارند.

قربانی بجندی و شاهوردیانی (۱۳۹۷) به بررسی سوگیری رفتاری افراد شامل فرااعتمادی، افسوس‌گریزی و دیرپذیری با تاکید بر عامل فرهنگ پرداخته‌اند. براساس نمونه تصادفی منتخب از سرمایه‌گذاران در ۵ شهر تهران، اهواز، تبریز، اصفهان و مشهد، نتایج تحقیق نشان داد که بین سوگیری فرااعتمادی و فرهنگ، رابطه معناداری وجود دارد و سوگیری افسوس‌گریزی، دیرپذیری و فرهنگ فاقد رابطه معنادار می‌باشند.

احمدی و همکاران (۱۳۹۶) در شناسایی و رتبه بندی عوامل رفتاری موثر بر تصمیم سرمایه‌گذاری نشان دادند در مورد عامل اصلی تجربه محور زیرمعیارهای آشناگرایی، درمورد عامل اصلی نظریه انتظار، زیر معیار پیشیمان‌گریزی و در مورد عامل اصلی اثرات توده وار «رمه وار»، زیر عامل تصمیمات خرید و فروش سرمایه‌گذاران در رتبه اول اهمیت قرار گرفته‌اند.

جلیلوند و نوروزآباد (۱۳۹۶) پویایی روند تأثیر سواد مالی بر کیفیت عملکرد تصمیم‌گیرندگان سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند، سواد مالی، ادارک ریسک و احساسات بطور جمعی و به‌طور قابل توجهی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر گذاشته و شواهدی ناشی از تأثیر خاص جنسیت دیده نشده است.

گرچی‌زاده و خانمحمدی (۱۳۹۶) در بررسی عوامل موثر بر میزان سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران در بورس، بترتیب میزان بازده جاری کسب شده سرمایه‌گذار در بورس، پس انداز، سالهای حضور در بورس، درآمد و افق سرمایه‌گذاری، بیشترین تاثیر را بر حجم سرمایه‌گذاری افراد در بورس اوراق بهادار تهران نتیجه گرفتند.

ابراهیمی سروعلیا و همکاران (۱۳۹۵) نشان دادند بعد بیرونی عوامل اقتصادی و سیاسی، تبیین بیشتری نسبت به رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار دارد. به‌علاوه اینکه عوامل روانی خصوصاً موج‌های ناگهانی ایجادشده برای خرید یا فروش، شایعات هم تأثیر مهمی در تصمیم‌گیری حاضرین در بازار سرمایه دارد. در بعد داخلی نیز، اطلاعات داخلی شرکت و عملکرد مدیران آن و شفافیت اطلاعات شرکتی در تبیین تصمیم سرمایه‌گذاران تأثیر بسزایی دارد و تأثیرگذارترین عامل داخلی یعنی عوامل شرکتی زمانی تأثیر خود را آغاز می‌کند که سرمایه‌گذار به اطمینان نسبی و قابل قبولی از عوامل بیرونی سیاسی، روانی و اقتصادی رسیده باشد و در غیر این صورت وارد بازار سرمایه نخواهد شد.

محمدی و ستوده (۱۳۹۳) عوامل کلان (عوامل سیاسی و اقتصادی) و عوامل خرد (اطلاعات شرکت، عوامل روانی و اطلاعات معاملات در بازار سرمایه) را برانگیزه سرمایه‌گذاری بررسی نمودند. نتایج تحقیق نشان داده است تمامی متغیرها به جز تحلیل‌های علمی (تکنیکال و بنیادی) دارای رابطه مثبت و معنادار با انگیزه سرمایه‌گذاری در

بازار سهام داشتند. به علاوه عامل اطلاعات مالی شرکت در رتبه اول و عوامل سیاسی، اطلاعات معاملاتی بازار، عوامل اقتصادی، اطلاعات عمومی، شایعات و تحلیل‌های علمی به ترتیب در رتبه های دوم تا هفتم قرار می‌گیرند. شفيعی سردشت، مرادی و زنجانی (۱۳۹۳) با شناسایی انتخاب معیارها که می‌تواند به سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری منطقی و عملکرد بهتر از میانگین بازار کمک کند نشان دادند عوامل سیاسی بیشترین تأثیر را بر تصمیمات سرمایه‌گذاران ایرانی دارد و سپس به دنبال آن توصیه‌های دیگر سرمایه‌گذاران و عوامل رفتاری توده وار موثر بوده‌اند. برعکس، استفاده از تحلیل شخصی و علمی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران غیرمعمول است.

جدول (۱): خلاصه مطالعات داخلی و خارجی

عوامل	پژوهشگر	متغیر مستقل	علامت تاثیرگذاری	متغیر وابسته
رفتاری	بین طریق و یوررحمان (۲۰۲۱)	اطمینان، انتظارات منطقی و بدبینی	(+)	حجم معاملات
		خوش بینی	(-)	
	بوزک، آشا و بارکا (۲۰۲۰)	سوگیری بیش اعتمادی، رفتار توده‌وار، ریسک‌گریزی و ضرر و زیان	معنی‌دار	سرمایه‌گذاری
	پروین و همکاران (۲۰۲۰)	اعتماد به نفس بیش از حد و سوپه‌نماگری و اطلاعات گذشته	معنی‌دار	تصمیم سرمایه‌گذاری
	پاول ونیز و همکاران (۲۰۲۰)	ویژگی روان‌شناختی	معنی‌دار	ادراک ریسک و تمایل به ریسک
	کمیاز و همکاران (۲۰۱۶)	نارایی احساسی کمتر، ریسک پذیرتر، تمایل به بازده بیشتر و فراطمادگی	معنی‌دار	تمایل سرمایه‌گذاری
	بکر و چوی یوی (۲۰۱۶)	اعتماد به نفس، محافظه‌کاری و اختلال دسترسی اطلاعات	معنی‌دار	تصمیم سرمایه‌گذاری
	لودهی (۲۰۱۴)	سواد مالی، اطلاعات حسابداری، افزایش سن و تجربه	(-)	تمایل به سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز
	نایب محسنی و همکاران (۲۰۲۱)	سوء شناختی روان‌شناختی	معنی‌دار	تصمیم سرمایه‌گذاری
	آقابابائی و علییان (۱۴۰۱)	گردش معاملات و حجم معاملات	+	احساسات
	آسیایی اقدم و همکاران (۱۴۰۰)	زیان‌گریزی، رفتار توده‌وار، تعصب، دسترسی پذیری به اطلاعات، اعتماد بنفیس بیش از حد	ترتیب اثر بترتیب زیان‌گریزی، رفتار توده‌وار، محافظه‌کاری	تصمیم سرمایه‌گذاری

عوامل	پژوهشگر	متغیر مستقل	علامت تأثیرگذاری	متغیر وابسته
	عبدلی و حیدری (۱۴۰۰)	بیش واکنشی، کم واکنشی و رفتار توده وار	معنی دار	سرمایه‌گذاری
	جعفری و همکاران (۱۳۹۹)	ریسک ادراک شده ناشی از عوامل روانشناختی و عملکردی	معنی دار	تمایل به سرمایه‌گذاری
	احمدی و همکاران (۱۳۹۶)	آشناگرایی، پشیمان‌گریزی و توده‌وار	رتبه اول	سرمایه‌گذاری
اقتصادی- سیاسی	گویتا، پاربخ و کوماردوتا (۲۰۲۱)	نوسان اقتصاد و سیاست	معنی دار	سرمایه‌گذاری
	حیدری نظر (۱۴۰۱)	قیمت نفت نرخ ارز	+ -	بازده سهام
	حسینی و مرشدی (۱۳۹۸)	احساسات سرمایه‌گذاران تولید ناخالص داخلی و تورم	+ -	بازده سهام
	شفیعی سردشت، مرادی و زنجانی (۲۰۱۴)	سیاست و توصیه‌های سرمایه‌گذاران و عوامل رفتاری گله‌ای استفاده از تحلیل شخصی و علمی	معنی دار بی معنی	تصمیمات سرمایه
	محمدی و ستوده (۱۳۹۳)	تحلیلهای علمی (تکنیکال و بنیادی) اطلاعات مالی شرکت و عوامل سیاسی، اطلاعات معاملاتی بازار، عوامل اقتصادی، اطلاعات عمومی، شایعات و تحلیل‌های علمی	رتبه اول رتبه دوم تا هفتم	انگیزه سرمایه‌گذاری
	سواد مالی	لگیتاما و همکاران) (۲۰۲۱)	سواد مالی و حاکمیت شرکتی در سطح شرکت	معنی دار
سلیمی، شقاقی و مشایخی‌فرد (۱۴۰۰)		دانش مالی، تیپ شخصیتی و رفتار توده‌وار	معنی دار	سرمایه‌گذاری
جانگهو و مستونجی (۲۰۱۴)		شهرت شرکت، وضعیت شرکت در صنعت، عملکرد گذشته شرکت، قیمت هر سهم، احساس سرمایه‌گذاران از سودهای مورد انتظار	معنی دار	تصمیمات سرمایه‌گذاری
رحمانی نوروزآباد و محمدی (۱۳۹۸)		نگرش مالی و رفتار مالی	مثبت و معنی دار	تصمیمات سرمایه‌گذاران

