

# بررسی تأثیر عوامل جامعه‌شناختی بر رفتار انطباقی اطلاعاتی و هنجاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار

سعید فتحی<sup>۱\*</sup>، فرشید دهقانی اناری<sup>۲</sup>

۱. استادیار گروه مدیریت دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی - مالی دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران

دریافت: ۹۰/۶/۳۰

پذیرش: ۹۱/۱۲/۱۶

## چکیده

در دهه گذشته، بازارهای مالی ملی و بین‌المللی دچار بحران‌های مالی فراوانی شده‌اند. یک دلیل برای وجود این بحران‌ها، رفتارهای نادرست سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌ها به دلیل شرایط مبهم و اشتباه‌های شناختی است. با توجه به اینکه این بحران‌ها در بازارهای داخلی نیز وجود دارد، این پژوهش به منظور درک و شرح رفتار سرمایه‌گذاران و شناسایی عوامل جامعه‌شناختی بر رفتار انطباقی سرمایه‌گذاران انجام شده است تا شاید کمکی به رفع این بحران‌ها در بازار اوراق بهادار شود. در این پژوهش برای جمع‌آوری اطلاعات از پرسشنامه استفاده شده است. برای بررسی فرضیه‌های تحقیق نیز از آزمون T هم‌دینگ و رگرسیون چندگانه استفاده شده است. این پژوهش یازده فرضیه دارد که تمام این فرضیه‌ها در سطح معناداری ۹۵ درصد آزمون شده‌اند. یافته‌ها نشان دادند که سرمایه‌گذاران در راستای تأمین نیازهای مالی خود به دنبال ارضای نیازهای جامعه‌گرایانه خود نیز هستند و سطح دانش و تجربه سرمایه‌گذاران و سن هر دو شکل رفتار انطباقی اطلاعاتی و هنجاری را تحت تأثیر قرار می‌دهد و اهمیت نیازهای جامعه‌گرایانه فقط بر رفتار انطباقی هنجاری اثر می‌گذارد، همچنین جنسیت سرمایه‌گذاران هیچ کدام از دو شکل رفتار انطباقی را تحت تأثیر قرار نداد.

**کلیدواژه‌ها:** رفتار انطباقی اطلاعاتی، رفتار انطباقی هنجاری، عوامل جامعه‌شناختی.



## ۱- مقدمه

اصول ادبیات مالی سنتی بر این فرض استوار است که سرمایه‌گذاران منطقی و واقف به همه چیز هستند، کسانی که سبد سرمایه‌گذاری خود را براساس ریسک و بازده مورد انتظار بهینه تشکیل می‌دهند [۱، صص ۹-۱۶۰]. این رویکرد در توسعه نظریه‌هایی مانند مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای<sup>۱</sup> و تئوری قیمت‌گذاری آربیتراژ نقش مهمی داشته است. اما رفتار سرمایه‌گذاران به عنوان کسانی که به دنبال بهینه‌سازی سود، همه چیزدان و مجموعه‌ای که بی‌نهایت منطقی است، در دنیای واقعی به سختی قابل درک و فهم است. محدودیت‌ها و نواقص اصول مالی سنتی به خوبی در مالیه رفتاری شناخته شده است و ادبیات مالی محدود در رابطه با مالیه رفتاری به درک این موضوع که در نخست ممکن است از دیدگاه اصول مالی غیر قابل توضیح باشد، کمک می‌کند [۲، صص ۲۵-۶۶]. در اقتصاد کلاسیک و در نتیجه مالی پیشرفته عقلانیت، یعنی پافشاری بر مفروضات نظریه مطلوبیت انتظاری زاییده فون نیومن و مورگن سترن<sup>۲</sup> فرض بر این است که افراد تمامی اطلاعات مورد نیاز را در دسترس داشته و از تمامی این اطلاعات در قیمت‌گذاری اوراق بهادار استفاده می‌کنند [۳، صص ۱-۳۵؛ ۴، صص ۱۴۴۹-۱۴۷۵]. حتی با فرض اینکه سرمایه‌گذاران واقف به همه چیز هستند، این واقعیت که آنها ممکن است مجبور باشند در فرایندهای جست‌وجوی اطلاعات تعامل داشته باشند و اینکه ممکن است دارای محدودیت عقلایی باشند، نادیده گرفته شده است [۵، صص ۲۰۹-۲۵۴]. به طور مثال ممکن است سرمایه‌گذاران در خرید سهام باشگاه فوتبال مورد علاقه خود یا خرید سهام یک صندوق عام‌المنفعه بیشتر تحت تأثیر عوامل احساسی و اجتماعی در تصمیم‌گیری قرار گیرند، به طوری که بیان شده است: "برخی شاید هم اکثریت افراد دارای ترجیحاتی هستند که فراتر از سود و بازده مورد انتظار است؛ به طور مثال اولویت برای خرید سهام شرکت‌هایی که دارای مسئولیت اجتماعی هستند، یکی از این ترجیحات است" [۶، صص ۴۱-۵۰].

شواهد نشان می‌دهد که سبدهای سرمایه‌گذاری ساخته شده توسط سرمایه‌گذاران از سبدهای بهینه متفاوت است، دلیل آن این است که اهداف واقعی سرمایه‌گذاران نامتجانس با اهداف سبدهای سرمایه‌گذاری است که توسط بهینه‌سازی بازده و ریسک تشکیل شده

است [۶، صص ۴۱-۵۰]. در تشریح این یافته‌ها استاتمن<sup>۳</sup> (۲۰۰۴) بین سودهای سوداگرایانه<sup>۴</sup> و سودهای خاص<sup>۵</sup> تفاوت قائل شده است، به طوری که سرمایه‌گذاران ممکن است در بیشتر مواقع برای به دست آوردن بازده بیشتر سرمایه‌گذاری نکنند بلکه برای برآوردن نیازهای اجتماعی و فکری خود تلاش کنند؛ به طور مثال سرمایه‌گذاران در حوزه سرمایه‌گذاری نخست به دنبال پس‌انداز کردن برای دوران بازنشستگی و فقط کسب سود باشند. در ادامه نیز فعالیتی مناسب در جهت پر کردن اوقات فراغت و همچنین به دست آوردن فرصت‌های مناسب یادگیری باشند. به این ترتیب با برطرف کردن نیازهای مالی به طور همزمان نیازهای جامعه‌گرایانه و فکری را نیز برآورده سازند [۷، صص ۱۵۳-۱۶۱]. البته این احتمال با سلسله مراتب نیازهای مازلو در تضاد است، ولی مطالعاتی که به تازگی در رابطه با نیازهای انسانی انجام شده است، شواهدی از همزمان بودن و مکمل بودن نیازهای متفاوت انسانی ارائه کرده‌اند [۸، صص ۳۷۰-۳۹۶]. علاوه بر این، سرمایه‌گذاران در فرایندهای سرمایه‌گذاری سفارش‌های خود را از راه اینترنت، تلفن و ... به کارگزاران اعلام می‌کنند و برای ارزیابی تصمیم‌های خود به مقایسه نتایج سرمایه‌گذاری خود با عملکرد بهتر دیگر سرمایه‌گذاران می‌پردازند که در این فرایند ممکن است چالش‌ها و تعامل‌های اجتماعی و فکری به وجود آید و همچنین ممکن است سرمایه‌گذاران اطلاعات مربوط به استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صنایع و شرکت‌های مورد نظر خود را از راه مشاهده رفتار سرمایه‌گذاران در دیگر بازارها جمع‌آوری کنند [۷، صص ۱۵۳-۱۶۱]. به طور کلی این عوامل باعث می‌شوند سرمایه‌گذاران تحت تأثیر محیط سرمایه‌گذاری خود قرار گیرند و اغلب فشاری را در جهت هم‌رنگی با محیط در خود احساس کنند [۹، صص ۱۲۳-۱۴۲]. رفتار انطباقی در مالی رفتاری موضوعی است که به تقلید کورانه و غیر عقلایی سرمایه‌گذاران از یکدیگر در خرید و فروش موضوع سرمایه‌گذاری (اوراق بهادار) می‌پردازد که از پیامدهای منفی این گونه رفتارها می‌توان به سقوط شدید قیمت‌ها و افت شاخص بازار سهام در اواخر سال ۱۳۸۳ که سرمایه‌گذاران را متحمل زیان‌های زیادی گردانید، اشاره کرد [۱۰، ص ۳۵]. علاوه بر این موضوع، سیاست‌گذارانی همانند صندوق بین‌المللی پول نگران رفتارهای رمه‌واری هستند که توسط سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی باعث تشدید نوسان‌ها، بی‌ثباتی بازار و شکنندگی نظام



