



فصلنامه راهبرد مدیریت مالی

دانشگاه الزهرا

سال دوازدهم، شماره چهل و پنجم، تابستان ۱۴۰۳

صفحات ۱۳۲-۱۱۳



مقاله پژوهشی

بررسی تأثیر سواد مالی بر قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام با در نظر گرفتن گرایش و کنترل‌های رفتاری سرمایه‌گذاران و تأکید بر هنجارهای اخلاقی و ذهنی<sup>۱</sup>

مهدی مدنی<sup>۲</sup>، احمد نبی زاده<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۲/۲۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۴/۰۱

### چکیده

به طور کلی، سواد مالی توانایی درک و بکارگیری مؤثر مهارت‌های مالی مختلف از جمله بودجه‌بندی برای مدیریت پول و سرمایه‌گذاری است که باعث خودکفا شدن در اصول مالی و در نهایت، منجر به بهبود زندگی مالی می‌شود. بر این اساس، پژوهش حاضر به بررسی تأثیر سواد مالی بر قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام با در نظر گرفتن گرایش و کنترل‌های رفتاری سرمایه‌گذاران و تأکید بر هنجارهای اخلاقی و ذهنی در بازار بورس تهران پرداخته است. روش‌های آماری مورد استفاده جهت تحلیل داده‌ها مدل معادلات ساختاری می‌باشد. با توجه به پرسشنامه پژوهش، حجم نمونه این پژوهش بین ۱۲۵ تا ۳۷۵ می‌باشد که در این پژوهش ۳۱۰ پرسشنامه جمع‌آوری و مورد تحلیل قرار گرفت. نتایج نشان می‌دهد سواد مالی سرمایه‌گذاران تأثیر معنی‌داری بر گرایش سرمایه‌گذاران در بازار سهام دارد. همچنین، هنجارهای اخلاقی شخص نیز بر قصد سرمایه‌گذاری تأثیر گذار است. نهادهای مالی با توجه مسائل مطرح شده در این پژوهش می‌توانند تصمیمات سرمایه‌گذاران را بر مبنای سواد مالی و احساسات آن‌ها با در نظر گرفتن ریسک سرمایه‌گذاری مدنظر قرار داده تا بتوانند توصیه‌ها و دستورالعمل‌هایی را در سطح سرمایه‌گذاران فردی به کار بگیرند.

**واژگان کلیدی:** قصد سرمایه‌گذاری، سواد مالی، رفتار گذشته سرمایه‌گذاران، هنجارهای ذهنی و اخلاقی.

**طبقه‌بندی موضوعی:** *G11*, *G53*, *G40*, *G41*.

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/JFM.2024.43689.2837

۲. کارشناسی ارشد، مدیریت کسب و کار گرایش مالی، دانشکده مدیریت، دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران. نویسنده

مسئول. Email: Msetad92@yahoo.com

۳. اسنادیار، گروه مدیریت کسب و کار، دانشکده مدیریت، دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران. Email:

Ahmadnabizade@khu.ac.ir

## مقدمه

بازار سهام نقش مهم و اصلی را در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران ایفا کرده و همچنین، کارایی و اثربخشی حاکمیت مشارکت محوری را نیز بهبود می‌بخشد. در بازار سهام سودمندی و منافع سرمایه‌گذاری زیادی از قبیل رشد بلندمدت سرمایه، تقسیم درآمد و کنترل روی تورم وجود دارد. نقدینگی بازار سهام برای سرمایه‌گذار به‌منظور اهداف سرمایه‌گذاری بسیار جذاب بوده و یک معیار مهم به‌شمار می‌رود (شن و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶). جراردی و همکارانش<sup>۲</sup> (۲۰۱۰) استدلال می‌کنند که یکی از دلایل بحران مالی در سال ۲۰۰۸ فقدان سودمالی بود. پژوهشگران دریافتند که مردم با سودمالی بالاتر، برای مقابله با اثرات منفی کلان اقتصادی، آماده‌تر و مجهز هستند (سیواراما کریشنان و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷). در سال‌های اخیر کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه درگیر سطح سودمالی سرمایه‌گذاران بوده‌اند و این واقعیت، که سودمالی یکی از فاکتورهایی است که با تصمیم‌گیری مالی در وضعیت‌ها و موقعیت‌های اقتصادی در ارتباط می‌باشد. در نتیجه سودمالی در سرتاسر جهان به‌عنوان یک عنصر مهم و کلیدی برای پایداری اقتصادی و توسعه و پیشرفت دانش سرمایه‌گذاری شناخته شده است (جراردی و همکاران، ۲۰۱۰).