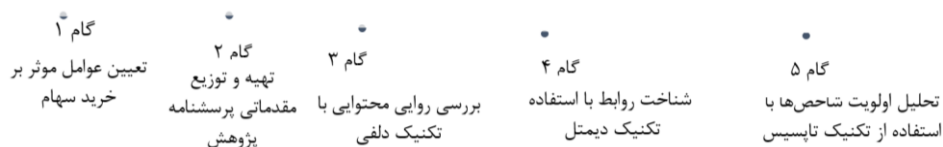
عوامل	پژوهشگر	متغیر مستقل	علامت تاثیر گذاری	متغیر وابسته
	میرمحمدی صدرآبادی و شاکریان (۱۳۹۸)	سواد مالی، دانش مالی و ادراک ریسک	معنی دار	تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری
	جلیلوند و نوروزآباد (۱۳۹۶)	سواد مالی، ادراک ریسک و احساسات جمعی	معنی دار	تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران
رسانه	چن و همکاران (۲۰۱۱)	احساسات ناشی از اخبار رسانه‌ها	معنی دار	بازدهی بازار
	رجبی (۱۴۰۰)	اخبار سیاسی، اقتصادی و صنعتی	معنی دار	سرمایه‌گذاری
فرهنگ	عبدالرحیمان و همکاران (۱۴۰۰)	فرهنگ و رفتار توده‌وار	معنی دار	سرمایه‌گذاری
	قربانی بجنیدی و شاهوردیانی (۱۳۹۷)	سوگیری فراعتمادی	معنی دار	فرهنگ
		سوگیری افسوس‌گریزی و دیرپذیری	بی معنی	

۴- روش شناسی پژوهش

بر اساس روش دیمتل، شناسایی عوامل و سپس در مرحله بعدی با استفاده از تکنیک تاپسیس، رتبه بندی زیرمعیارها انجام شده است. از آنجایی که روش‌های تصمیم‌گیری چند معیاره (دیمتل و تاپسیس) بر اساس نظرات خبرگان انجام می‌گیرد، لذا معمولاً تعداد خبرگان از ۵ الی ۲۰ نفر جهت نظرسنجی به منظور وزن‌دهی معیارها مناسب می‌باشد. در پژوهش حاضر، خبرگان بر اساس روش نمونه‌گیری هدفدار انتخاب شده‌اند (آذر و همکاران، ۱۳۹۸).

پس از شناسایی عوامل موثر بر موفقیت سرمایه‌گذاران، در گام اول، برای شناسایی شاخصها (معیارها) و رتبه‌بندی زیرمعیارها، از میان جامعه آماری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران، ۲۰ نفر از خبرگان^۱ شامل مدیران شرکتهای کارگزاری بورس، معامله‌گران و فعالان حقیقی بازار مشارکت نموده‌اند. با توجه به شاخص‌های اصلی نهایی مطابق با جدول (۲)، پرسش‌نامه‌های پژوهش تدوین و برای ۷ نفر از خبرگان فعال بورس اوراق بهادار تهران جهت بررسی روایی محتوایی پرسشنامه ارسال شد، روایی محتوایی پرسشنامه مورد تایید واقع شد. همچنین، بر اساس روش دلفی متغیرهای دیگر که در پرسشنامه در نظر گرفته نشده بود، به پرسشنامه مذکور برحسب نظر خبرگان اضافه گردید و در گام دوم، پرسشنامه طرح شده نهایی توسط ۲۰ نفر از خبرگان پاسخ داده شده است. در این مرحله به روش دیمتل شناسایی عوامل تاثیرگذار سپس به روش تاپسیس رتبه بندی زیرمعیارها موثر بر عملکرد سرمایه‌گذاران انجام شده است. فرآیند پژوهش حاضر در شکل (۱) نمایش داده شده است.

^۱ مشخصات خبرگان در پیوست آورده شده است.



شکل (۱): فرآیند پژوهش

جدول (۲): شاخصها و ابعاد موثر بر تصمیم‌گیری و عملکرد سرمایه‌گذاران

عامل (شاخص)	معیارها
عوامل "شاخص" اقتصادی	تغییرات نرخ بهره بانکی، نرخ تورم، بازده بازارهای موازی بازار سرمایه، کسب سود در بورس، تاثیر تحولات اقتصاد جهانی، نقدینگی سرمایه‌گذاری، ترجیحات سرمایه‌گذاری در بازار سهام در مقایسه با رمز ارزها، پیش‌بینی شرایط سیاسی، پیش‌بینی سیاست‌های اقتصادی.
عوامل "شاخص" روانشناختی	عدم‌طمع در کسب سود، عدم‌پشیمان‌گریزی، عدم‌خریدوفروش‌توده‌وار، عدم‌تصمیم‌گیری سریع، عدم‌فرااتمادی، عدم‌ابهام‌گریزی، عدم‌احساس‌نگرانی و تحت فشار عصبی بودن در انجام معاملات، عدم‌زیان‌گریزی، عدم‌تمایل به معاملات در روزهای آخر هفته.
شاخص سواد مالی "عوامل مالی در سطح شرکت"	معامله بر اساس تحلیل بنیادی، معامله بر اساس تحلیل تکنیکال، تاثیر چشم‌انداز صنعت، شفافیت اطلاعات شرکت، حجم معاملات شرکت، نوع مالکیت شرکت "دولتی - خصوصی".
شاخص کاربرد ارتباطات	موقعیت کاری در نهادهای بازار سرمایه (شرکتهای سرمایه‌گذاری، کارگزاری و غیره)، آشنایی با تصمیم‌گیرندگان اصلی بازار، معامله بر اساس شهرت سهامداران اصلی.
شاخص تمایل به ریسک	حد ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران، شدت تاثیر ادراک ریسک ناشی از سرمایه‌گذاری، شدت تاثیر تمایل به ریسک سرمایه‌گذاری.
شاخص فرهنگ سهامداری	نقش رسانه‌های اجتماعی، توصیه دوستان و آشنایان، تاثیر اخبار غیررسمی مانند کانال‌های بورسی در تلگرام و اینستاگرام، برنامه‌های اعلام شده از سوی سازمان.
شاخص ریسک تغییر مقررات در بازار سرمایه	تغییرات دامنه نوسان در بازار سرمایه، تسهیل ورود به بازار سرمایه، برنامه اعلام شده از سوی سازمان.
شاخص افق زمانی (کوتاه مدت/ بلند مدت)	معامله نمودن بر اساس دوره زمانی کوتاه‌مدت/ بلندمدت، عملکرد نوسان‌گیری در بازار سرمایه.

منبع: مطالعه حاضر بر اساس گزارش مطالعات داخلی و خارجی

۴-۱- تکنیک دیمتل^۱:

تکنیک دیمتل، اولین بار توسط Gabus و Fonetla در سال ۱۹۷۲ توسعه داده شد، از انواع روش‌های تصمیم‌گیری بر اساس مقایسه‌های زوجی است که با بهره‌مندی از قضاوت خبرگان در استخراج عوامل یک سیستم و ساختاردهی نظام مند به آنها با بکارگیری اصول نظریه گراف‌ها، ساختاری سلسله‌مراتبی از عوامل موجود در سیستم همراه با روابط تاثیر و تائر متقابل ارائه می‌دهد، به‌گونه‌ای که شدت اثر روابط مذکور را به صورت امتیاز

^۱ DEMATEL (Decision Making Trial and Evaluation Laboratory)

عددی معین می‌کند. این در جهت شناسایی و بررسی رابطه متقابل بین معیارها و ساختن نگاشت روابط شبکه به کار گرفته می‌شود. از آنجا که گراف‌های جهت‌دار، روابط عناصر یک سیستم را بهتر می‌توانند نشان دهند لذا تکنیک دیمتل مبتنی بر نمودارهایی است که می‌تواند عوامل درگیر را به دو گروه علت و معلول تقسیم نماید و رابطه میان آن‌ها را به صورت یک مدل ساختاری قابل درک درآورد. این روش برای ساختاردهی به یک دنباله از اطلاعات مورد استفاده قرار می‌گیرد. بطوریکه شدت ارتباطات را به صورت امتیازدهی مورد بررسی قرار داده، بازخوردها توأم با اهمیت آنها را تجسس نموده و روابط انتقال‌ناپذیر را می‌پذیرد. مزیت این روش نسبت به تکنیک تحلیل شبکه‌ای، روشنی و شفافیت آن در انعکاس ارتباطات متقابل میان مجموعه‌ای وسیعی از اجزاء می‌باشد. به‌طوریکه متخصصان قادرند با تسلط بیشتری به بیان نظرات خود در رابطه با اثرات (جهت و شدت اثرات) میان عوامل بپردازند. پنج مرحله زیر را می‌توان برای انجام تکنیک دیمتل مورد استفاده قرار داد:

(۱) تشکیل ماتریس تاثیر مستقیم (āij) میزان تاثیر مولفه i بر مولفه j، بر اساس نظر خبرگان.