مالی شود. این موضوع نیز به اهمیت و ارتباط عوامل مؤثر بر رفتار انطباقی سرمایه‌گذاران می‌افزاید [۱۱، صص ۲۷۹-۳۱۰]. البته می‌توان با پیش‌بینی به موقع و درست از شرایط بازار و رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار برای برطرف کردن مشکلات برنامه‌ریزی کرد [۱۲، صص ۵۸۶-۶۱۶]. با توجه به وجود این مسئله و اهمیت آن، این پژوهش درصدد شناسایی عوامل مؤثر بر رفتار انطباقی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار است. در ادامه متغیرها و فرضیه‌های پژوهش مطرح و در قسمت روش تحقیق تأثیر عوامل شناسایی شده بر رفتار انطباقی مورد آزمون قرار گرفته است که در انتها نتیجه‌گیری و پیشنهادهای این پژوهش ذکر می‌شود.

## ۲- متغیرها و فرضیه‌های پژوهش

در این قسمت مروری اجمالی بر ادبیات هر یک از متغیرهای مورد مطالعه صورت گرفته و ارتباط بین آنها در پژوهش‌های انجام شده در این زمینه بررسی شده است. بر این اساس فرضیه‌های پژوهش تدوین شدند.

### ۲-۱- عوامل جامعه‌شناختی سرمایه‌گذاران

از دیدگاه سیستم‌های پیچیده، یک سیستم اقتصادی نه تنها شامل عواملی از قبیل متخصصان فنی، بازارها، کارخانه‌ها و شرکت‌های مالی است بلکه در برگیرنده عوامل جامعه‌شناختی نیز است که به آسانی قابل رویت نیست اما با عوامل فیزیکی در ارتباط است [۱۳، صص ۶۳-۶۹]. متخصصان مالی، روان‌شناسی اجتماعی را کمتر مورد توجه قرار داده‌اند. نظریه‌پردازان مالی آثار اطلاعات روی قیمت سهام و حجم معامله‌ها را بررسی کردند، اما تحقیقات کمتری راجع به تعامل‌های بین افراد در بازار انجام داده‌اند [۱]. یحیی‌زاده‌فر و همکاران (۲۰۰۹) در رابطه با شناسایی عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذار انجام ۵ دسته عوامل سیاسی، جامعه‌شناختی، اقتصادی، عوامل داخلی شرکت‌ها و بازده مورد انتظار بر رفتار سرمایه‌گذاران را مورد بررسی قرار دادند. از این رو نتایج نشان داد که عوامل جامعه‌شناختی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پس از عوامل سیاسی مهم‌ترین تأثیر را بر رفتار سرمایه‌گذاران

دارد [۱۴، صص ۶۱-۷۸]. شیلر<sup>۱</sup> (۲۰۰۱) نیز در پژوهشی که انجام داد، مشاهده کرد اکثریت سرمایه‌گذارانی که در دوره‌های اخیر سهامی را خریده بودند، آن سهام را از طریق اطلاعات رد و بدل شده و ارتباطات موجود بین سرمایه‌گذاران شناسایی کرده بودند. مثالی دیگر در همین راستا، تأثیر گفتگوهای اینترنتی<sup>۲</sup> بر قیمت سهام است [۱، صص ۹-۱۶۰]. بازارهای مالی می‌توانند تأثیر مستقیم و قابل توجهی بر ثروت سرمایه‌گذاران داشته باشند. بیشتر سرمایه‌گذاران دچار عکس‌العمل‌های احساسی در جو بازار می‌شوند. به علت ماهیت انسانی، فرایند تصمیم‌گیری متأثر از حالت‌ها و ویژگی‌های خاص افراد است، در حقیقت منطق و عقلانیت فقط دو جزء این فرایند است [۹، صص ۱۲۳-۱۴۲]. به طور مثال در پژوهشی مشاهده شد که گروه‌های مرجع در ترغیب افراد برای سرمایه‌گذاری تأثیر قابل توجهی دارند [۱۵، صص ۲۲-۴۸]. همان گونه که ملاحظه می‌شود رفتار سرمایه‌گذاران در بازار تحت تأثیر عوامل مختلفی است که این موضوع می‌تواند به این دلیل باشد که افراد نیازهای متفاوتی دارند. چنانچه در پشتیبانی از این دیدگاه بیان شده است "سرمایه‌گذاری‌ها صرف‌نظر از مزایای سودگرایانه ( سرمایه‌گذاری‌هایی که پایین‌ترین ریسک و بالاترین بازده را دارند)، ممکن است مزایایی خاصی از قبیل احساس شأن و مقام، میهن‌پرستی و مسئولیت اجتماعی را نیز ایجاد کنند". افرادی که دارای درآمد یا ثروت بالایی هستند و نیازهای اولیه آنان تأمین شده است ممکن است هدفشان از سرمایه‌گذاری برطرف کردن نیازهای سطح بالاتر که در سلسله مراتب نیازهای مازلو بیان شده مانند نیاز به عزت نفس و خود شکوفایی باشد [۸، صص ۳۷۰-۳۹۶]. بنابراین براساس ادبیات بالا می‌توان فرضیه زیر را مطرح ساخت:

فرضیه ۱: سرمایه‌گذاران برای ارضای نیازهای جامعه‌گرایانه خود بیشتر از نیازهای مالی تلاش می‌کنند.

## ۲-۲- رفتار توده‌ای

رفتار توده‌وار عبارت است از تمایل سرمایه‌گذاران به انجام معامله‌های گروهی؛ به عبارت دیگر وقتی افراد در تصمیم‌گیری خود تحت تأثیر رفتار اطرافیان خود قرار می‌گیرند و یا تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران معاملاتی در جهت و سمت و سوی مشابه در یک دوره زمانی



مشخص انجام می‌دهند، این شکل از رفتار ایجاد می‌شود. این شکل از رفتار در بازار سرمایه زمانی شکل می‌گیرد که همبستگی بین فعالیت‌های سهامداران مختلف زیاد باشد. به طور کلی این عبارت به این معناست که سرمایه‌گذاران در بازار رفتار مشابهی از خود نشان دهند. البته پژوهشگران سعی می‌کنند بین رفتارهای مشابهی که به صورت تصادفی شکل می‌گیرد با رفتار توده‌وار تفاوت قائل شوند. برای این منظور تأکید دارند در شرایطی که افراد رفتار مشابه از خود نشان می‌دهند، این رفتار باید ویژگی‌هایی داشته باشد تا بتواند به عنوان رفتار توده‌وار پذیرفته شود. رفتار توده‌وار باید تحت تأثیر برخی انواع فشارها یا انگیزه‌ها شکل بگیرد که علت اصلی تقلید فرد از رفتار دیگران است؛ به عنوان مثال زمانی که تحلیلگران بازار سرمایه به جای اینکه بر اساس تحلیل‌های شخصی خود تصمیم‌گیری کنند، رفتار دیگران را مبنای عمل خود در بازار قرار دهند. به طور کلی در ادبیات چهار نوع از رفتار توده‌وار شناسایی شده است که عبارتند از جریان‌های اطلاعاتی، رفتار توده‌وار مبتنی بر شهرت، رفتار رموار تقلیدی و رفتار رموار تجربی [۱۰ صص ۴۶-۴۹].