در کنار سودمالی عامل مهم دیگری که باید در نظر گرفته شود نقش رفتار سرمایه‌گذاران است. سودمالی به‌عنوان یک عامل اصلی برای تصمیم‌گیری‌های اقتصادی به حساب می‌آید. افرادی که سودمالی دارند به‌درستی از سرمایه‌خود جهت سرمایه‌گذاری در سهام استفاده می‌کنند. پژوهش‌های زیادی انجام گرفته است که مبنی بر سودمالی و تأثیرگذاری آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاری است. نتایج این مطالعات حاکی از آن است که سودمالی پایین، پیامدهای منفی در برداشته است. به عبارت دیگر، میزان سودمالی با ریسک سرمایه‌گذاری رابطه‌ای معکوس دارد و این موضوع باعث شده در بیشتر کشورهای جهان جهت غنی‌سازی سودمالی در سرمایه‌گذاری افراد اقدام کنند (دیانتی و حنیفه‌زاده، ۱۳۹۴). اگرچه این روزها در بازار سرمایه مشکلات سیستمی در هسته معاملات و مشکلات دسترسی کارگزاری‌ها از جمله موضوعاتی است که اخیراً ذهنیت فعالان بازار سرمایه را تحت تأثیر قرار داده و نیز، سرمایه‌گذاران عام را با مشکل مواجه کرده است، در چند ماه اخیر روند بازار متفاوت با انتظارات موجود بوده و عکس‌العمل‌های متفاوتی نسبت به برخی از اتفاقات رخ داده است؛ این موضوع نشانگر وجود یک رفتار هیجانی در بازار سرمایه است. به‌طور کلی، یکی از مهمترین ریسک‌هایی که امروزه بازار با آن مواجه است تصمیم‌گیری‌های عجولانه برای تغییر برخی از قوانین بازار است که این موضوع می‌تواند بر دید سرمایه‌گذاران تأثیرگذار باشد. چرا که با توجه به ورود عوام و اکثریت مردم به این بازار تخصصی، این نگرانی در بازار سرمایه وجود دارد که با ورود حجم نقدینگی از سوی سرمایه‌گذاران تازه وارد و عدم تجربه، آموزش و سودمالی کافی از معاملات بورس، روند بازار هیجانی شود و این بازار در نقطه‌ای از معاملات به دلیل رفتارهای هیجانی با ریزش همراه شود. قطعاً درک صحیح فرآیند رفتاری و هنجارهای ذهنی و اخلاقی سرمایه‌گذاران و پیامدهای آن برای

1. Shen et al.
2. Gerardi et al.
3. Sivaramakrishnan et al.



برنامه‌ریزان مالی از اهمیت بسیار بالایی برخوردار است. چرا که درک صحیح از رفتار سرمایه‌گذاران در بازار می‌تواند به برنامه‌ریزان مالی بازار در تدوین استراتژی منابع مالی کمک شایانی کند.

امروزه مفاهیم مرتبط با مسائل مالی در کشورهای زیادی به عنوان بخش مهمی از رشته‌های مختلف دانشگاهی محسوب می‌شود. در این کشورها بنیادهای غیرانتفاعی متعددی وظیفه توسعه سواد مالی را عهده‌دار بوده و با انجام آزمون‌های متعدد به اندازه‌گیری پیشرفت سواد مالی در بحث سرمایه‌گذاری می‌پردازند (روت<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰). از دید محقق با توجه به میزان اهمیت موضوع مورد بحث در بازارهای مالی و گستره شدن این بازار در چند سال اخیر، همچنین، میزان تأثیری که این موضوع در پیشبرد بازارهای مالی و در راستای پیشبرد اقتصادی کشور دارد، انجام چنین پژوهشی ضرورت دارد. از ضرورت‌های این پژوهش را می‌توان ترغیب هر چه بیشتر مردم به سرمایه‌گذاری در بورس با داشتن سواد مالی و آموزش صحیح و همچنین، کنترل بر رفتارهای هیجانی با روش‌ها و مشوق‌های مختلف از اهداف سیاست‌گذاران دانست. شناخت درست عوامل مؤثر بر قصد مردم برای ورود به بازار سرمایه می‌تواند زمینه‌ساز تصمیم‌گیری درست و تسهیل‌کننده ورود افراد باشد. از طرفی دیگر تصمیم‌گیری‌های مالی، پیچیده و دارای ریسک و عدم اطمینان هستند. بنابراین، احساسات پس‌زمینه و یا شرایط فرد، ممکن است بر تصمیم‌های مالی اثر بگذارند.

با توجه به شرایط فعلی بازار سرمایه و ورود عموم مردم به این بازار تخصصی، این پژوهش با هدف شناسایی عوامل مؤثر بر قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام مورد بررسی قرار خواهند گرفت که مهمترین آن سواد مالی و هنجارهای ذهنی و اخلاقی افراد در تصمیم‌گیری خرید سهام است. لذا، هدف اصلی این پژوهش را می‌توان بررسی تأثیر سواد مالی بر قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام با در نظر گرفتن گرایش و کنترل‌های رفتاری سرمایه‌گذاران و تأکید بر هنجارهای اخلاقی و ذهنی در بازار بورس تهران در نظر گرفت. همچنین، در این پژوهش فرضیه‌های مورد نظر ذیل بررسی می‌شود:

۱. سواد مالی چه تأثیری بر گرایش سرمایه‌گذاران در بازار سهام دارد؟
۲. سواد مالی چه تأثیری بر قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام دارد؟
۳. سواد مالی چه تأثیری بر کنترل رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سهام دارد؟
۴. گرایش سرمایه‌گذاران چه تأثیری بر قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام دارد؟
۵. کنترل رفتاری سرمایه‌گذاران چه تأثیری بر قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام دارد؟
۶. هنجارهای اخلاقی شخصی چه تأثیری بر قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام دارد؟
۷. هنجارهای ذهنی چه تأثیری بر قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام دارد؟