(۲) نرمال کردن ماتریس تاثیر مستقیم

(۳) محاسبه ماتریس تاثیر کلی

(۴) محاسبه مقادیر تاثیر و ارتباط: محاسبه با استفاده از مقادیر r و s، بیانگر مجموع ردیف‌ها و ستون‌ها.

بنابراین بردار (r+s) میزان تاثیر و اثر عامل مورد نظر در سیستم است. به عبارت دیگر هرچه مقدار s عاملی بیشتر باشد، آن عامل تعامل بیشتری با سایر عوامل سیستم دارد. بردار (r-s) قدرت تاثیرگذاری هر عامل را نشان می‌دهد. بطور کلی اگر r-s مثبت باشد، متغیر یک متغیر علی محسوب می‌شود و اگر منفی باشد، معلول محسوب می‌شود. در نهایت یک دستگاه مختصات دکارتی ترسیم می‌شود. در این دستگاه محور طولی مقادیر r+s و محور عرضی براساس r-s می‌باشد. موقعیت هر عامل با نقطه‌ای به مختصات (r+s, r-s) در دستگاه معین می‌شود (آذر و همکاران، ۱۳۹۸).

۴-۲- تکنیک تاپسیس

این روش در سال ۱۹۸۱ توسط یون و هوانگ^۱ ارائه گردید و در این روش m عامل یا گزینه به وسیله یک فرد یا گروهی از افراد تصمیم گیرنده مورد ارزیابی قرار می‌گیرند. این تکنیک، بر این مفهوم بنا شده است که هر عامل انتخابی باید کمترین فاصله را با عامل ایده‌آل مثبت (مهم‌ترین) و بیشترین فاصله را با عامل ایده‌آل منفی (کم اهمیت‌ترین عامل) داشته باشد. به عبارت دیگر، در این روش میزان فاصله یک عامل با عامل ایده‌آل مثبت و منفی سنجیده شده و این خود معیار درجه‌بندی و اولویت بندی عوامل است (آذر و رجب زاده، ۱۳۸۱). مراحل این روش عبارتند از:

(۱) تعیین ماتریس مقایسه عوامل: رسم ماتریس که در سطر آن عوامل و در ستون آن نظرات افراد و در تلاقی سطر و ستون، میزان اهمیتی که هر پاسخگو برای هر کدام از عوامل است.

¹ Yoon & Hwang

۲) بهنجار کردن ماتریس تصمیم‌گیری: تبدیل مقیاس‌های مختلف اندازه‌گیری ماتریس تصمیم‌گیری به ماتریس بهنجار شده یا ماتریس بی‌مقیاس موزون.

۳) تعیین عامل ایده‌آل مثبت و ایده‌آل منفی: شناسایی مهمترین عامل و کم‌اهمیت‌ترین از نظر خبرگان. محاسبه اندازه جدائی (فاصله): تعیین میزان فاصله هر یک از عوامل از ایده‌آل مثبت و ایده‌آل منفی. بر اساس فرمول زیر:

$$c_i = \frac{\text{مقدار فاصله با ایده آل منفی}}{\text{مقدار فاصله با ایده آل مثبت} + \text{مقدار فاصله با ایده آل منفی}}$$

۴) دسته بندی عوامل بر اساس ترتیبی نزولی C_i . به عبارت دیگر C_i هرچه بالاتر باشد، درجه اهمیت عامل بالاتر است (آذر و همکاران، ۱۳۹۸).

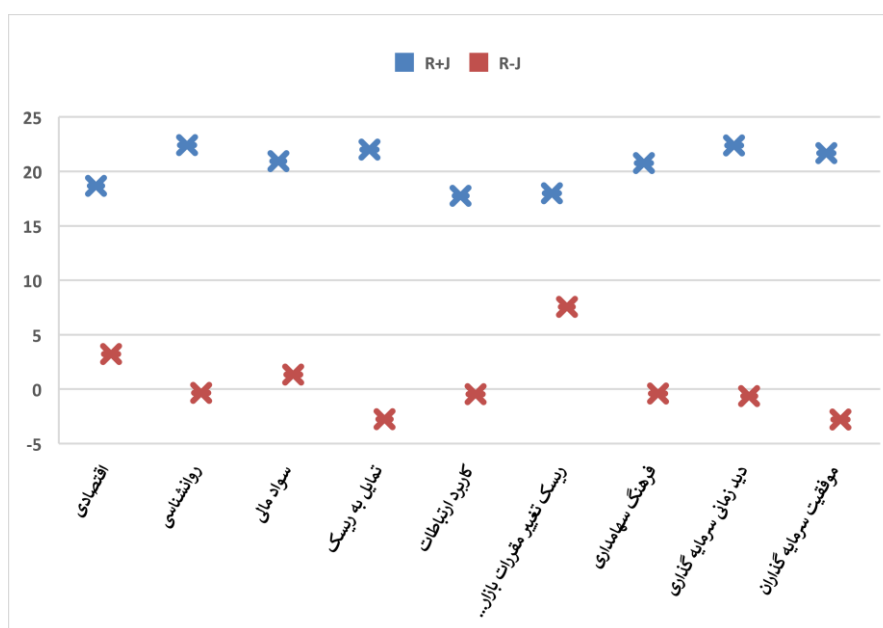
۵- نتایج پژوهش

در این مرحله پژوهش، درجه ارتباط فیما بین متغیرها توسط خبرگان^۱ برای شاخص‌های اصلی اقتصادی، روانشناختی، سواد مالی، تحمل ریسک، ریسک تغییر مقررات بازار سرمایه، کاربرد ارتباطات توسط سرمایه‌گذاران، افق زمانی سرمایه‌گذاری و فرهنگ سهامداری ذکر می‌شود. بر اساس جدول (۳)، r شدت نفوذ بر سایر عناصر و یا به عبارت دیگر میزان تاثیرگذاری عامل بر سایر عوامل (معیارها) سیستم تصمیم‌گیری و z مجموع شدت تحت نفوذ و بازخورد از سایر عناصر یا به عبارت دیگر، بیانگر شدت تاثیرپذیری عامل از سایر عوامل را نشان می‌دهد. از آنجایی که یک فرایند استاندارد و سیستماتیک برای به دست آوردن مقدار آستانه وجود ندارد، بنابراین مقدار آستانه بر اساس دانش تیم متخصص به دست آمده است. مقدار آستانه برای این تصمیم ۰.۷۱ است. به طوری که مقادیر بالاتر از این حد آستانه در فرایند مدل‌سازی مساله تصمیم‌گیری لحاظ و پس از تعیین ماتریس کل، الگوی روابط تاثیر با استفاده از یک مجموعه داده $(r+z)$ و $(r-z)$ محاسبه شده است. ریسک تغییر مقررات بازار سرمایه، شاخص اقتصادی و سواد مالی عوامل تاثیرگذار در این پژوهش شناسایی شده است و براساس نتایج به دست آمده مشخص گردید ریسک تغییر مقررات بالاترین ارزش و بیشترین ارتباط با معیارهای دیگر را دارد و شاخص اقتصادی در رتبه دوم است. در حالی که، موفقیت سرمایه‌گذاران بیشترین تاثیرپذیری را داشته و همچنین عواملی مانند تمایل به ریسک، افق زمانی سرمایه‌گذاری، فرهنگ سهامداری، کاربرد ارتباطات و ویژگی روان‌شناختی، بترتیب بیشترین تاثیرپذیری را داشته‌اند.

^۱ ماتریس تصمیم براساس میانگین پاسخ خبرگان در جدول (۲) در پیوست آمده است.