### ۲-۳- رفتار انطباقی سرمایه‌گذاران

انطباق را می‌توان تغییر در رفتار یا عقاید شخص در نتیجه اعمال فشار واقعی یا خیالی از طرف فرد دیگر یا گروهی از افراد تعریف کرد [۱۶، صص ۴۷]. به طور اسای افراد دو هدف مهم دارند؛ یکی درستی اعمال و افکار و دیگری داشتن روابط دوستانه با مردم از طریق رفتار براساس انتظار آنها [۱۶، صص ۴۷]. افکار، احساسات و اقدام‌ها افراد می‌تواند به روش‌های مختلف تحت تأثیر افراد دیگر قرار بگیرد؛ برای مثال از طریق مشاهده رفتار دیگران مثلاً مشاهده مقادیر عرضه و تقاضای یک سهم و یا از طریق مشاهده عواقب رفتار دیگران مثل تغییرات قیمت بازار سهام‌های دیگر سرمایه‌گذاران [۲، صص ۲۵-۶۶]. اگر سرمایه‌گذاران نیازهای جامعه‌گرایانه بیشتری نسبت به نیازهای مالی داشته باشند، این می‌تواند پیامدهای مهمی در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران داشته باشد، چرا که سرمایه‌گذاران خرده‌پا نسبت به نفوذهای اجتماعی دیگر سرمایه‌گذاران حساس خواهند بود و آن سرمایه‌گذاران می‌توانند در آنها اعمال نفوذ داشته باشند، به طوری که در پشتیبانی از این دیدگاه بیان شده " انسان‌ها توسط یکدیگر تقریباً در هر فعالیت تحت تأثیر قرار می‌گیرند و

این شامل فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و مالی نیز می‌باشد" [۲، صص ۲۵-۶۶]. در همین راستا شیلر (۲۰۰۱) استدلال کرد سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سوداگرایانه یک فعالیت اجتماعی است. نفوذ اجتماعی به طور عام در روانشناسی اجتماعی و جامعه‌شناختی و به طور خاص در نظریه‌های رفتار مصرف‌کننده و پژوهش‌های بازاریابی به طور گسترده‌ای مورد بررسی قرار گرفته است.

مطالعات اخیر نشان داده است که حضور مجازی یا واقعی دیگران می‌تواند اثر قابل توجهی بر رفتار انسان داشته باشد [۱۷، صص ۵۳۶-۵۵۷؛ ۱۸، صص ۲۰۱-۲۱۲]. علاوه بر این زمانی که نتایج تصمیم‌ها، هم تصویر فردی و هم تصویر اجتماعی افراد را تحت تأثیر قرار دهد، نفوذ اجتماعی می‌تواند نقش مهمی در رفتار تصمیم‌گیرندگان داشته باشد. مطالعه رفتار سرمایه‌گذار از دیدگاه نفوذ اجتماعی می‌تواند درک بهتر عوامل و پویایی رفتار گله‌ای ناشی از آبشار اطلاعاتی<sup>۱</sup> و هم رفتار گله‌ای ناشی از همبستگی اطلاعات مفید باشد [۱۷، صص ۵۳۶-۵۵۷]. یک مفهوم اساسی که نقش محوری در ادبیات نفوذ اجتماعی ایفا می‌کند، انطباق (تنظیم تفکر و رفتار یک فرد برای مطابقت دادن آنها با افراد یا گروه‌های مرجع) است. تحقیقات زیادی در رابطه با نفوذ اجتماعی به طور عام و انطباق به صورت خاص انجام شده است [۱۹، صص ۵۹۱-۶۲۱]. هر چند تاکنون در ادبیات پژوهشی این موضوع به‌ندرت رفتار انطباقی مورد بررسی قرار گرفته است، با این حال دی بان<sup>۲</sup> (۱۹۹۹) در رابطه با این نوع رفتار بیان می‌کند " به نظر می‌رسد رفتار انطباقی تحت تأثیر قیمت دارایی‌های مالی است" [۲۰، صص ۱۶۳-۱۶۴]. اما شواهد نشان می‌دهد که رفتار انطباقی سرمایه‌گذاران تا حد زیادی با فرایندهای رفتار رموار<sup>۱</sup> و آبشار اطلاعاتی مرتبط است. این پدیده رفتاری اغلب به عنوان دستی مخفی که روند حرکت قیمت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد، مطرح شده است و پیامدهای آن به راحتی قابل توجیه نیست نظیر حباب اینترنتی سال ۱۹۹۰ [۲۱، صص ۳۳۸-۳۶۲]. اشکال متفاوتی از رفتار انطباقی هم در تئوری و هم در عمل یافت شده است، اما با توجه به مباحث بالا و ادبیات موجود در این زمینه بین دو شکل رفتار انطباقی اطلاعاتی و هنجاری تفاوت مفهومی وجود دارد که در ادامه این دو شکل رفتاری بررسی می‌شود [۱۹، صص ۵۹۱-۶۲۱].



## ۲-۴- رفتار انطباقی اطلاعاتی<sup>۱۲</sup>

این نوع رفتار حاصل نفوذ پذیرش اطلاعات از سوی دیگران به عنوان مدرک در مورد واقعیت است [۲۲، صص ۶۲۹-۶۳۶]. رفتار انطباقی اطلاعاتی از دو طریق خود را نشان می‌دهد:

۱- افراد ممکن است برای به‌دست آوردن اطلاعات به دنبال افراد آگاه محیط اجتماعی خود باشند.

۲- افراد ممکن است برای به‌دست آوردن واقعیت از رفتار مشاهده شده دیگران استنباط‌هایی داشته باشند و بر اساس آن استدلال‌ها رفتار کنند [۲۳، صص ۱۰۲-۱۱۰]. رفتار انطباقی اطلاعاتی به دنبال تفسیرهای دقیق در مورد واقعیت و داشتن رفتار صحیح است. صحیح به این معنی که رفتار در جهتی که نزدیک‌ترین راه برای رسیدن به اهداف خود باشد. این رفتار، یعنی تفاسیر دقیق از واقعیت و انجام رفتار صحیح به دلایلی که ممکن است درونی باشد مانند عدم دانش و تجربه و عوامل بیرونی مانند تغییرات سریع و غیرمنتظره محیط مشکل باشد. بیخچندانی و همکاران<sup>۱۳</sup> (۱۹۹۸) جریان اطلاعاتی را عامل اصلی در رفتار انطباقی سرمایه‌گذاران می‌دانند. آنها معتقدند که افراد به علت عدم دستیابی کامل به اطلاعات و دانش ناکافی در حوزه سرمایه‌گذاری با مشاهده رفتار دیگران اطلاعاتی را دریافت می‌کنند که این اطلاعات می‌تواند منشأ بروز رفتار انطباقی یا جمعی سرمایه‌گذاران در بازار شود [۸، صص ۹-۱۶]. در نتیجه افراد به احتمال زیاد زمان تصمیم‌گیری‌های خود دچار احساس عدم اطمینان می‌شوند که در این پژوهش منابع درونی عدم اطمینان بررسی می‌شود. سرمایه‌گذارانی که درک می‌کنند دانش و تجربه آنها در مورد تصمیم‌گیری صحیح ناکافی است، این احتمال وجود دارد که برای کاهش احساس بد ناشی از عدم اطمینان و رسیدن به یک تصمیم صحیح، اطلاعات خود را از افراد آگاه به‌دست آورند یا رفتار دیگر سرمایه‌گذاران محیط اجتماعی خود را مورد بررسی قرار دهند. اما بعضی از شواهد نشان می‌دهد حتی زمانی که سیگنال‌های اطلاعاتی به فرد می‌گویند خرید یا فروش کدام سهم مناسب است، سرمایه‌گذاران باز هم نسبت به تصمیم‌گیری صحیح مردد هستند، بنابراین سرمایه‌گذاری از حالت عینی به حالت ذهنی در می‌آید [۲۴، صص ۷۷-۱۰۶]. به عبارت دیگر زمانی که سیستم‌های اطلاعاتی خوبی وجود داشته باشد که به موقع سیگنال‌های لازم را برای خرید و



فروش سهام نشان دهد، ممکن است فرد نتواند بر عوامل احساسی ناشی از جو بازار و تعامل‌های اجتماعی غلبه کرده و از این سیگنال‌ها استفاده کند [۲۵، صص ۲۷۱-۲۷۴]. بنابراین بر اساس شواهد موجود می‌توان فرضیه‌های زیر را شکل داد:

فرضیه ۲: سطح دانش و تجربه در حوزه سرمایه‌گذاری بر رفتار انطباقی اطلاعاتی اثر دارد.