این پژوهش برگرفته از مدل بکار رفته توسط روت (۲۰۲۰) می‌باشد که با توجه به کاستی‌هایی که در پژوهش مذکور وجود داشت و همچنین، وضعیت فعلی بازار سرمایه ایران، محقق لازم دانست متغیرهایی نظیر هنجارهای ذهنی و اخلاقی سرمایه‌گذاران را هم مورد بررسی قرار دهد؛ بدین منظور از پژوهش سیواراماکریشنان و همکاران (۲۰۱۷) و ونگ و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۰) بهره گرفت. بنابراین این پژوهش از این



باب دارای نوآوری است که مدیران کارگزاری ها و سرمایه‌گذاران خرد جهت کنترل رفتار خود و بهبود تصمیم‌گیری در امر مهم سرمایه‌گذاری، سودمالی و هنجارهای ذهنی و شخصی را مد نظر داشته باشند. چنانچه سرمایه‌گذاران تازه وارد در بازار سرمایه از یافته‌های این پژوهش استفاده نمایند، می‌توانند در سرمایه‌گذاری‌های خود و تصمیماتشان نسبت به خرید و فروش سهام، بازده بیشتری داشته باشند. همچنین، سازمان بورس اوراق بهادار تهران و کارگزاری‌ها با بهره‌گیری از یافته‌های این پژوهش می‌توانند در جذب سرمایه‌گذاران و تشویق آنها به آموزش و افزایش سودمالی و همچنین، اصول روانشناسی بازار برای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار گامی اساسی بردارند.

### مبانی نظری :

تصمیم سرمایه‌گذاری مربوط به تصمیمی است که توسط سرمایه‌گذاران یا مدیریت سطح بالا در مورد میزان وجوه مستقر در فرصت‌های سرمایه‌گذاری اتخاذ شده است. تصمیم سرمایه‌گذاری وجوه در دارایی‌های بلندمدت به بودجه‌بندی سرمایه معروف است. بنابراین، بودجه‌بندی سرمایه‌ای فرآیند انتخاب دارایی یا یک پیشنهاد سرمایه‌گذاری است که بازده آن در طی یک دوره طولانی انجام می‌شود. اولین قدم در تهیه بودجه سرمایه، انتخاب دارایی اعم از موجود یا جدید بر اساس منافع حاصل از آن در آینده است. مرحله بعدی تجزیه و تحلیل عدم قطعیت و ریسک پیشنهادی آن است. از آنجا که قرار است در آینده سود حاصل شود، عدم اطمینان نسبت به بازده آن زیاد است. سرمایه‌گذاری انجام شده در دارایی‌های جاری یا دارایی‌های کوتاه‌مدت تحت عنوان مدیریت سرمایه در گردش عنوان می‌شود. مدیریت سرمایه در گردش با مدیریت دارایی‌های جاری که دارای ماهیت بسیار نقدینگی هستند سروکار دارد. تصمیم سرمایه‌گذاری در دارایی‌های کوتاه‌مدت برای سازمان بسیار مهم است زیرا بقای کوتاه‌مدت برای موفقیت بلندمدت ضروری است. از طریق مدیریت سرمایه در گردش، یک شرکت سعی در برقراری معامله بین سودآوری و نقدینگی دارد (مونا و آنیس<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). پیشینه سودمالی نشان می‌دهد که سودمالی تأثیری منفی قابل‌توجهی بر اختلافات مالی دارد. پژوهشگران روشی نسبتاً کامل برای طراحی پرسشنامه، روش نمونه‌گیری و روش‌های مصاحبه انجام داده‌اند. مطالعات تجربی قبلی مربوط به سودمالی به طور عمده‌ای بر سه جنبه تمرکز می‌کنند (لوساردی و میچل<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴):

مطالعات نشان می‌دهد حتی در کشورهای پیشرفته، عموم مردم هنوز هم سودمالی ندارند. به عنوان مثال تعداد کمی از مردم در چندین کشور به درستی می‌توانند به سه سؤال اساسی در مورد سودمالی پاسخ دهند. در ایالات متحده، تنها ۳۰٪ می‌توانند این کار را انجام دهند (لوساردی و میچل، ۲۰۱۱)، با درصد مشابه کم در کشورهایی با بازارهای مالی (۵۳،۲٪ برای آلمان)، ۴۴،۸٪ برای هلند، ۲۷،۰٪ برای ژاپن و ۴۲،۷ درصد برای استرالیا توسعه یافته، و همچنین، در کشورهای که در آن بازارهای مالی به سرعت در حال تغییر هستند. فقط ۳،۷٪ برای روسیه و ۳،۸٪ برای رومانی. از اینرو سطح کم سودمالی که در ایالات