جدول (۳): محاسبه شدت و جهت تاثیر معیارهای اصلی

وضعیت	r-j	r+j	j	r	شاخص ها (معیارها)
تاثیر گذار	3.22	18.68	7.7	10.9	اقتصادی
تاثیر پذیر	-0.35	22.41	11.38	۳11.0	روانشناسی
تاثیر گذار	1.35	20.94	9.79	11.14	سواد مالی
تاثیر پذیر	-2.77	22.01	12.39	۲9.6	تمایل به ریسک
تاثیر پذیر	-0.47	17.77	9.12	8.65	کاربرد ارتباطات توسط سرمایه‌گذاران
تاثیر گذار	7.56	18.01	7.56	۵10.4	ریسک تغییر مقررات بازار سرمایه
تاثیر پذیر	-0.41	20.76	10.59	10.17	فرهنگ سهامداری
تاثیر پذیر	-0.63	22.38	11.51	10.87	افق زمانی سرمایه‌گذاری
تاثیر پذیر	-2.80	۷21.6	12.23	9.43	موفقیت سرمایه‌گذاران



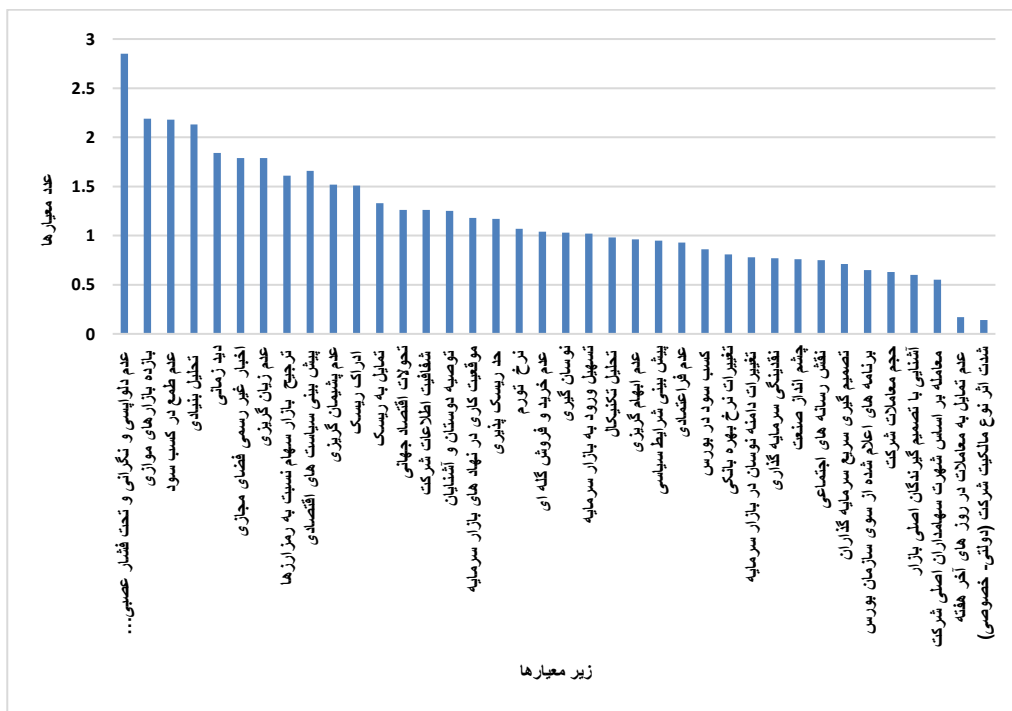
نمودار (۴-۵): ارتباط - اثر شاخص‌ها بر همدیگر

با توجه به اینکه در مرحله قبل، براساس روش دیمتل، نشان داده شده که میان ابعاد و شاخص‌های اقتصادی، ویژگی روانشناختی، سواد مالی، تمایل به ریسک، کاربرد ارتباطات، فرهنگ سهامداری و افق زمانی سرمایه‌گذاری و موفقیت سرمایه‌گذاران، ارتباط اثرگذاری و اثرپذیری وجود دارد. لذا در این مرحله، به رتبه‌بندی اهمیت ابعاد و زیر معیارهای شاخص‌های اصلی با استفاده از تکنیک تاپسیس پرداخته شده است. در این مرحله، نتایج بر اساس

اولویت‌بندی شاخص‌ها بر اساس فاصله از معیار ایده‌آل مثبت و منفی، گزارش شده است. محاسبه نرخ ارزیابی ماتریس‌های تصمیم‌گیری^۱ از آن جهت که تعداد پرسش‌شوندگان بیش از ۱ نفر (۲۰ نفر) بوده است، براساس میانگین حسابی پرسش‌شوندگان صورت گرفته است. با توجه به آنچه ذکر شد بر اساس ماتریس تصمیم‌نرمال شده نظرات خبرگان، اهمیت نسبی هر شاخص برای تصمیم‌گیری ماتریس تصمیم به مقیاس موزون برای معیارها بدست آمد. به منظور وزن شاخص‌ها نیز از روش SAW استفاده شده است. نهایتاً در این مرحله فاصله از ایده‌آل مثبت و ایده‌آل منفی برای معیارها، مطابق جدول (۴) استخراج گردید.

بر اساس گزارش جدول (۴) و نمودار (۲) عدم احساس دلواپسی و نگرانی و تحت فشار عصبی بودن سرمایه‌گذاران در انجام معاملات، بازده بازارهای موازی بازار سرمایه، عدم طمع در کسب سود و معامله بر اساس تحلیل تکنیکال، شدت تاثیر اخبار غیررسمی فضای مجازی مانند تلگرام و اینستاگرام و عدم زیان‌گریزی در رتبه‌های ۱ تا ۷ اهمیت بر عملکرد سرمایه‌گذاران قرار دارند. سپس به ترتیب ترجیح سرمایه‌گذاری در بازار سهام نسبت به رمزارزها و پیش‌بینی سیاست‌های اقتصادی، عدم پشیمان‌گریزی، ادراک ریسک ناشی از سرمایه‌گذاری و تمایل به ریسک سرمایه‌گذاری در رتبه‌های ۸ تا ۱۴ تاثیرگذاری مشابه بر موفقیت عملکرد قرار دارند. سایر زیرمعیارها نیز از بیشترین به کمترین بر حسب درجه اهمیت عبارت بودند از اهمیت تحولات اقتصاد جهانی، شفافیت اطلاعات شرکت، توصیه دوستان و آشنایان، موقعیت‌کاری در نهادهای بازار سرمایه (شرکتهای سرمایه‌گذاری، کارگزاری و غیره)، حد ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران، نرخ تورم، عدم خریدوفروش گله‌ای، عملکرد نوسان‌گیری، تسهیل ورود به بازار سرمایه، معامله بر اساس تحلیل تکنیکال، عدم ابهام‌گریزی، پیش‌بینی شرایط سیاسی، عدم فرااعتمادی، کسب سود سرمایه‌گذاری در بورس و تغییرات نرخ بهره بانکی، تغییرات دامنه نوسان در بازار سرمایه، نقدینگی سرمایه‌گذاری، چشم انداز صنعت، نقش رسانه‌های اجتماعی، عدم تصمیم‌گیری سریع سرمایه‌گذاران. از طرفی نوع مالکیت شرکت (دولتی - خصوصی)، عدم تمایل به معاملات در روزهای آخر هفته، معامله براساس شهرت سهامداران اصلی شرکت، آشنایی با تصمیم‌گیرندگان اصلی بازار، شدت اثر حجم معاملات شرکت و برنامه‌های اعلام شده از سوی سازمان بورس، بترتیب کمترین معیارهای تاثیرگذار بر موفقیت عملکرد سرمایه‌گذاران نتیجه گرفته شدند.

^۱ ماتریس تصمیم براساس میانگین پاسخ خبرگان در جدول (۳) در پیوست آمده است.



نمودار (۲): رتبه بندی زیر معیارها بر اساس تکنیک تاپسیس

جدول (۴): رتبه بندی زیر معیارها بر حسب اهمیت معیارها

رتبه	معیارها	شاخص اصلی	عدد محاسباتی
۱	عدم احساس نگرانی و تحت فشار عصبی بودن سرمایه‌گذاران در انجام معاملات	روانشناختی	۲.۸۵
۲	بازده بازارهای موازی بازار سرمایه	روانشناختی	۲.۱۹
۳	عدم طمع در کسب سود	روانشناختی	۲.۱۸
۴	معامله بر اساس تحلیل بنیادی	سواد مالی	۲.۱۳
۵	افق زمانی (کوتاه/ میان/ بلندمدت)	افق زمانی	۱.۸۴
۶	اخبار غیر رسمی فضای مجازی مانند تلگرام و اینستاگرام	فرهنگ سهامداری	۱.۷۹
۷	عدم زیان‌گریزی	روانشناختی	۱.۷۹
۱۰	ترجیح سرمایه‌گذاری در بازار سهام نسبت به رمزارزها	اقتصادی	۱.۶۱
۱۱	پیش‌بینی سیاست‌های اقتصادی	اقتصادی	۱.۶۶
۱۲	عدم تأثیر پشیمان‌گریزی	روانشناختی	۱.۵۲
۱۳	ادراک ریسک ناشی از سرمایه‌گذاری	تمایل به ریسک	۱.۵۱
۱۴	تمایل به ریسک سرمایه‌گذاری	تمایل به ریسک	۱.۳۳