فرضیه ۳: نیازهای جامعه‌گرایانه سرمایه‌گذاران بر رفتار انطباقی اطلاعاتی آنها اثر دارد.

## ۲-۵- رفتار انطباقی هنجاری<sup>۱۴</sup>

این نوع رفتار به انطباق داشتن رفتار و تمایل‌های فردی با انتظارات مثبت دیگران اشاره دارد [۲۲، صص ۶۲۹-۶۳۶]. نتیجه رفتار انطباقی هنجاری، به‌دست آوردن تأیید اجتماعی دیگران و رسیدن به یک احساس تعلق است [۱۹، صص ۵۹۱-۶۲۱]. در این گونه رفتار سرمایه‌گذاران بیشتر به دنبال برآورده ساختن نیازهای جامعه‌گرایانه خود مانند نیاز به تعلق، نیاز به هم‌نوایی و یگانگی با دیگران هستند [۸، صص ۳۷۰-۳۹۶]. به طور کلی افرادی که بیشتر تحت تأثیر روابط میان فردی هستند و میزان تعلق بیش‌تری نسبت به دیگران دارند، دارای روابط گرم و صمیمانه‌تری هستند و بیشتر از دیگر افراد از خود رفتار انطباقی هنجاری نشان می‌دهند. بر اساس مبانی نظری فوق می‌توان فرضیه‌های زیر را طرح کرد:

فرضیه ۴: دانش و تجربه سرمایه‌گذاران در حوزه سرمایه‌گذاری بر رفتار انطباقی هنجاری آنها اثر دارد.

فرضیه ۵: نیازهای جامعه‌گرایانه سرمایه‌گذاران بر رفتار انطباقی هنجاری آنها اثر دارد.

با توجه به رابطه متقابل این دو شکل رفتار انطباقی هم سطح دانش و تجربه سرمایه‌گذاران و هم نیازهای جامعه‌گرایانه سرمایه‌گذاران می‌تواند بر  $I_{CB}$  و  $N_{CB}$  اثرگذار باشند. با این حال براساس با نظریه نفوذ اجتماعی  $I_{CB}$  بیشتر تحت تأثیر سطح دانش و تجربه سرمایه‌گذاران است، در مقابل  $N_{CB}$  بیشتر تحت تأثیر نیازهای جامعه‌گرایانه سرمایه‌گذاران قرار دارد [۱۹، صص ۵۹۱-۶۲۱]. بر این اساس فرضیه‌های زیر مطرح می‌شود:



فرضیه ۶: سطح دانش و تجربه در حوزه سرمایه‌گذاری بیشتر از نیازهای جامعه‌گرایانه رفتار انطباقی اطلاعاتی سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

فرضیه ۷: سطح دانش و تجربه در حوزه سرمایه‌گذاری بیشتر از نیازهای جامعه‌گرایانه رفتار انطباقی هنجاری سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

## ۲-۶- تأثیر عوامل جمعیت‌شناختی بر رفتار سرمایه‌گذاران

به طور کلی سرمایه‌گذاران رفتار و ترجیحات مشخصی در سرمایه‌گذاری دارند، رفتار و ترجیحات سرمایه‌گذاران در سرمایه‌گذاری آنان متأثر از عوامل متعددی است، هم عوامل داخلی و هم عوامل خارجی [۲۶]. عوامل تأثیرگذار در نوع سرمایه‌گذاری و نحوه سرمایه‌گذاری افراد را می‌توان به دو دسته عوامل روانشناختی<sup>۱۷</sup> و عوامل جمعیت‌شناختی<sup>۱۸</sup> تقسیم کرد. عوامل روانشناختی شامل نگرش‌های ذهنی، شیوه زندگی، ارزش‌ها، شخصیت افراد و ... و عوامل جمعیت‌شناختی شامل جنسیت، سن، سطح تحصیلات، درآمد، نوع شغل و ... می‌باشد [۲۶]. محققان ژنتیک رفتاری و پژوهشگران مالی ویژگی‌های جسیتی متعددی را بررسی کرده‌اند و از دیدگاه آنان جنسیت ارتباط معناداری با رفتار سرمایه‌گذاران (مشارکت در بازار و تخصیص دارایی‌ها) دارد [۲۷، صص ۵۸۳-۶۰۴؛ ۲۸، صص ۲۶۱-۲۹۲؛ ۲۹، صص ۱۶۵-۱۹۵]؛ به‌گونه‌ای که در بعضی ویژگی‌های رفتاری ۹۵ درصد از تغییرات رفتاری به‌وسیله عامل جنسیت تبیین می‌شود [۲۷، صص ۵۸۳-۶۰۴]. به طور مثال ادین و باربر<sup>۱۹</sup> نشان دادند که سرمایه‌گذاران مرد نسبت به سرمایه‌گذاران زن از اعتماد بیش از حد<sup>۲۰</sup> بالاتری برخوردارند و به همین دلیل معامله‌های بیش‌تری در بازار انجام می‌دهند و ریسک بالاتری نسبت به زنان دارند که این دیدگاه ریسک آنان در رفتار سرمایه‌گذاری آنها اثر می‌گذارد [۲۸، صص ۲۶۱-۲۹۲]. البته بعضی از مطالعات نشان می‌دهد که میان رفتارهای سرمایه‌گذاران زن و مرد اختلاف معناداری وجود ندارد [۳۰، صص ۷۶۲-۷۸۰]. از سویی دیگر بعضی مطالعات نشان می‌دهد که خانواده‌ها و محیط‌های مشترک در سنین جوانی می‌توانند آثار قابل توجهی بر رفتار سرمایه‌گذاری افراد داشته باشند اما هر چه سن افراد افزایش پیدا می‌کند، این اثر کمتر می‌شود [۲۸، صص ۲۶۱-۲۹۲]. سید تابسوم سولتانان<sup>۲۱</sup> (۲۰۱۰) به بررسی رفتار

سرمایه‌گذاران خرده‌پا در بازار سهام هند پرداخت. در این پژوهش ویژگی‌هایی از قبیل جنسیت، سن در رابطه با تورش رفتاری و ریسک آنها بررسی شد که نتایج این تحقیق نشان داد یک همبستگی قوی و منفی بین سن و ریسک سرمایه‌گذاران وجود دارد [۳۱، صص ۱۹-۳۳]. بنا بر مباحث بالا فرضیه‌های زیر مطرح می‌شود:

فرضیه ۸: سن سرمایه‌گذاران بر رفتار انطباقی اطلاعاتی آنها اثر می‌گذارد.

فرضیه ۹: جنسیت سرمایه‌گذاران بر رفتار انطباقی اطلاعاتی آنها اثر می‌گذارد.