1. Mouna & Anis

2. Lusardi & Mitchell



متحدہ نیز پیدا شدہ کہ در نقاط دیگر شایع هستند، بہ جای اینکه برای ہر کشور و یا مرحلہ‌ای از توسعہ اقتصادی خاص باشد. پیشینہ پژوهش، چگونگی تأثیر سواد مالی بر تصمیم‌گیری‌های مالی بہ خصوص در رابطہ با مدیریت ثروت، برنامہ‌ریزی بازنشستگی، مدیریت اعتبار و مشارکت در بازار سهام را بررسی می‌کند. برای مثال، در زمینہ مدیریت ثروت، برخی پژوهشگران معتقدند کہ دانش آموزان دبیرستانی با برنامہ درسی مالی حکم می‌کنند و کارفرمایان با آموزش مالی در محل کار از پس‌انداز بیشتر لذت می‌برند. همچنین، سواد مالی نیز رابطہ مثبت و معنی‌داری با رفتارهای مالی مانند مدیریت جریان نقدی، مدیریت اعتبار، پس‌انداز، و سرمایہ‌گذاری دارد. دادہ‌های کشور شیلی نشان می‌دهد بین سواد مالی و انباشت ثروت خانوار، بہ طور قابل توجہی رابطہ مثبت و معنی‌داری وجود دارد. این پژوهش توسط جاپلی و پادولا<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) مدل‌سازی و مطابق دادہ کشور بہ منظور بررسی ہمبستگی مثبت بین سواد مالی و پس‌انداز را ارائه می‌دهد (لوساردی و توفانو، ۲۰۰۹). گرایش سرمایہ‌گذاران یک نیاز مہم برای پردازش اطلاعات و تصمیم‌گیری دانش در مورد خرید سهام است. در مورد محصولات مالی، این دانش بہ عنوان گرایش سرمایہ‌گذاران معرفی شدہ است. در ادبیات پژوهش، گرایش سرمایہ‌گذاران معمولاً بہ عنوان یکی از عوامل مہم در تأثیر بر توانایی افراد در تصمیم‌گیری مالی پذیرفتہ شدہ است. گرایش سرمایہ‌گذاران، کہ بہ شکل دانش بازار سهام تعبیه شدہ است. همچنین، یک عامل اصلی برای افراد جہت مشارکت در بورس و سهام است. علاوہ بر این، آن نیز در بسیاری از مطالعات گذشتہ نشان دادہ شدہ است کہ معیارهای اساسی تر گرایش، اساساً معیارهای عددی است کہ می‌توانند بازار سهام را پیش‌بینی کنند (لی و لیو، ۲۰۱۲). از سوی دیگر کنترل رفتاری سرمایہ‌گذاران با عوامل پیچیدہ‌ای مانند ریسک، ابہام و انتخاب روبرو می‌شوند. در چنین شرایطی، کنترل رفتاری نقش مہمی دارد. اگر سرمایہ‌گذار سواد مالی داشتہ باشد، خود را در موقعیت بہتری برای ارزیابی می‌یابد. گرایش سرمایہ‌گذاران همچنین، با در نظر گرفتن بہترین‌های خود، کنترل رفتاری سرمایہ‌گذار را تحت تأثیر قرار می‌دهد تا بتواند در جہت منافع کوتاه‌مدت و بلندمدت خود تصمیم بگیرد (سیواراماکریشنان و همکاران، ۲۰۱۷). ہنجارهای اخلاقی شخصی اغلب بہ عنوان یک متغیر قابل توجہ در پیش‌بینی رفتار محیطی فرد در نظر گرفتہ می‌شوند. ہنجارهای اخلاقی شخصی بہ طور قابل توجہی بر تمایل سرمایہ‌گذاران برای مشارکت در تصمیم‌گیری تأثیر می‌گذارد. پژوهش‌های نشان دادہ است کہ تصمیم‌گیری در یک فرد می‌تواند تحت تأثیر ہنجارهای اخلاقی شخصی قرار گیرد. بہ طور کلی، ہنجارهای اخلاقی شخصی برای شکل‌گیری رفتار بسیار مہم است (ونگ و همکاران، ۲۰۲۰).

مدل رفتار گذشتہ سرمایہ‌گذاران، الگوی افراد و در نتیجہ دامنه استفادہ از آنها را محدود می‌کند. عواملی زیادی کہ قصد و تصمیم رفتاری آیندہ افراد را تحت تأثیر قرار می‌دهد، هنوز در این مدل گنجانندہ نشدہ است. بہ طور کلی، رفتار گذشتہ سرمایہ‌گذاران می‌تواند بہ عنوان یک عمل یا واکنش یک فرد در پاسخ بہ ہرگونہ محرک در حالت گذشتہ باشد کہ بہ دلیل عملکرد مکرر در شرایط مشابہ در گذشتہ، این ذہنیت ایجاد می‌شود. پژوهشگران پیشنہاد کردند کسانی کہ رفتاری مشابہ در گذشتہ انجام دادہ‌اند، تمایل دارند اطلاعات فعلی موجود را نادیدہ گرفتہ و گزینه

1. Jappelli & padoula
2. Lee & Leo

معمول را به جای جایگزین استفاده نمایند. به طور مشابه، هنگامی که یک سرمایه‌گذار بیش از یک بار رفتار سرمایه‌گذاری خود را تکرار می‌کند، شانس استفاده از تصمیم‌گیری افزایش می‌یابد که منجر به کاهش جستجو و افزایش وابستگی به اطلاعات تکراری می‌شود. این رابطه فرض می‌کند که پس از اینکه سرمایه‌گذاران در سرمایه‌گذاری سهام شرکت کردند، اغلب یک جستجو مغرضانه از حافظه قبلی به دست آمده انجام می‌دهند که رفتار آنها را تأیید می‌کند و سپس، تصمیم به سرمایه‌گذاری می‌گیرند (روت، ۲۰۲۰).