رتبه	معیارها	شاخص اصلی	عدد محاسباتی
۱۵	تحولات اقتصاد جهانی	اقتصادی	۱.۲۶
۱۶	شفافیت اطلاعات شرکت	سواد مالی	۱.۲۶
۱۷	توصیه دوستان و آشنایان	فرهنگ سهامداری	۱.۲۵
۱۸	موقعیت کاری در نهاد های بازار سرمایه (شرکتهای سرمایه‌گذاری، کارگزاری و غیره)	کاربردارتباطات	۱.۱۸
۱۹	حد ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران	تمایل به ریسک	۱.۱۷
۲۰	نرخ تورم	اقتصادی	۱.۰۷
۲۱	عدم خرید و فروش گله‌ای (توده‌وار)	روانشناختی	۱.۰۴
۲۲	عملکرد نوسان‌گیری سرمایه‌گذاران	افق زمانی	۱.۰۳
۲۳	تسهیل ورود به بازار سرمایه	مقررات	۱.۰۲
۲۴	معامله براساس تحلیل تکنیکال	سوادمالی	۰.۹۸
۲۵	عدم ابهام‌گریزی سرمایه‌گذاران	روانشناختی	۰.۹۶
۲۶	پیش‌بینی شرایط سیاسی	اقتصادی	۰.۹۵
۲۷	عدم فراعتمادی سرمایه‌گذاران	روانشناختی	۰.۹۳
۲۸	کسب سود در بورس	اقتصادی	۰.۸۶
۲۹	تغییرات نرخ بهره بانکی	اقتصادی	۰.۸۱
۳۰	تغییرات دامنه نوسان در بازار سرمایه	مقررات	۰.۷۸
۳۱	نقدینگی سرمایه‌گذاری	اقتصادی	۰.۶۷
۳۲	چشم انداز صنعت	سواد مالی	۰.۷۶
۳۳	نقش رسانه‌های اجتماعی (اخبار حوزه بازار سرمایه)	فرهنگ سهامداری	۰.۷۵
۳۴	تصمیم‌گیری سریع سرمایه‌گذاران	روانشناختی	۰.۷۱
۳۵	برنامه‌های اعلام شده از سوی سازمان بورس	فرهنگ سهامداری	۰.۶۵
۳۶	اثر حجم معاملات شرکت	سوادمالی	۰.۶۳
۳۷	آشنایی با تصمیم‌گیرندگان اصلی بازار	ارتباطات	۰.۶۰
۳۸	معامله بر اساس شهرت سهامداران اصلی شرکت	ارتباطات	۰.۵۵
۳۹	عدم تمایل به معاملات در روزهای آخر هفته	روانشناختی	۰.۱۷
۴۰	نوع مالکیت شرکت (دولتی- خصوصی)	سوادمالی	۰.۱۴

۶- بحث و بررسی

در پژوهش حاضر با هدف شناسایی و رتبه‌بندی عوامل موثر بر موفقیت ناشی از تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس، ابتدا معیارهای موثر، تغییر مقررات در بازار سرمایه، عوامل اقتصادی و سواد مالی به عنوان معیارهای علی و تاثیرگذار بر تمایل به ریسک، افق‌زمانی سرمایه‌گذاری، فرهنگ سهامداری، کاربرد ارتباطات و ویژگی‌های روان‌شناختی سرمایه‌گذاران شناسایی شدند. سپس در مرحله بعدی، بر اساس رتبه‌بندی یا اولویت‌دهی زیرمعیارهای مرتبط با هر یک از معیارها نتیجه گرفته شد به ترتیب زیرمعیار مرتبط با شاخص‌های اقتصادی (بازده

بازارهای موازی بازار سرمایه، ترجیح سرمایه‌گذاری در بازار سهام نسبت به رمزارزها و پیش‌بینی سیاست‌های اقتصادی)، عدم سوگیری روانشناختی (عدم احساس دلواپسی و نگرانی و تحت فشار عصبی بودن سرمایه‌گذاران در انجام معاملات، عدم طمع در کسب سود)، سواد مالی (معامله بر اساس تحلیل بنیادی) و افق زمانی سرمایه‌گذاری از اهمیت بسزایی در موفقیت سرمایه‌گذاران برخوردار هستند.

عدم احساس نگرانی و تحت فشار عصبی بودن در انجام معاملات و عدم طمع در کسب سود (عدم سوگیری روانشناختی) رتبه اول و سوم تاثیرگذاری را دارا هستند، زیرا نگرانی و اضطراب به‌طور غیرمستقیم به عنوان مولفه موثر بر ریسک ادراک‌شده بر تصمیم‌گیری و عملکرد سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد و تاثیر این معیار در پژوهش‌های سیف الهی و همکاران (۱۳۹۴) و نایب محسنی و همکاران (۱۴۰۰) تایید شده است. از زیر معیارهای دیگر روانشناختی، عدم طمع در کسب سود نیز در رتبه سوم اهمیت بر موفقیت سرمایه‌گذاران قرار دارد که در مطالعات عبدالرحیمیان و همکاران (۱۴۰۰) و نایب محسنی و همکاران (۱۴۰۰) به عنوان عدم سوگیری رفتاری در سرمایه‌گذاری نتیجه گرفته شده است. پرهیز از پشیمانی نیز در میان سایر معیارها در رتبه متوسط اهمیت قرار گرفته است. در اصل پشیمان‌گریزی انگیزه فرار از احساس تاسف است که در اثر قضاوت و تصمیم اشتباه بوجود می‌آید و افراد بخاطر گرایش از عدم احساس تاسف به‌گونه‌ای عمل می‌کنند تا مدت‌ها به سرمایه‌گذاری زیان‌ده خود متعهد مانده و از قبول اشتباه تحقق زیان پرهیز می‌کنند. در پژوهش‌های پیشین احمدی و همکاران (۱۳۹۶) و سیف‌الهی و همکاران (۱۳۹۴) اثر این عامل رفتاری را بررسی نموده و دریافتند که این متغیر تاثیر معنی‌دار بر سرمایه‌گذاری دارد. اثر معنی‌دار رفتار توده‌وار به عنوان عامل علی دیگر در تصمیمات سرمایه‌گذاران در مطالعات نایب محسنی (۱۴۰۰)، آسیایی اقدم و همکاران (۱۴۰۰)، بوزک، آشا و بارکا (۲۰۲۰)، پروین و همکاران (۲۰۲۰)، بکر و چون بوی (۲۰۱۶) و عبدلی و حیدری (۱۴۰۰)، سیف‌الهی و همکاران (۱۳۹۷)، احمدی و همکاران (۱۳۹۶) و کیمیا و همکاران (۲۰۱۶) تایید شده است. به نقل از بنتازی و تالر (۱۹۹۵) در اصل زیان‌گریزی تمایل سرمایه‌گذار به پرهیز از زیان بیشتر از کشش آنها به کسب سود است. به‌طوریکه مانع می‌شود تا سرمایه‌گذار خود را از سرمایه‌گذاری‌های غیرسودآور حتی هنگامیکه خود نیز انتظار تغییر و بهبود اساسی در آنها را ندارد، خلاص شود. عدم فرااعتمادی نیز به معنی انتصاب موقعیت‌ها به مهارت‌های شخصی و عدم موفقیت به شانس بد به‌عنوان مقوله‌ای علی اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در ادبیات موضوع توسط بوزک، آشا و بارکا (۲۰۲۰)، پروین و همکاران (۲۰۲۰)، آسیایی اقدم و همکاران (۱۴۰۰) و نایب محسنی و همکاران (۱۴۰۰)، کیمیا و همکاران (۲۰۱۶) تایید شده است.

بازده بازار موازی حایز اهمیت‌ترین معیار اقتصادی در رتبه دوم تاثیرگذاری، شناسایی و در مطالعه پیمانی، رضا و سیفی (۱۳۹۹)، ابراهیمی سروعلیا و همکاران (۱۳۹۶) و محمدی و ستوده (۱۳۹۳) نیز تایید شده است. طلا و سکه، معیار حفظ ارزش پول درمقابل تورم و بحران‌های مالی به دلیل ارزش ذاتی و قابلیت نقدشوندگی بالا، یک دارایی مطمئن برای حفظ ارزش دارایی به شمار می‌آید. از طرفی، ارز به عنوان یک دارایی موجود در سبد دارایی افراد و همچنین بر اساس سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با رویکرد صادراتی و وارداتی محور، موثر بر عملکرد سرمایه‌گذاری در بورس است.

با توجه به رتبه چهارم اهمیت تحلیل بنیادی بدست آمده، جهت سرمایه‌گذاری موفق برحسب تنوع ابرازهای پیچیده در بازار مالی، سواد مالی ضروری است. زیرا سرمایه‌گذاران باید بتوانند فرصت‌های مالی را بشناسند و تصمیم بهینه اتخاذ کنند. بررسی اطلاعات حسابداری سرمایه‌گذاران نشان داده است، مابین اطلاعات بنیادی و تصمیمات سرمایه‌گذاری رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. به‌طوریکه سرمایه‌گذاران با توجه به بازده مورد انتظار سهام، درآمد و سود مورد انتظار شرکت و نسبت قیمت بازار به سود هر سهم (P/E) سرمایه‌گذاری می‌کنند. این یافته منطبق با مطالعات امینی (۱۴۰۱)، لگیتاما و همکاران (۲۰۲۱)، حسن زاده و همکاران (۱۴۰۰)، میرمحمدی صدرآبادی و شاکریان (۱۳۹۸)، دهقان و علیخانی (۱۳۹۸) و جلیوند و نوروزآباد (۱۳۹۶) است.