فرضیه ۱۰: سن سرمایه‌گذاران بر رفتار انطباقی هنجاری آنها اثر می‌گذارد.

فرضیه ۱۱: جنسیت سرمایه‌گذاران بر رفتار انطباقی هنجاری آنها اثر می‌گذارد.

### ۳- روش پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از نظر شیوه پژوهش توصیفی-پیمایشی از شاخه میدانی است. پژوهش از راه بررسی یا پیمایش عبارت از جمع‌آوری اطلاعات است که با طرح نقشه و به عنوان راهنمای عملی توصیف یا پیشبینی و یا به منظور تجزیه و تحلیل روابط بین برخی متغیرها صورت می‌پذیرد [۳۲، صص ۲۲-۳۰]. جامعه آماری این پژوهش شامل تمام سهام‌داران و سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار ساکن شهر اصفهان می‌باشد. از آن جایی که جامعه آماری نامحدود است، برای تعیین حجم نمونه نخست با مطالعه مقدماتی بر جامعه آماری، واریانس نمونه اولیه محاسبه شد و با استفاده از فرمول مربوط (کوکران)، حجم نمونه به میزان ۱۲۶ نفر مشخص شد. روش نمونه‌گیری مورد استفاده، نمونه‌گیری تصادفی در دسترس است. از آن جایی که این احتمال می‌رفت برخی از پرسشنامه‌ها برگردانده نشود، ۱۵۰ پرسشنامه توزیع شد که در نهایت ۱۳۱ پرسشنامه جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل شد. برای جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز آزمون فرضیه‌ها، از پرسشنامه استفاده شده است. پرسشنامه استفاده شده شامل ۱۸ سؤال و پنج قسمت می‌باشد؛ قسمت اول شامل سؤال‌های عمومی، قسمت دوم شامل شش سؤال جهت سنجش عامل نیازهای مالی و نیازهای جامعه‌گرایانه سرمایه‌گذاران و قسمت سوم شامل دو سؤال که سطح دانش و تجربه حوزه مالی سرمایه‌گذاران و قسمت‌های چهارم و پنجم به ترتیب شامل دو و سه سؤال می‌باشد که رفتار انطباقی هنجاری و اطلاعاتی سرمایه‌گذاران را می‌سنجند. این پرسشنامه توسط



هافمن<sup>۳۳</sup> (۲۰۰۷) استفاده شده است و به این دلیل صرفاً روایی آن به روش روایی صوری (نظرات کارشناسان و متخصصان) دوباره بررسی و مورد تأیید واقع شد. پایایی پرسشنامه نیز به وسیله ضریب آلفای کرونباخ محاسبه شده که به تفکیک هر متغیر در جدول آمده است و نشان می‌دهد که پرسشنامه از پایایی قابل قبول برخوردار می‌باشد.

جدول ۱ نتایج محاسبه ضریب آلفا

| عوامل         | نیازهای مالی | نیازهای جامعه‌گرایانه | سطح دانش و تجربه سرمایه‌گذاری | رفتار انطباقی هنجاری | رفتار انطباقی اطلاعاتی | میانگین کل عوامل |
|---------------|--------------|-----------------------|-------------------------------|----------------------|------------------------|------------------|
| آلفای کرونباخ | ۰/۹۱         | ۰/۷۵                  | ۰/۷۹                          | ۰/۷۵                 | ۰/۸۹                   | ۰/۷۸             |

برای تجزیه و تحلیل یافته‌ها، از آمار توصیفی و استنباطی استفاده شد. در بخش نخست، تجزیه و تحلیل توصیفی یافته‌ها به صورت فراوانی، درصد و ترسیم جدول ارائه شده است. در بخش دوم برای تجزیه و تحلیل استنباطی داده‌ها از روش‌های آماری آزمون T هتلینگ و رگرسیون چند متغیره استفاده شده است.

### ۳-۱- مدل مفهومی پژوهش

همان گونه که ملاحظه می‌شود رفتار انطباقی اطلاعاتی و هنجاری سرمایه‌گذاران از چهار بعد مد نظر است که عبارتند از سن، جنسیت، سطح دانش و تجربه و اهمیت نیازهای جامعه‌گرایانه سرمایه‌گذاران که با توجه به ادبیات پژوهش و پیشینه موضوع می‌توان مدل مفهومی را به صورت روابط زیر است:

$$۱) I_{CB} = C + \beta_A A + \beta_G G + \beta_{KE} KE + \beta_{SN} SN$$

$$۲) N_{CB} = C + \beta_A A + \beta_G G + \beta_{KE} KE + \beta_{SN} SN$$

که در اینجا  $I_{CB}$  رفتار انطباقی اطلاعاتی سرمایه‌گذار؛  $N_{CB}$  رفتار انطباقی هنجاری سرمایه‌گذاران؛  $C$  عرض از مبدأ مدل رگرسیون؛  $A$  سن سرمایه‌گذاران؛  $G$ ، جنسیت

سرمایه‌گذاران؛  $KE$ ، سطح دانش و تجربه سرمایه‌گذاران در حوزه سرمایه‌گذاری و  $SN$ ، سطح اهمیت نیازهای جامعه‌گرایانه سرمایه‌گذاران می‌باشد.

#### ۴- تحلیل یافته‌ها

در این قسمت نخست از آمار توصیفی (جدول ۲) به منظور بررسی خصوصیات و ویژگی‌های نمونه آماری استفاده شده است که این ویژگی‌ها در جدول ۲ آورده شده است.

جدول ۲ نتایج آمار توصیفی

| عوامل                    | توزیع            | تعداد | درصد |
|--------------------------|------------------|-------|------|
| جنسیت                    | مرد              | ۱۰۹   | ۸۳/۲ |
|                          | زن               | ۲۲    | ۱۶/۸ |
| سن                       | کمتر از ۲۵ سال   | ۷     | ۵/۳  |
|                          | بین ۲۵ تا ۴۰ سال | ۵۷    | ۴۳/۵ |
|                          | بین ۴۰ تا ۵۵ سال | ۳۳    | ۲۵/۲ |
|                          | بیشتر از ۵۵ سال  | ۳۲    | ۲۴/۴ |
| میزان تجربه سرمایه‌گذاری | کمتر از ۵ سال    | ۶۲    | ۴۷/۳ |
|                          | بین ۵ تا ۱۵ سال  | ۴۸    | ۳۶/۶ |
|                          | بیشتر از ۱۵ سال  | ۱۷    | ۱۳   |

از دیگر ویژگی‌های جمعیت‌شناختی سرمایه‌گذاران این است که جوان‌ترین سرمایه‌گذار ۲۲ سال سن داشت، در حالی که مسن‌ترین سرمایه‌گذار ۷۳ سال سن و از نمونه ۱۳۱ نفری، ۲۲ نفر از آنها زن بودند. میانگین تعداد معامله‌های سالیانه در نمونه مورد بررسی ۱۰۳ با میانگین ۶۰ می‌باشد و به طور متوسط پاسخ‌گویان دارای ۷ سال تجربه در حوزه سرمایه‌گذاری بودند.

• فرضیه اول، سرمایه‌گذاران برای ارضای نیازهای جامعه‌گرایانه خود بیشتر از نیازهای مالی تلاش می‌کنند.



برای آزمون فرضیه اول از آزمون T هتلینگ<sup>۳۳</sup> استفاده شده است. آزمون T هتلینگ از نوع آزمون‌های چند متغیره است که میزان هم‌قواری یا نکوئی برازش<sup>۳۴</sup> را بین صفت‌های مختلف از جامعه نشان می‌دهد [۳۲، صص ۲۲-۳۰]. جدول ۳ مقادیر آماره‌های میانگین، انحراف استاندارد و تعداد پاسخ‌گویان در هر یک از نیازهای سرمایه‌گذاران را نشان می‌دهد.