### مروری بر پیشینه پژوهش

در زمینه سواد مالی و رفتار سرمایه‌گذاری مطالعات زیادی صورت گرفته است. که در ادامه به برخی از آن‌ها که در داخل و خارج از ایران صورت گرفته، اشاره شده است. کنودسن و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۳) در پژوهشی با عنوان «بیانیه آینده نگر، احساسات سرمایه‌گذار و نقدشوندگی سهام» و در قالب تجزیه و تحلیل ناهمگنی نشان دادند سطح افشاء بیانیه آینده‌نگر تأثیر معنی‌دارتری بر بهبود نقدشوندگی سهام برای شرکت‌های دولتی و شرکت‌هایی در مناطقی با بازارسازی کم نسبت به مناطقی با سطوح بالای بازاری سازی دارد. ادیل و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان «چگونه سواد مالی رابطه بین سوگیری‌های رفتاری و تصمیم سرمایه‌گذاری را تعدیل می‌کند؟» نشان دادند در بین سرمایه‌گذاران مرد، ریسک‌گریزی و رفتار گله‌ای تأثیر منفی و معنی‌دار بر تصمیم سرمایه‌گذاری داشته، در حالی که تأثیر اعتماد به نفس بیش‌ازحد بر تصمیم سرمایه‌گذاری مثبت و معنی‌دار بوده است. روت (۲۰۲۰) در پژوهش خود با عنوان «بررسی رفتار گذشته، سواد مالی بر قصد سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران» نشان داد تأثیر قابل توجهی از کلیه متغیرهای پیش‌بینی‌کننده وجود دارد. نتایج همبستگی پژوهش وی نشان داد مدل نهایی می‌تواند ۳۶ درصد از قصد سرمایه‌گذاران را نسبت به سرمایه‌گذاری سهام تعیین کند. علاوه بر این، سرمایه‌گذاران هندی بودند که در درجه اول، تحت تأثیر فشار اجتماعی قرار گرفتند که می‌تواند از طریق سواد مالی مهار شود. همچنین، طبق نتایج این پژوهش اهمیت قابل توجه هنجارهای ذهنی در بازار سهام تأیید شد. این می‌تواند یک موضوع استراتژیک برای دولت و سیاست‌گذاران برای آموزش سرمایه‌گذاران باشد. سیواراما کریشنان و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان «بررسی عوامل نگرشی، سواد مالی و مشارکت در بازار سهام» کشور هند، به دنبال بررسی چگونگی اثر سواد مالی مصرف‌کننده، اجتناب از خطر، رفاه مالی، درک نظارتی، تأثیر اجتماعی بر رفتار و قصد سرمایه‌گذار بودند. یافته‌ها نشان داد هنجارهای ذهنی و اخلاقی و سواد مالی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر قصد سرمایه‌گذاری دارند. در پژوهشی دیگری، ونگ و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی قصد رفتاری: درک طبقه‌بندی گرایش و دانش بر روند شکل‌گیری رفتار پرداختند. نتایج نشان داد نگرش‌ها، هنجارهای ذهنی، کنترل رفتاری درک شده، هنجارهای اخلاقی و دانش طبقه‌بندی شده به طور مستقیم و معنی‌داری بر قصد رفتاری افراد تأثیر دارد. پس از آن رازن و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان «سواد مالی، ترجیحات اقتصادی و رفتار نوجوانان»، نقش سواد مالی را در بین جوانان مورد بررسی قرار دادند.

1. Knudsen et al  
2. Adil et al  
3. Razen et al.

آنها نشان دادند سوادمالی و ترجیحات اقتصادی عامل مهمی در سلامتی، درآمد و رفاه عمومی به حساب می‌آیند. این پژوهش همچنین، در مورد پیامدهای برنامه‌های آموزش مالی بحث می‌کند. بالاسوبرانیان و سارجنت<sup>۱</sup> (۲۰۲۰) نیز، به بررسی «تأثیر درک سوادمالی در تصمیم‌گیری مالی» پرداختند. در این پژوهش فاصله بین سوادمالی عینی و سوادمالی خود گزارش شده رفتار مالی افراد را بر اساس سن، جنسیت، درآمد، قومیت و تاهل پیش‌بینی گردید. بر این اساس، کسانی که از سوادمالی برخوردار نیستند، پرداخت‌های خود را از دست می‌دهند و رفتار بانکی ضعیفی دارند. افراد دارای سوادمالی افرادی هستند که بدون نقاط کور تصمیمات مالی بهتری می‌گیرند.