همچنین، افق زمانی سرمایه‌گذاری به عنوان سوگیری کوتاه‌نگری مورد توجه قرار گرفت. گرجی‌زاده و خانمحدی (۱۳۹۶) نشان دادند افق‌زمانی بیشترین تاثیر را بر حجم سرمایه‌گذاری افراد می‌گذارد و در این پژوهش اهمیت بسزای آن در موفقیت سرمایه‌گذاران تایید شد. اما اخبار غیررسمی مرتبط با بورس در فضای مجازی شامل انتشار اخبار مرتبط با اقتصاد کلان، یکسان‌سازی نرخ ارز، افزایش قیمت حامل‌های انرژی، افزایش نرخ بهره بانکی، تامین مالی دولت از بورس و اخبار سیاسی مرتبط با روند مذاکرات برجام و همچنین اخبار صنعتی مانند افزایش سرمایه، طرح‌های توسعه و ورشکستگی شرکت‌ها از جمله عوامل مهم اثرگذار بر سرمایه‌گذاری رتبه‌بندی شده‌اند که ارتباط مذکور من جمله توسط نایب محسنی و همکاران (۱۴۰۰)، رجبی (۱۴۰۰) و چن و همکاران (۲۰۱۱) تایید شده است. از طرفی، ترجیح سرمایه‌گذاری در بازار سهام نسبت به رمزارزها با توجه به ناشناخته بودن بازار رمزارزها براساس رتبه‌بندی از نظر خبرگان نتیجه گرفته شد، تمرکز بر یک دارایی مالی باعث شناخت کامل‌تر و کاهش ریسک ادراکی و اخذ تصمیمات بهینه‌تر می‌شود. همچنین پیش‌بینی سیاست‌های اقتصادی به عنوان یکی از مهمترین عوامل زمینه‌ای اثرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مشابه پژوهش‌های گویتا، پاربخ و کوماردوتا (۲۰۲۱)، کرکه‌آبادی و حیدری نظر (۱۴۰۱) و شفیع‌ی سردشت مرادی و زنجانی (۲۰۱۴) ذکر شده است. پیش‌بینی سیاست‌های اقتصاد مولفه موثر بر افزایش ریسک ادراک شده سرمایه‌گذاران است. نااطمینانی اقتصادی، اختلال در سیستم قیمت‌ها و پیش‌بینی سودآوری سرمایه را ایجاد می‌کند و اقتصاد باثبات بیشتر منجر به اعتماد سرمایه‌گذاران شده و ریسک کمتری را درخصوص نوسانات خرد و کلان اقتصادی موثر بر قیمت‌ها و سودآوری سهام احساس می‌کنند. همچنین، ساختار فرهنگی در ایران و اثرگذاری آن بر رفتاری فردی و گروهی افراد بویژه در بازار سرمایه، لزوم شناخت مالی رفتاری را اجتناب‌ناپذیر می‌کند. این است که به جای تقاضای دو طرفه و داشتن خریداران و فروشندگان در یک زمان، با تقاضای یکطرفه و صف‌های خرید و فروش مواجه هستیم و بی‌شک از مصادیق الگوی رفتاری خاص حاکم بر بازار است. سمت و جایگاه شغلی سرمایه‌گذار نیز به عنوان یکی از عوامل مداخله‌گر در تصمیم به سرمایه‌گذاری است. اغلب تازه واردین که از بازار سرمایه شناخت کافی ندارند از توصیه دوستان آشنایان و تجربه دیگران بیشتر تبعیت می‌کنند که موجب بیش‌واکنشی، کم‌واکنشی و توده‌واری در سرمایه‌گذاری می‌شود و در پژوهش نایب‌محسنی و همکاران (۱۴۰۰) نیز این امر تایید شده است. اهمیت ریسک ادراک شده نیز متشکل از مولفه‌های روانشناختی «دانش، ریسک‌پذیری، اعتماد و خودکارآمدی» مطرح شده در مطالعه کنجکاو فرد و همکاران (۱۳۹۵) و مولفه‌های شرکتی همچون «سودآوری، نقدینگی، اندازه شفافیت»

برگرفته از مطالعه رهنمای‌رودپشتی و همکاران (۱۳۹۴)، در پژوهش حاضر جزء معیارهای اثرگذار بر عملکرد سرمایه‌گذاری رتبه‌بندی شده است. در نهایت، این پژوهش از حیث در نظر گرفتن و رتبه بندی اکثریت معیارهای مرتبط با شاخص‌های اثرگذار بر عملکرد موفقیت‌آمیز سرمایه‌گذار که در مطالعات پیشین این‌گونه در نظر گرفته نشده، دارای قوت بوده و نتایج آن نسبت به سایر مطالعات مشابه، مشهود است و با شواهد تجربی تطابق و همگرایی دارد. بنابراین واکنش‌های رفتاری و هیجانی سرمایه‌گذاران در بورس باعث عدم موفقیت سرمایه‌گذاران و ناکارایی بیشتر بازار خواهد شد و تغییرات شاخص‌های اقتصادی و سیاسی منجر به عدم تصمیم‌گیری صحیح می‌شود. همچنین حجم زیاد مشارکت‌کنندگان در بازار، سبب حجم زیاد معاملات مانند بیش واکنشی، کم‌واکنشی و رفتار توده‌وار شده و ضعف ساختار بازار سرمایه نیز مانند تغییرات مقررات بازار و تغییر دامنه نوسان موجب وقفه‌های مصنوعی در معاملات سهام و جلوگیری از تطابق سریع قیمت‌ها و ارزش ذاتی سهام می‌شود. لذا هر چه شناخت سرمایه‌گذاران از واکنش رفتاری خود در مورد پیش‌بینی متغیرهای اقتصادی و سیاسی بیشتر باشد منجر به اتخاذ تصمیمات بهینه‌تر در راستا موفقیت و کسب بازده بیشتر مرتبط با ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود.

در این پژوهش، عدم وجود سنجه‌های دقیق برای تعیین تجربی تمایلات سرمایه‌گذاران و اتکا به ابزار پرسشنامه برای سنجش عوامل با توجه به طراحی سوالات متعدد پرسشنامه مقیاس زوجی و تمرکز خبرگان در جهت پاسخ دهی سوالات جهت وزن دهی صحیح جز مهم‌ترین محدودیت‌ها می‌توان برشمرد.

همچنین از آن جهت که هر پژوهش با توجه به قلمرو خود نمی‌تواند تمامی جنبه‌های یک مساله را پوشش دهد، به همین دلیل برای بدست آوردن دیدگاهی جامع‌تر از عوامل موثر بر تصمیم‌گیری بهتر در حوزه بازار سهام و موفقیت سرمایه‌گذاران، پیشنهاد می‌شود مطابق با این نتایج، تقویت تحلیل وضعیت و حساسیت پیش‌بینی قیمت سهام از طریق شرکت سرمایه‌گذاران در کارگاه‌های سواد مالی بورس و شناخت تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاری، موجب بهبود رفتار مالی و موفقیت سرمایه‌گذاری آنها اقدام شود.

فهرست منابع

- * ابراهیمی سرو علیا، محمدحسن، باباجانی، جعفر. حنفی زاده، پیام. عباد پور، بهرام. ۱۳۹۵. عوامل تعیین‌کننده رفتار سهامداران جزء در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل‌سازی معادلات ساختاری. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری. ۱۴۵-۱۳۱.
- * احمدی، داریوش. ندیری، محمد. یزدانی، حمیدرضا. رهنما، روح اله. مهدیخانی، حبیب. ۱۳۹۶. شناسایی و رتبه بندی عوامل رفتاری موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. سومین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، حسابداری، اقتصاد دانش بنیان با تاکید بر اقتصاد مقاومتی. ۱۸-۱.
- * آسیایی اقدم، لیلا. رحیم زاده، اشکان. فلحی، نعمت. رجائی، یدالله. ۱۴۰۰. انتخاب سبد دارایی سهام مبتنی بر روش اقتصاد رفتاری (مورد مطالعه بازار بورس تهران). فصلنامه اقتصاد مالی. ۱۸۹-۱۵۵.
- * آقابابائی، محمدابراهیم. علییان، الهام. ۱۴۰۱. بررسی تاثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر نقدشوندگی بازار و نوسان آن در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه تحقیقات مالی. ۸۰-۶۱.