جدول ۳ میانگین و انحراف معیار نیازهای سرمایه‌گذاران

| متغیر                 | میانگین | انحراف معیار | تعداد |
|-----------------------|---------|--------------|-------|
| نیازهای جامعه‌گرایانه | ۳/۲۴    | ۰/۰۸۲        | ۱۳۱   |
| نیازهای مالی          | ۳/۹۱    | ۰/۰۵۳        | ۱۳۱   |

مهم‌ترین خروجی آزمون T هتلینگ جدول ۴ است. مبنای تفسیر این جدول آماره F است که چون مقدار F (۴۵/۷۴) در سطح خطای کوچک‌تر از ۰/۰۱ معنادار است، نشان می‌دهد سطح نیازهای مالی و نیازهای جامعه‌گرایانه با نمره میانگین ۳ تفاوت وجود دارد و با توجه به اینکه میانگین نیازهای مالی از نیازهای جامعه‌گرایانه بیشتر است، در نتیجه فرضیه اول رد می‌شود.

جدول ۴ آزمون T هتلینگ نیازهای سرمایه‌گذاران

| فرضیه | آماره T هتلینگ | آماره F | سطح معناداری | نتیجه آزمون |
|-------|----------------|---------|--------------|-------------|
| ۱     | ۴۵/۷۴          | ۴۵/۷۴   | ۰/۰۰۰        | پذیرش $H_0$ |

برای آزمون فرضیه‌های ۲، ۳، ۶، ۸، و ۹ از رگرسیون چند متغیره زیر استفاده شده است. به منظور استفاده از این آزمون نخست باید فروش کلاسیک آن بررسی شود. این پیش‌فرض‌ها شامل عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل، عدم وجود خود همبستگی بین خطاها و نرمال بودن توزیع خطاها است. به منظور بررسی عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل از دو شاخص VIF استفاده می‌شود. آماره VIF برابر با ۸/۰۵ می‌باشد و

نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل هم‌خطی وجود ندارد. سپس برای بررسی فرض عدم وجود خود همبستگی بین خطاها از آماره Durbin-Watson استفاده می‌شود. آمار هر یک از متغیرهای مستقل تحقیق محاسبه شد که همگی آنها در محدوده قابل قبول بودند (یعنی بین ۱/۷-۲/۱ قرار می‌گرفتند). از این رو پیش فرض عدم وجود خود همبستگی بین خطاها نیز رعایت شده است. پیش فرض سوم نرمال بودن توزیع خطاها است. به این منظور نمودار توزیع خطاها از طریق نرم افزار رسم شد که نشان می‌دهد توزیع خطاها نرمال است. حالا که فروض کلاسیک تحلیل رگرسیون بررسی شدند و مورد تأیید قرار گرفتند، می‌توان از آزمون رگرسیون چند متغیره استفاده کرد. جدول ۵ نتایج آزمون رگرسیون چند متغیره را نشان می‌دهد:

$$I_{CB} = C + \beta_1 A + \beta_2 G + \beta_3 KE + \beta_4 S$$

جدول ۵ نتایج آزمون رگرسیون چند متغیره رفتار انطباقی اطلاعاتی

| متغیر                 | بتای استاندارد (β) | سطح معناداری | آماره آزمون (F) | ضریب تعیین مدل (R <sup>۲</sup> ) |
|-----------------------|--------------------|--------------|-----------------|----------------------------------|
| نیازهای جامعه‌گرایانه | -۰/۰۶۳             | ۰/۴۶۰        | ۶/۳۴۶           | ۰/۱۴۳                            |
| سطح دانش و تجربه      | -۰/۳۴۶             | ۰/۰۰۰        |                 |                                  |
| سن                    | -۰/۱۸۷             | ۰/۰۴۵        |                 |                                  |
| جنسیت                 | -۰/۰۴۹             | ۰/۶۰۳        |                 |                                  |

همان طور که جدول بالا نشان می‌دهد، مقدار ضریب تعیین برابر با ۰/۱۴۳ می‌باشد که نشان می‌دهد ۱۴/۳ درصد از کل تغییرات رفتار انطباقی اطلاعاتی مربوط به ۴ متغیر مستقل ذکر شده می‌باشد. همچنین با توجه به مقدار آزمون F (۶/۳۴۶) در سطح خطای کوچک‌تر از ۰/۰۱ می‌توان نتیجه گرفت که مدل رگرسیونی تحقیق مرکب از ۴ متغیر مستقل و یک متغیر وابسته (رفتار انطباقی اطلاعاتی) مدل نسبتاً خوبی بوده و مجموعه متغیرها قادرند تغییرات رفتار انطباقی اطلاعاتی را تا حدودی تبیین کنند. با توجه به جدول ۵ سن  $\beta_4 = -۰/۱۸۷$



$P=0/045$ ، و سطح دانش و تجربه سرمایه‌گذاران  $\beta_p = -0/34$ ،  $P=0/000$ ، تأثیر معکوس و معناداری بر رفتار انطباقی اطلاعاتی دارند، در نتیجه فرضیه‌های دوم و هشتم پذیرفته می‌شود. در واقع هر چه سن و سطح دانش و تجربه سرمایه‌گذاران افزایش پیدا کند، سرمایه‌گذاران رفتار انطباقی اطلاعاتی کمتری از خود نشان می‌دهند، اما جنسیت ( $P=0/04$  -  $\beta_g = 0/16$ ) و نیازهای جامعه‌گرایانه ( $\beta_g = -0/06$ )،  $P=0/460$ ، اثر معناداری روی رفتار انطباقی اطلاعاتی سرمایه‌گذاران نداشتند. در نتیجه فرضیه سوم و نهم، مبنی بر تأثیر نیازهای جامعه‌گرایانه و جنسیت سرمایه‌گذاران بر رفتار انطباقی اطلاعاتی پذیرفته نمی‌شود و به تبع آن فرضیه ششم مبنی بر تأثیر بیشتر سطح دانش و تجربه نسبت به نیازهای جامعه‌گرایانه بر روی رفتار انطباقی اطلاعاتی پذیرفته می‌شود.

برای آزمون فرضیه‌های ۴، ۵، ۷، ۱۰ و ۱۱ نیز از رگرسیون چند متغیره زیر استفاده شده است که جدول ۶ نتایج آزمون رگرسیون چند متغیره را نشان می‌دهد:

$$N_{CB} = C + \beta_A A + \beta_G G + \beta_{KE} KE + \beta_S SN$$

جدول ۶ نتایج آزمون رگرسیون چند متغیره رفتار انطباقی هنجاری

| متغیر                 | بتای استاندارد ( $\beta$ ) | سطح معناداری | آماره آزمون (F) | ضریب تعیین مدل ( $R^2$ ) |
|-----------------------|----------------------------|--------------|-----------------|--------------------------|
| نیازهای جامعه‌گرایانه | -0/291                     | 0/001        | 8/087           | 0/181                    |
| سطح دانش و تجربه      | -0/275                     | 0/002        |                 |                          |
| سن                    | 0/197                      | 0/021        |                 |                          |
| جنسیت                 | -0/10                      | 0/245        |                 |                          |

جدول بالا نشان می‌دهد، مقدار ضریب تعیین برابر با 0/181 می‌باشد که نشان می‌دهد ۱۸/۱ درصد از کل تغییرات میزان رفتار انطباقی هنجاری مربوط به ۴ متغیر مستقل ذکر شده است. همچنین با توجه به مقدار آزمون F (8/087) در سطح خطای کوچک‌تر از 0/01، می‌توان نتیجه گرفت که مدل رگرسیونی تحقیق مرکب از ۴ متغیر مستقل و یک متغیر وابسته (رفتار