در پژوهش‌های داخلی نیز سلامی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهش با عنوان «عوامل موثر بر رفتار سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» با حضور دو متغیر مستقل (عوامل بیرونی و عوامل روانشناختی) در رابطه با رفتار سرمایه‌گذاران، به این نتیجه رسیدند که عوامل بیرونی بر رفتار سرمایه‌گذاران تأثیر دارند. ولی در خصوص متغیر مستقل دیگر، برای آزمون این فرضیه شاخص‌های مطرح شده برای عوامل روان‌شناختی در پرسشنامه مطرح گردید که بر رفتار سرمایه‌گذاران تأثیر دارند. علاوه بر سوادمالی و عوامل اجتماعی، قالمق و همکاران (۱۳۹۵) به «بررسی تأثیر سواد مالی بر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران» پرداختند. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها حاکی از این است که بین میزان سوادمالی سرمایه‌گذاران و تورش‌های رفتاری آن‌ها رابطه معنی‌داری در جهت مثبت وجود دارد. در این میان، جواهری و همکاران (۱۳۹۵) نیز در پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر عوامل اجتماعی بر پذیرش ریسک و تصمیمات سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران» اثبات کردند عوامل اجتماعی و پذیرش ریسک بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. همچنین، هنجار ذهنی، هنجار گروهی و هویت اجتماعی بر پذیرش ریسک سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. در پژوهش دیگری، جلیلود و نوروزآباد (۱۳۹۷) نشان دادند سوادمالی، ادراک ریسک و احساسات به صورت جمعی و به طور قابل توجهی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر می‌گذارند. به علاوه، شواهدی از تأثیر خاص جنسیت نیز، ارائه کرده‌اند. در نهایت، رحمانی و محمدی (۱۳۹۸) اثبات کردند تأثیر نگرش مالی و رفتار مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران مثبت و معنی‌دار و تصمیمات سرمایه‌گذاران، تأثیر مثبت و معنی‌داری بر عملکرد سرمایه‌گذاری دارد. صحاف قانع و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی نشان دادند نگرش و کنترل رفتاری درک شده بر قصد سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت معنی‌داری دارد. رفتار گذشته و سوادمالی بر نگرش تأثیر مثبت معنی‌داری دارد. ناظم منبری و همکاران (۱۴۰۱) نیز، نشان دادند نگرش فرد نسبت به تصمیمات سرمایه‌گذاری بر قصد فرد برای سرمایه‌گذاری در بازار سهام تأثیر مثبت دارد. از سوی دیگر، سوادمالی بر نگرش افراد جهت سرمایه‌گذاری در بازار سهام و بر کنترل رفتار درک شده جهت سرمایه‌گذاری در بازار سهام تأثیر مثبت دارد.

### فرضیه‌های اصلی پژوهش

- فرضیه اول: سواد مالی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر گرایش سرمایه‌گذاران در بازار سهام دارد.
- فرضیه دوم: سواد مالی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام دارد.
- فرضیه سوم: سواد مالی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر کنترل رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سهام دارد.
- فرضیه چهارم: گرایش سرمایه‌گذاران تأثیر مثبت و معنی‌داری بر قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام دارد.
- فرضیه پنجم: کنترل رفتاری سرمایه‌گذاران تأثیر مثبت و معنی‌داری بر قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام دارد.
- فرضیه ششم: هنجارهای اخلاقی شخصی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام دارد.
- فرضیه هفتم: هنجارهای ذهنی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام دارد.

### روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، در حیطه پژوهش‌ها کاربردی قرار می‌گیرد. فلسفه پژوهش، واقع‌گرایی و رویکرد استقرایی است. این پژوهش، از نظر نحوه گردآوری داده‌ها میدانی می‌باشد. همچنین، پژوهش از نوع کمی است. به علاوه، بر اساس روش پژوهش این مطالعه از نظر فلسفه پژوهش از نوع واقع‌گرایی و از نظر رویکرد، استقرایی می‌باشد. از منظر راهبرد پژوهش از نوع توصیفی-پیمایشی بوده و از نظر گردآوری داده‌ها از نوع میدانی و ابزار پرسشنامه می‌باشد. جامعه آماری پژوهش حاضر کلیه سرمایه‌گذاران و تازه واردان بازار بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند. روش نمونه‌گیری نیز در این پژوهش، روش غیر تصادفی در دسترس بوده و حجم نمونه نیز با توجه به نمونه‌گیری معادلات ساختاری محاسبه شده است. بر این اساس با توجه به اینکه پرسشنامه این پژوهش شامل ۲۵ سؤال است، حجم نمونه این پژوهش بین ۱۲۵ تا ۳۷۵ می‌باشد، اما همیشه تاکید بر این است که حداقل نمونه نباید از ۲۰۰ نفر کمتر باشد. سنجش متغیرها بر اساس مقیاس پنج گزینه‌ای لیکرت طراحی شده است. سئوالات مربوط به متغیرهای پرسشنامه حاضر به نقل از پژوهش‌های روت (۲۰۲۰)، سیواراماکریشنانان و همکاران (۲۰۱۷) و ونگ و همکاران (۲۰۲۰) به عنوان کارهای مبنا در این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته است. افراد از بین پنج گزینه انتخاب خود را انجام داده و برای سئوالات پرسشنامه نمرات ۱ تا ۵ در نظر گرفته می‌شود و نمره کل آن از طریق جمع نمرات کسب شده سنجیده می‌شود. پرسشنامه‌ها به صورت دستی و الکترونیک ارسال گردیده است. اطلاعات مربوط به مبانی نظری و تئوریک پژوهش، به صورت کتابخانه‌ای و با استفاده از کتب و پژوهش‌های فارسی و انگلیسی جمع‌آوری شده و در خصوص آزمون فرضیات پژوهش، از پرسشنامه‌های استاندارد تهیه شده توسط روت (۲۰۲۰)، سیواراماکریشنانان و همکاران (۲۰۱۷) و ونگ و همکاران (۲۰۲۰) استفاده شده است. جهت سنجش روایی محتوی پرسشنامه، از شاخص‌های CVI و CVR استفاده گردیده است.