- * امینی، محسن. ۱۴۰۱. بررسی تاثیر سواد مالی سرمایه‌گذاران بر نوسانات بازده سهام. نشریه مطالعات اقتصاد، مدیریت مالی و حسابداری. ۱۱۸-۱۰۳.
- * تاجمیری‌یاحی، حامد. رهنمای رودپشتی، فریدون. ۱۳۹۲. مدلسازی تاثیر تورش‌های رفتاری بر رکود بازار سرمایه براساس رویکرد تفسیری- ساختاری (ISM). مجله مهندسی مالی و اوراق بهادار. ۱۳۰-۱۱۱.
- * حسینی، سیدعلی. مرشدی، فاطمه. ۱۳۹۸. تاثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر پویایی معاملات بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی. ۲۲-۱.
- * خاکساریان، فاطمه. آزادی، کیهان. میربرگ کار، سید مظفر. ۱۳۹۹. شناسایی و رتبه بندی عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سهامداران جهت سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار. ۲۹-۱.
- * جلیلود، ابوالحسن. رستمی نوروزآباد، مجتبی. ۱۳۹۶. تعاملات سواد مالی، احساسات سرمایه‌گذاران، ادراک ریسک و تمایل به سرمایه‌گذاری شواهدی از بوری اوراق بهادار تهران. سال هفتم. شماره ۲. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری. ۱۶۹-۱۴۱.
- * جعفری، سلیل. گرکز، منصور. سعیدی، پرویز. معطوفی، علیرضا. ۱۳۹۹. بررسی نقش عوامل روان شناختی و عملکردی بر تمایل به سرمایه‌گذاری و ریسک ادراک شده سرمایه‌گذاران. نشریه علمی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. ۶۲-۴۷.
- * کرکه‌آبادی، مهدیه. حیدری نظر، آیت‌اله. ۱۴۰۱. واکنش بازار سهام، احساسات سرمایه‌گذار و بازده سهام در دوران کرونا. همایش پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری. ۲۶۰-۲۳۲.
- * کمالی دولت آبادی، محبوبه. نوراله زاده، نوروز. ۱۴۰۰. جایگاه عوامل روان‌شناختی در اقتصاد و رفتار بازار سرمایه. نشریه مطالعات مدیریت و کارآفرینی. ۱۰۷-۸۲.
- * کنجکاو فرد، امیررضا. فتحی، سعید. رنجبریان، بهرام. ۱۳۹۴. تبیین مدل ریسک ادراک‌شده مشتریان خدمات سرمایه‌گذاری. دو فصلنامه علمی - پژوهشی کاوش‌های مدیریت بازرگانی. ۲۱۰-۱۹۱.
- * گرجی زاده، داود. خانمحمدی، محمد حامد. ۱۳۹۶. بررسی اثر عوامل مالی رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران انفرادی. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری. ۲۹۲-۲۷۵.
- * دهقان خاوری، سعید. میرجلیلی، سید حسین. ۱۳۹۸. تعامل ریسک سیستماتیک با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه اقتصاد مالی. ۲۸۲-۲۵۷.
- * رحمانی نوروزآباد، سامان. محمدی، اسفندیار. ۱۳۹۸. پیامدهای سواد مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و عملکرد سرمایه‌گذاری. فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. ۱۲۶-۱۱۳.
- * رجبی، احسان. تاثیرپذیری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران نسبت به اخبار غیرواقعی در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه سیاست‌های مالی و اقتصادی. ۱۲۷-۱۰۳.

- * سلیمی، محمد. ابراهیمی شقاقی، مرضیه. مشایخی فرد، فرید. ۱۴۰۰. بررسی تاثیر ویژگی‌های شخصیتی و انگیزه فردی بر تمایل رفتار توده وار سرمایه‌گذاران با نقش تعدیلی تجربه و دانش مالی سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار. پژوهش‌های مالی و رفتاری در حسابداری. ۲۰-۱.
- * سیف الهی، راضیه. ۱۳۹۳. بررسی مقایسه‌ای عوامل رفتاری در سرمایه‌گذاری‌های دارایی‌های مالی. پایان‌نامه برای دریافت درجه کارشناسی ارشد گرایش مالی. دانشکده مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز. ۲۷۰-۱.
- * قربانی بجنیدی، شهلا. شاهوردیانی، شادی. ۱۳۹۷. عوامل رفتاری موثر بر رفتار سرمایه‌گذاران در فرهنگ‌های مختلف ایران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری. ۱۳۲-۱۲۱.
- * میرمحمدی صدآبادی، محمد. شاکریان، حامد. ۱۳۹۸. بررسی نقش سواد مالی و دانش مالی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری. فصلنامه مدیریت کسب و کار. 311-335.
- * عبدالرحیمیان، محمد حسین. ترابی، تقی. صادقی شریف، سید جلال. دارایی، رویا. شناسایی عوامل موثر بر رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی و ارائه الگوی مرتبط با استفاده از رویکرد تحقیق ترکیبی (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران). ۱۳۹۸. نشریه علمی پژوهشی مدیریت فردا. ۱۶-۱.
- * عبدلی، قهرمان. حیدری، محمد. ۱۴۰۰. بررسی واکنش نامتناسب سرمایه‌گذاران در بازار سهام ایران. فصلنامه راهبرد مدیریت مالی. ۸۷-۱۰۶.
- * محمدی، علی. ستوده، فیروزه. ۱۳۹۳. طراحی و تبیین مدل جامع از عوامل خرد و کلان موثر بر انگیزه سرمایه‌گذاری سهامداران در بورس اوراق بهادار. فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. ۱۱۴-۱۰۳.
- * نایب محسنی، شیدا. خلیفه سلطانی، سیداحمد. حجازی، رضوان. ۱۴۰۰. تدوین مدل رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در بازار سرمایه ایران. مجله تحقیقات مالی. ۶۵۲-۶۲۶.
- * ولیان، حسن. عبدلی، محمدرضا. صفری گرایلی، مهدی. قلیچ لی، جعفر. ۱۳۹۷. تبیین مدل حسابداری ذهنی در انتخاب پرتفوی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد افق سرمایه‌گذاری. نشریه علمی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. ۱۰۸-۸۹.
- * Baker, S. Churi Yi, A. 2016. The impact of psychological factors on investor s decision making in malaysian stock market, A case study klang valley and pahang. *Procedia economics and finance*. 319-328.
- * Bourezk, Hind. Acha, Nawfal. Barka, Hafid. 2020. Factors Influencing Moroccan Individual Investor Behavior: Survey Evidence. *International Journal of Business and Technology Studies and Research*. 1-14.
- * Gupta, Dev, Parikh, Akanksha , Kumar Datta, Tapan. 2021. A multi-criteria decision-making approach to rank the sectoral stock indices of national stock exchange of India based on their performances. *National Ecounting Review*. 272-292.
- * Kashif, Rashid. Bin Tarigh, Yasir. Ur Rehman, Mahmood. 2020. Behavioral errors and stock market investment decisions: recent evidence from pakistan. www.emerald.com/insight/2443-4175.htm. 1-17.
- * Lodhi, S. (2014). Factors influencing individual investor behaviour: An empirical study of city Karachi. *Journal of Business and Management*, . 68-76.
- * Logitama, Ainun . Setiawan, Lilik. Hayat, Atma. 2021. Control behaviors affecting investment decision making. *International Journal of Economics, Business, and Accounting Research (IJEBA)*. 278-291.

- * Parveen, Sh., Satti, Z., Subhan, Q., & Jamil, S. (2020). Exploring market overreaction, investors' sentiments and investment decisions an emerging stock market. *Borsa Istanbul Review* . 224-235.
- * Paule-Vianez, Jessica Gómez-Martínez, Raúl. Prado-Román, Camilo. 2020. A bibliometric analysis of behavioural finance with mapping analysis tools. *European research on management and business economic*. 71-77.
- * Sha, N, Yousoof, I. (2021). Behavioral investor types and financial market players in Oman. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*. 285-294.
- * Shafiee Sardasht, Morteza. Moradi, Mohsen. Rahmani, Hamed. 2014. An empirical study of factors affecting investors' decisions in the Iranian Stock Market: A combined DEMATEL-ANP approach. *The IEB international journal of finance*, . 112-149.
- * Peymany, Moslem. Erza, Amir Hossein. Seifi, Farnaz. Asymmetric Reaction of Investors to Market Risk, Illiquidity Risk, and Credit Risk: Evidence from Tehran Stock Exchange (TSE). *Iranian journal of finance*. 45-65.