انطباقی هنجاری) مدل نسبتاً خوبی بوده و مجموعه متغیرها قادرند تغییرات رفتار انطباقی هنجاری را تا حدودی تبیین کنند. با توجه به جدول ۶ سن ( $\beta_1 = 0/19$ ،  $P = 0/031$ ) و سطح دانش و تجربه ( $\beta_2 = -0/275$ ،  $P = 0/002$ ) و نیازهای جامعه‌گرایانه ( $\beta_3 = 0/291$ ،  $P = 0/001$ ) سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری روی رفتار انطباقی هنجاری دارند. بنابراین می‌توان گفت هر چه سن و اهمیت نیازهای جامعه‌گرایانه سرمایه‌گذاران افزایش پیدا کند، سرمایه‌گذاران رفتار انطباقی هنجاری بیش‌تری از خود نشان می‌دهند و برعکس هر چه سطح دانش و تجربه سرمایه‌گذاران افزایش پیدا کند، سرمایه‌گذاران رفتار انطباقی هنجاری کم‌تری از خود نشان می‌دهند، اما بین جنسیت و رفتار انطباقی هنجاری سرمایه‌گذاران ( $\beta_4 = -0/049$ ،  $P = 0/703$ ) تأثیر معناداری یافت نشد. با توجه به مباحث بالا فرضیه چهارم، پنجم، دهم مبنی بر تأثیر سطح دانش و تجربه، نیازهای جامعه‌گرایانه و سن سرمایه‌گذاران بر رفتار انطباقی هنجاری پذیرفته می‌شود. ولی نتایج نشان داد که جنسیت تأثیر معناداری روی رفتار انطباقی اطلاعاتی ندارند، در نتیجه فرضیه یازدهم مبنی بر تأثیر جنسیت روی رفتار انطباقی اطلاعاتی رد می‌شود. در مورد فرضیه هفتم نیز با توجه به اینکه ضریب بتای استاندارد نیازهای جامعه‌گرایانه ( $\beta_3 = 0/291$ ) بیشتر از ضریب بتای استاندارد سطح دانش و تجربه ( $-0/275$ )  $\beta_2 =$  است، بنابراین فرضیه هفتم نیز مورد قبول است.

## ۵- نتیجه‌گیری

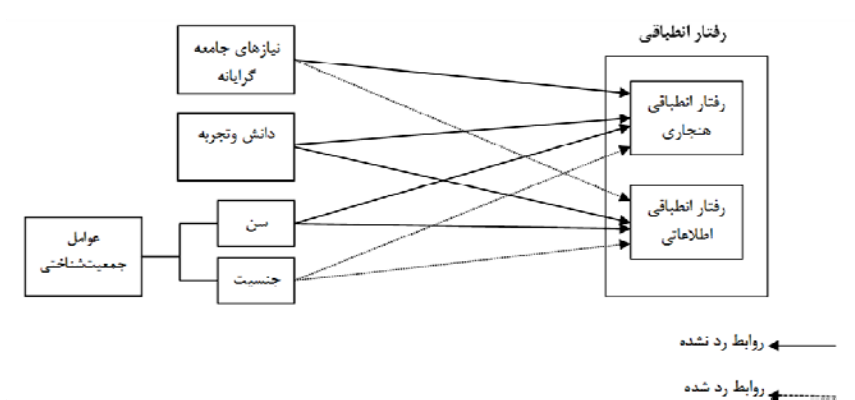
تأکید بحث‌های مالی رفتار مالی بر این است که رویکرد مالی سنتی به عنوان تشریح‌کننده فرایندهای سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران مورد بازبینی قرار گیرد. اگر چه اصول مالی سنتی در بسیاری از مواقع مورد تأیید قرار گرفته و بینش‌های مهمی از آن سرچشمه گرفته است، اما در مرور زمان مشاهده شد که این رویکرد دارای معایب و محدودیت‌های زیادی بوده است [۳۳، صص ۶۶۷-۶۸۹]. یک محدودیت مهم رویکرد حاضر این است که فرض شده تمام سرمایه‌گذاران بر اساس ریسک و بازده مورد انتظار خود تصمیم‌گیری می‌کنند و بیشتر نیازهای اجتماعی را نادیده گرفته است. محدودیت مهم دیگر آن این است که به طور کلی تمام افراد در سرتاسر جهان را بی‌نهایت منطقی و واقف به همه چیز در نظر گرفته است. امروزه



محدودیت‌های مفروضات مالی سنتی حتی در میان طرفداران و حامیان این رویکرد نیز مورد قبول قرار گرفته است [۳۳، صص ۶۶۷-۶۸۹]. در رویکرد مالی نوین- که حول نظریه‌های رفتار مصرف‌کننده و تحقیقات بازاریابی شکل گرفته است، سرمایه‌گذاران علاوه بر در نظر گرفتن جنبه‌های مالی سرمایه‌گذاری خود، مجموعه‌ای از نیازهای مختلف را نیز در نظر می‌گیرند.

یافته‌های این پژوهش، ادعای محققان رفتار مالی را مبنی بر اینکه سرمایه‌گذاری هم منافع مالی و هم منافع غیر مالی را ایجاد می‌کند، تأیید کرده است [۶، صص ۴۱-۵۰]. با وجود اینکه سرمایه‌گذاران در این پژوهش - در راستای رویکرد مالی سنتی- نیاز برای کسب سود مالی را به عنوان یکی از مهم‌ترین نیازهای خود معرفی کرده بودند. اما پاسخ‌های آنان نشان می‌دهد که آنها در فرایند مالی برای ارضا کردن نیازهای اجتماعی خود تلاش می‌کنند چرا که با توجه به جدول ۳ میانگین نیازهای جامعه‌گرایانه  $3/24$  می‌باشد و از متوسط در نظر گرفته شده (۳) بیشتر است. در عمل، سرمایه‌گذاران دارای محدودیت عقلانی هستند. آنها تمام اطلاعات لازم و توانایی شناختی و تحلیلی نامحدود ندارند و از نظر دانش و تجربه دچار محدودیت‌هایی هستند. زمانی که آنها در جست‌وجوی اطلاعات مورد نیاز خود برای کاهش احساس عدم اطمینان و اخذ یک تصمیم‌گیری مناسب هستند، ممکن است در این فرایند تحت تأثیر تعامل‌های اجتماعی با دیگر سرمایه‌گذاران قرار گیرند. بنابراین جای تعجب نیست که نتایج این پژوهش نشان می‌دهد سطح دانش و تجربه سرمایه‌گذاران، هر دو شکل رفتار انطباقی ( $I_{CB}$  و  $N_{CB}$ ) و نیازهای جامعه‌گرایانه رفتار انطباقی اطلاعاتی ( $I_{CB}$ ) را تحت تأثیر قرار می‌دهد. از یافته‌های دیگر این پژوهش می‌توان گفت جنسیت، تأثیر معناداری بر هیچ کدام از رفتارهای انطباقی نداشت که این یافته پژوهش با نتایج پژوهش وانگ و همکاران<sup>۲۰</sup> (۲۰۰۶) همخوانی دارد و همچنین سن افراد حالت دوگانه در رفتار انطباقی داشت چرا که با توجه به جدول ۵ سن رابطه منفی و معناداری با رفتار انطباقی اطلاعاتی داشت. به این ترتیب می‌توان این گونه تصور کرد، افراد با تجربه‌ای که در طول زمان کسب می‌کنند از تورش‌های رفتاری اجتناب می‌کنند و بازده خود را افزایش می‌دهند [۷، صص ۱۵۳-۱۶۱]، اما سن رابطه مثبت و معناداری با رفتار انطباقی هنجاری دارد که ممکن است دلیل آن این باشد که با مرور زمان،