با توجه به اینکه در پژوهش حاضر پرسشنامه میان ۱۱ نفر از خبرگان توزیع و جمع‌آوری گردید، بنابراین مقدار CVR قابل قبول برای ۱۱ خبره برابر با ۰/۵۹ می‌باشد. همچنین، حداقل مقدار قابل قبول



برای شاخص CVI برابر با ۰/۷۹ است که تمامی متغیرها در این پژوهش دارای مقدار CVI بالای ۰/۷۹ می‌باشند. روش تحلیل داده‌ها نیز، روش معادلات ساختاری است. در این پژوهش بسته به تعداد اعضای نمونه و وجود متغیر تعدیل‌گر از نرم‌افزار اسمارت PLS استفاده شده است. نتایج روایی و پایایی در جدول شماره ۱ ارائه گردیده است.

جدول ۱. نتایج روایی و پایایی متغیرها

متغیرها	شاخص CVI	شاخص CVR	ضرایب آلفا	مقدار CR	مقدار AVE
قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام	۰/۹۱	۰/۹۰	۰/۸۹۵۰۴۰	۰/۹۲۷۲۵۶	۰/۷۶۱۴۲۵
گرایش سرمایه‌گذار	۱	۰/۸۱	۰/۹۰۲۴۲۷	۰/۹۳۸۹۷۸	۰/۸۳۶۸۷۷
هنجارهای ذهنی	۰/۹۴	۰/۶۹	۰/۸۳۳۸۴۵	۰/۹۰۱۴۳۰	۰/۷۵۴۶۲۸
هنجارهای اخلاقی شخصی	۰/۹۰	۱	۰/۷۹۴۰۶۳	۰/۸۸۰۴۸۷	۰/۷۱۱۸۴۸
کنترل رفتاری سرمایه‌گذار	۰/۸۴	۰/۸۱	۰/۸۷۶۳۶۸	۰/۹۲۳۹۷۶	۰/۸۰۲۱۲۰
رفتار گذشته سرمایه‌گذاران	۰/۸۵	۰/۸۵	۰/۷۰۶۷۸۸	۰/۷۹۶۲۳۰	۰/۵۴۴۸۷۳
سواد مالی	۰/۹۴	۰/۸۶	۰/۷۴۶۵۱۲	۰/۷۷۹۲۷۳	۰/۵۸۰۹۹۶

مأخذ: محاسبات پژوهش

### تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها:

#### آمار توصیفی

همان‌طور که در جدول شماره ۲ نشان داده شده است، بیشترین مقدار فراوانی‌ها با مقدار ۲۱۹ نفر مربوط به مردان می‌باشد. نتایج مربوط به تحصیلات نیز، نشان می‌دهد بیشترین افراد پاسخ‌دهنده دارای مدرک فوق لیسانس با ۱۲۵ فراوانی می‌باشند و کمترین افراد پاسخ‌دهنده نیز، دارای مدرک دیپلم و فوق‌دیپلم با ۲۶ فراوانی هستند. مقادیر مربوط به سابقه افراد در بازار سرمایه نیز حاکی از آن است که سابقه کار بیشترین افراد پاسخ‌دهنده دارای ۵ سال به بالا سابقه فعالیت در بازار سرمایه می‌باشند و کمترین افراد دارای سابقه ۳ تا ۵ سال هستند. همچنین، سن آزمودنی‌ها نیز مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان می‌دهد افراد ۲۵ تا ۳۵ سال بیشترین مقدار فراوانی را میان پاسخ‌دهندگان به دست آوردند و کمترین فراوانی مربوط به سنین ۵۵ به بالا می‌باشد. در نهایت، پاسخ‌دهندگان بر اساس درآمد ماهیانه تقسیم شده‌اند که فراوانی هریک از دسته‌ها نشان داده شده است. در کل ۳۴ درصد از پاسخ‌دهندگان را به خود اختصاص داده‌اند.

جدول ۲. آمار توصیفی اطلاعات جمعیت شناختی

جنسیت	فراوانی	درصد
مرد	۲۱۹	۷۰/۶
زن	۹۱	۲۹/۴
تحصیلات	فراوانی	درصد
دیپلم و فوق‌دیپلم	۲۶	۸/۴
لیسانس	۱۱۶	۳۷/۴
فوق‌لیسانس	۱۲۵	۴۰/۳
دکتر و بالاتر	۴۳	۱۳/۹
سابقه فعالیت	فراوانی	درصد
کمتر از یکسال	۶۸	۲۱/۹
۱ تا ۲ سال	۵۸	۱۸/۷
۲ تا ۳ سال	۳۹	۱۲/۶
۳ تا ۴ سال	۳۲	۱۰/۳
۴ تا ۵ سال	۳۲	۱۰/۳
۵ سال به بالا	۸۱	۲۶/۱
سن	فراوانی	درصد
۲۵ تا ۳۵ سال	۱۸۲	۵۸/۷
۳۵ تا ۴۵ سال	۱۰۴	۳۳/۵
۴۵ تا ۵۵ سال	۱۹	۶/۱
۵۵ به بالا	۵	۱/۶
درآمد ماهیانه	فراوانی	درصد
کمتر از ۳ میلیون	۶۵	۲۱/۰
بین ۳ تا ۵ میلیون	۷۲	۲۳/۲
بین ۵ تا ۷ میلیون	۶۷	۲۱/۶
بیش از ۷ میلیون	۱۰۶	۳۴/۲