پيوست

جدول (۱): مشخصات خبرگان نمونه آماری

فعالیت بصورت سرمایه‌گذار حقیقی / حقوقی	مدت زمانی فعالیت در بورس	سطح تحصیلات	جنسیت	
حقیقی - حقوقی	۸	دکتری	مرد	۱
حقیقی - حقوقی	۷	دکتری	زن	۲
حقیقی - حقوقی	۱۰	دکتری	مرد	۳
حقیقی - حقوقی	۱۰	دکتری	مرد	۴
حقیقی	۱۵	دکتری	مرد	۵
حقیقی	۸	ارشد	مرد	۶
حقیقی	۷	دکتری	مرد	۷
حقیقی	۱۲	ارشد	مرد	۸
حقیقی	۵	ارشد	مرد	۹
حقیقی - حقوقی	۱۲	دکتری	مرد	۱۰
حقیقی	۷	ارشد	مرد	۱۱
حقیقی	۱۰	ارشد	مرد	۱۲
حقیقی - حقوقی	۱۱	ارشد	مرد	۱۳
حقیقی - حقوقی	۲۰	دکتری	مرد	۱۴
حقیقی	۶	ارشد	مرد	۱۵
حقیقی - حقوقی	۱۲	ارشد	مرد	۱۶
حقیقی	۵	ارشد	مرد	۱۷
حقیقی	۱۵	ارشد	زن	۱۸
حقیقی	۱۰	ارشد	زن	۱۹
حقیقی	۷	دکتری	مرد	۲۰

جدول (۲): ماتریس تصمیم تاثیر مستقیم معیارها (شاخص‌ها) بر اساس نظر خبرگان

موفقیت	دید زمانی	فرهنگی	تغییر مقررات	ارتباطات	تمایل ریسک	سواد مالی	روان شناسی	اقتصادی	شاخص‌ها
2.84	3	2.23	2.30	2	2.92	۷1.7	۷2.7	0	اقتصادی
3.38	3.5	۴2.5	1.61	2	2.92	2.46	0	1.61	روان شناسی
2.92	3.4	2.84	۷1.7	2	3.07	0	2.30	1.92	سواد مالی
۴2.5	2	1.92	1.61	2.38	0	2.07	۷2.	2	تمایل ریسک
2.84	1	1.84	1.38	0	۷2.7	2.23	2.07	1.30	ارتباطات
2.38	2.89	2.84	0	2.15	۷2.7	1.61	2.07	2.15	تغییر مقررات
2.30	2.9	0	1.61	2.15	۷2.7	2.30	2.61	1.61	فرهنگ سهامداری
3.15	0	3.07	۷1.7	1.69	2.9	2.38	3	۷1.	دید زمانی
0	2.38	1.92	1.30	1.84	2.69	2.38	2.92	1.30	موفقیت

جدول (۳): ماتریس تصمیم در تاپسیس

موفقیت	دید زمانی	فرهنگ	تغییر مقررات	تحمل ریسک	ارتباطات	سواد مالی	روانشناختی	اقتصادی	شاخص‌ها / معیارها
4.7	5	4.6	4.5	5	3.7	4.3	4.8	6.6	نرخ بهره بانکی
6	5.5	4.8	4.2	5.8	3.8	3.4	5.5	6.3	نرخ تورم
6.1	6	6.3	4.1	6.4	4.8	4.5	6.2	5.7	بازده بازارهای موازی
5.8	5.5	5.2	3.7	5.3	4	4.5	4.7	6.6	کسب سود سرمایه‌گذاری
6.4	5.6	5	3.7	5.5	4.05	4.7	4.8	6.4	تحولات اقتصاد جهانی
5.5	5.2	4.6	3.7	5.3	3.7	3.4	5	6.1	نقدینگی سرمایه‌گذاری
6.2	5.5	4.6	5.2	5.3	3.6	3.7	5.1	5.4	پیش‌بینی شرایط سیاسی
6	6.2	5.5	5.3	6	4	4.4	5.5	5.6	پیش‌بینی سیاست‌های اقتصادی
6.6	6.4	6.2	4.3	6.1	4.5	4.7	6.05	5.5	عدم طمع در کسب سود
5.5	5.6	5.3	4.4	5.5	5.3	5.3	5.6	5.3	عدم پشیمان‌گریزی
6.3	5.3	4.9	3.8	5.9	4.8	4.15	5.4	4.3	عدم خرید و فروش گله‌ای
5.5	4.3	4.1	4.2	5.2	4.5	4.5	5.7	4.8	عدم تصمیم‌گیری سریع
5.1	5.1	5.1	4.4	5.6	4.7	4.7	4.4	5.3	عدم فراعتمادی
5.8	5.5	5.1	4.8	5.3	4.6	3.9	5.2	4.8	عدم ابهام‌گریزی
6.5	6.1	6	5.6	7.05	5.2	5.3	5.8	4.9	عدم احساس نگرانی
5.95	5.85	5.1	4.95	5.95	4.45	5.5	5.5	5.65	عدم زیان‌گریزی
3.6	3.9	3.9	4	4.2	3.6	3.9	4.7	4	عدم معاملات در روزهای آخر هفته
5.5	5.6	5.5	3.9	5.3	4	5.1	5.4	4	معامله بر اساس تحلیل تکنیکال
6.4	6.5	6.6	5.5	5.6	4.4	6.6	4.9	4.7	معامله بر اساس تحلیل بنیادی

شاخص‌ها / معیارها	اقتصادی	روانشناختی	سواد مالی	ارتباطات	تحمل ریسک	تغییر مقررات	فرهنگ	دید زمانی	موفقیت
معامله بر اساس شهرت سهامداران اصلی شرکت	4.7	4.7	4.1	4.6	4.9	3.9	4.4	5.4	4.5
چشم انداز صنعت	4.9	5	4.3	4.2	5	5.5	4.7	5.0	5.1
شفافیت اطلاعات شرکت	4.9	4.9	4.7	5.1	5.8	4.35	5.7	5.6	5.3
نوع مالکیت شرکت	4.2	4.2	3.95	4.2	3.6	4	4.1	4.0	3.8
حجم معاملات شرکت	4.55	3.9	4.9	5.3	5.2	3.8	4.7	5	4.45
آشنایی با تصمیم‌گیرندگان اصلی	4.2	3.9	4.9	5.3	5.2	3.75	4.4	4.6	5.1
موقعیت کار نهادهای بازار سرمایه	4.35	4.7	5.2	5.5	5.9	4.4	5	5.9	5
حد ریسک پذیری	4.2	6	4.7	4.1	5.6	4.7	5.3	5.3	6.2
ادراک ریسک	5.1	5.5	4.9	4.4	5.6	4.8	5.8	6.1	5.4
تمایل به ریسک	4.7	5.5	4.8	4.35	5	4.95	5.95	6.35	5.75
توصیه دوستان و آشنایان	4.4	6.05	4.3	5.7	5.55	3.85	5.85	5.55	5.45
اخبار غیر رسمی فضای مجازی	4.5	6.35	5.6	5.9	5.7	4.5	5.9	5.6	5
نقش رسانه های اجتماعی	4.7	5.2	5.05	4.1	4.5	4.2	5.2	5.05	5.3
برنامه های اعلام شده سازمان بورس	5.2	4.4	4.3	4.4	4.65	4.8	4.9	5.1	5.1
تغییرات دامنه نوسان	4.3	5.4	4.7	3.6	4.9	5.1	5.3	5.2	4.9
تسهیل ورود به بازار سرمایه	4.9	4.9	5.2	4.6	5.1	5.2	5.6	5	5
دید زمانی سرمایه‌گذاری	5	6.3	5.4	4.3	5.8	5.2	5.9	5.3	6.1
عملکرد نوسان‌گیری	4.4	5.9	4.4	4.6	5.1	4.2	5.6	5.5	5.5
ترجیح سرمایه‌گذاری در بازار سهام نسبت به رمزارزها	4.9	5.9	4.9	4.5	5.7	5.2	5.8	5.9	5.4

Identifying and ranking the factors affecting the performance of investors of Tehran Stock Exchange

Majid Ghoroghi

Master of Financial Management, Islamic Azad University, Damavand Branch, Tehran, Iran.

Sanaz Khatabi

PhD in Economics, Teacher, Islamic Azad University, Damavand Branch, Tehran, Iran
(Corresponding Author).

Abstract

In investment discussions, the factors affecting the type of decision-making of investors are very important. Considering the numerous investment opportunities in Iran and the insufficiency of investment and the willingness of investors, the stock exchange can play a constructive role in this field. Therefore, identifying the factors affecting the success of investors can be considered as a starting point in attracting investors. The purpose of this research was to identify and rank the factors affecting the performance of investors in the Tehran Stock Exchange. The type of research, in terms of data collection tools and statistical method, is qualitative and conducted through a questionnaire, and its implementation is of the type of multi-criteria decision-making techniques, and it is practical in terms of its purpose. The statistical population of the research includes active investors in the Tehran Stock Exchange, 20 capital market experts were selected as a statistical sample in the year 1400 to carry out the research using a targeted sampling method. The research data were analyzed using the DMATEL and TOPSIS techniques. The findings of the research showed that according to the DMATEL L technique, the risk of changing capital market regulations, economic indicators and financial literacy are the criteria that influence the performance of investors. Also, based on the ranking of the sub-criteria based on the effective criteria, it was concluded that the investors' lack of anxiety and nervous pressure in doing transactions, the efficiency of the parallel markets of the capital market, the lack of greed in gaining profit and trading based on fundamental analysis in the first to fourth ranks on the performance of investors, are influential and have been important.

Keywords: Macroeconomic factors, Psycho-behavioral factors, Political factors, Financial factors - DMATEL and TOPSIS