تعامل‌های اجتماعی افراد افزایش پیدا می‌کند و بیشتر از خود رفتار انطباقی هنجاری نشان می‌دهند که این موضوع با فرهنگ محیطی که سرمایه‌گذار در آن فعالیت می‌کند در ارتباط است. این پژوهش برای محققان مالی نشان داد که نظریه‌ها و تئوری‌ها در حوزه‌هایی مانند علوم اجتماعی، رفتار مصرف‌کننده، تحقیقات بازاریابی و ... می‌تواند به درک و شرح رفتار سرمایه‌گذاران کمک کند. به عنوان نتیجه کلی از این تحقیق می‌توان مدل تجربی زیر را ارائه کرد:



شکل ۲ مدل تجربی تحقق

### ۱-۵- پیشنهادها

نتایج حاصل از پژوهش در بخش‌های قبلی بیان شد، بنابراین بر اساس آن نتایج، پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌شود:

- نتایج حاصل از این پژوهش بیشتر باید مورد توجه سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران سرمایه قرار گیرد. سیاست‌گذاران باید تمهیداتی در جهت افزایش شفافیت و اطلاع‌رسانی مناسب در بازار اوراق بهادار اصفهان انجام دهند.
- رفتار سرمایه‌گذاران می‌تواند تحت تأثیر نیازهای جامعه‌گرایانه و دانش و تجربه آنها در حوزه مالی قرار گیرد. از این رو به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود که این عوامل را در تصمیم‌گیری‌های خود لحاظ کنند.



• به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود که از بروز سوگیری‌های مفرط هنجاری و اطلاعاتی جلوگیری کرده و سهام هیچ شرکتی را به صرف اینکه دیگران آن را می‌خرند یا پیشنهاد می‌کنند، خریداری نکنند.

## ۶- پی‌نوشت‌ها

1. Capital Asset Pricing Model (CAPM)
2. Fon Newman & Morgestern (1947)
3. Statman
4. Utilitarian profits
۵. در اینجا منظور از سودهای سوداگرایانه، مزایای مالی می‌باشد و سودهای خاص مزایای غیر مالی است مانند شآن و مقام، میهن‌پرستی و ..
6. Shiller R. J.
7. Internet chats
8. Informational cascades
9. De Bont
10. Herding behavior
11. 1990's internet bubble
12. Information conformity behavior
13. Bikhchandani, Hirshleifer, Welch
14. Normative conformity behavior
15. Information conformity behavior
16. Normative conformity behavior
17. Psychografic
18. Demografic
19. Barber B. M. & Odean T.
20. Overconfidence
21. Seyyed Tabassum Sultana
22. Hoffmann
23. Hotelling's T-square test
24. Goodness of fit
25. Wang X.L. ,Shi K.,Fan H. X.

## ۷- منابع

- [1] Hoffman O.I.; Essay on the social dimensions of investor behavior: Restoration of business administration ; Unpublished Doctoral Dissertation, Michigan University, 2007.
- [2] Hirschleifer D., Teoh S.D.; "Herd behavior and cascading in capital markets: A review synthesis"; *European Financial Management*, Vol. 9, 2003.
- [3] Barberis N., Haug M., Santos T.; "Prospect theory and asset Prices"; *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, 2001.
- [4] Kahneman D.; "Maps of bonded rationality: Psychological for behavioral economics"; *American Economic Review*, Vol. 93, 2003.
- [5] Simon H.A.; "Rationality in psychology and economics"; *Journal of Business*, Vol. 59, 1986.
- [6] Fisher K.L., Statman M.; "The mean-variance optimization security portfolios and food portfolios"; *Financial Analysts Journal*, Vol. 53, 1997.
- [7] Statman M.; "What no investors want?"; *The Journal of Portfolio Management*, 2004.
- [8] Maslow A.H.A.; "Theory of human motivation"; *Psychological Review*; Vol. 50, 1943.
- [9] Demirer R., Kutan A.; "Does herding behavior exist in Chinese stock markets"; *Journal of International Financial Markets and Institutions and Money*, Vol. 16, 2005.
- [10] Hajiannejad A., Herding Behavior in Selective Industries of Tehran Stock Exchange (2000-2007)", M.A. Thesis, University of Isfahan, 2009 [In Persian].
- [11] Bikhchandani S., Sharma S.; "Herd behavior in financial markets: A review"; *International Monetary Fund*, Vol. 47, 2001.
- [12] Hwang S., Salmon M.; "Market stress and herding"; *Journal of Empirical Finance*, Vol. 11, 2004.
- [13] Fan Y., Ying S., Wang B., Wei Y.; "The effect of investor psychology on the



- complexity of stock market: An analysis based on cellular automaton model"; *Computers & Industrial Engineering*, Vol. 56, 2009.
- [14] Yahyazadefar M., Zal M., Shababi H.; "Determinants of investors financial behavior in Tehran stock exchange"; *Iranian Economic Review*, Vol. 14, No. 23, 2009.
- [15] Abzari M., Samadi S., Safari A., "The role of reference groups in directing people to invest in stock exchange", *Accounting and Auditing Review*, 3, 2006 [In Persian].
- [16] Ormson A., "Social Psychology", Translated by Shekarshekan H., 6<sup>th</sup> Edition, Roshd Press, 2009 [In Persian].
- [17] Kropp F., Lavack A.M., Holden S.J.; "Smokers and beer drinkers: values and consumer susceptibility to interpersonal influence"; *Journal of Consumer Marketing*, Vol. 16, 1999.
- [18] Lascu D.N., Bearden W.O., Rose R.L. ; "Norm extremity and interpersonal influences on consumer conformity"; *Journal of Business Research*, Vol. 32, 2004.
- [19] Cialdini R.B., Goldstein N.J.; "Social influence: Compliance and conformity"; *Annual Review of Psychology*, Vol. 55, 2004.
- [20] De Bondt W.F.M., Forbes W.P.; "Herding in analyst earning forecasts: Evidence from the United Kingdom"; *European Financial Management*, Vol. 5, 1999.
- [21] Lynch A.;"Thought contagion in the stock markets: A general framework and focus on the internet bubble"; *Derivatives Use, Trading and Regulations*, Vol. 6, 2001.
- [22] Deutsch M., Gerard H.B.A.; "Study of normative and informative social influences upon individual judgment"; *Journal of Abnormal and Social Psychology*, Vol. 51, 1955.
- [23] Park C.W., Lessig P.V.; "Students and housewives: Differences in

- susceptibility to reference group influence"; *Journal of Consumer Research*, Vol. 4, 1977.
- [24] Raei R., Fallahpour S., "Behavioral Finance: A different approach in finance", *Financial Research*, 18, 2003 [In Persian].
- [25] Plummer T.; Forecasting financial markets "The psychological dynamics of successful investing"; 3<sup>rd</sup>ed, Kogan Page, London, 1998.
- [26] Christiansen C., Joensen J.S., Rngvid J.; Fiction or fact: Systematic gender differences in financial investments?; Household Financial and Macroeconomics Conference, 2009.
- [27] Barnea A., Cronqvist H., Siegel S.; "Nature or nurture: What determines investor behaviors?"; *Journal of Financial Economics*, Vol. 98, 2010.
- [28] Barber B.M., Odean T.; "Boys will be boys: Gender, overconfidence and common stock investment"; *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, 2001.
- [29] Donkers B., Melenberg B., Soet A.V.; "Estimating risk attitudes using lotteries: A large sample approach"; *Journal of Risk and Uncertainty*, Vol. 22, 2001.
- [30] Wang X.L., Shi K., Fan H.X. ;"Psychological mechanisms of investors in Chinese stock markets"; *Journal of Economic Psychology*, Vol. 27, 2006.
- [31] Sultana S.T.; "An empirical study of Indian individual investors' behavior"; *Global Journal of Finance and Management*, Vol. 2, 2010.
- [32] Habibpour K., Safari R. , "SPSS application guideline in the field studies", Tehran: Looyeh Press, 2008 [In Persian].
- [33] Fama E.F., French K.R.; "Disagreement, tastes and asset prices"; *Journal of Financial Economics*, Vol. 83, 2007.