مأخذ: محاسبات پژوهش



### آمار استنباطی

با مقایسه انحراف معیار متغیرهای مورد بررسی این نتیجه حاصل می‌شود که انحراف معیار متغیر کنترل رفتاری دارای بیشترین پراکندگی و متغیر سوادمالی دارای کمترین پراکندگی است. به طور کلی، پایین بودن انحراف استاندارد در مولفه‌ها نشان از پراکندگی کم پاسخ‌ها می‌باشد. مقدار میانگین در متغیر هنجارهای اخلاقی شخصی، بیشترین مقدار میانگین می‌باشد که میانگین طیف پاسخ‌ها را نشان می‌دهد. همچنین، مقدار میانگین کنترل رفتاری دارای کمترین میانگین است. موقعیت چولگی و کشیدگی نیز نشان می‌دهد که مقادیر چولگی برای همه متغیرها در بازه (۳ و -۳) همچنین، مقادیر کشیدگی همه مولفه‌ها نیز در بازه (۳ و -۳) قرار ندارد. لذا می‌توان گفت که توزیع داده‌ها برای همه مؤلفه‌ها غیرنرمال است. جهت بررسی دقیق‌تر از آزمون کلموگروف اسمیرنوف استفاده می‌شود. نتایج این آزمون در جدول ۳ ارائه گردیده است.

جدول ۳. آمار استنباطی متغیرهای پژوهش

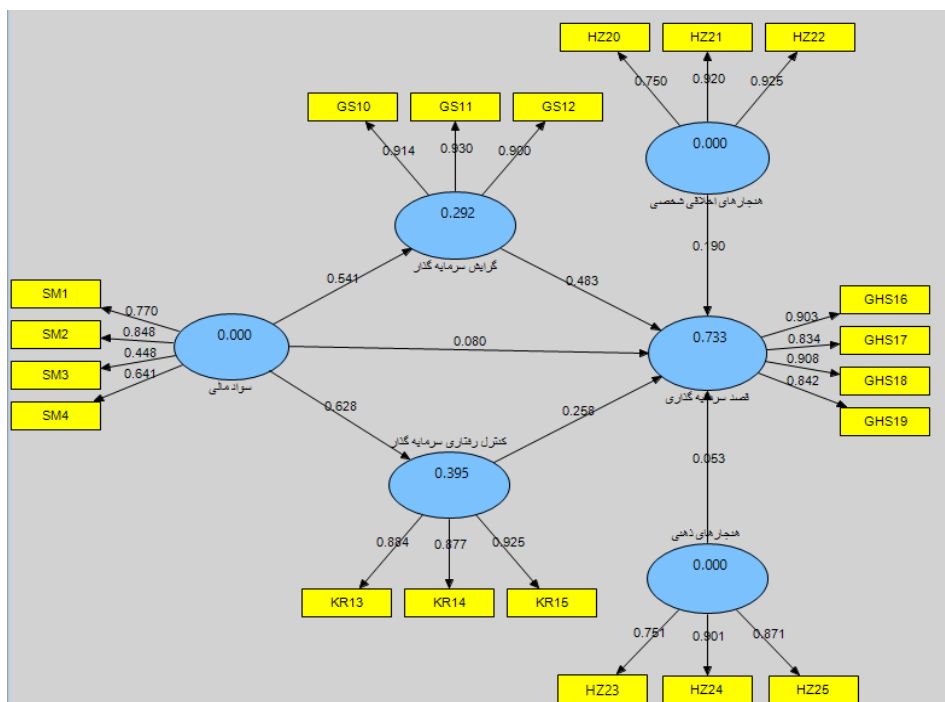
حجم نمونه	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	
۳۱۰	۱/۸	۵/۰	۳/۸۹۲	۰/۶۵۱۱	-۰/۳۹۲	-۰/۰۴۲	سوادمالی
۳۱۰	۱/۶	۵/۰	۳/۶۲۶	۰/۶۵۵۷	-۰/۰۷۱	-۰/۳۷۱	رفتار گذشته
۳۱۰	۱/۰	۵/۰	۴/۰۵۸	۰/۸۳۲۸	-۱/۰۹	۰/۴۳۲	گرایش سرمایه‌گذار
۳۱۰	۱/۰	۵/۰	۳/۳۴۷	۱/۰۳۸۴	-۰/۳۲۸	-۰/۵۲۸	کنترل رفتاری
۳۱۰	۱/۰	۵/۰	۳/۶۷۶	۰/۹۶۵۷	-۰/۸۲۴	۰/۲۴۷	قصد سرمایه‌گذاری
۳۱۰	۱/۰	۵/۰	۳/۶۴۶	۰/۹۸۳۱	-۰/۶۱۲	-۰/۲۲۲	هنجارهای ذهنی
۳۱۰	۱/۰	۵/۰	۴/۰۸۶	۰/۷۰۹۹	-۰/۵۶۱	۰/۳۴۷	هنجارهای اخلاقی شخصی

مأخذ: محاسبات پژوهش

### معیارهای ارزیابی برآزش بخش ساختاری

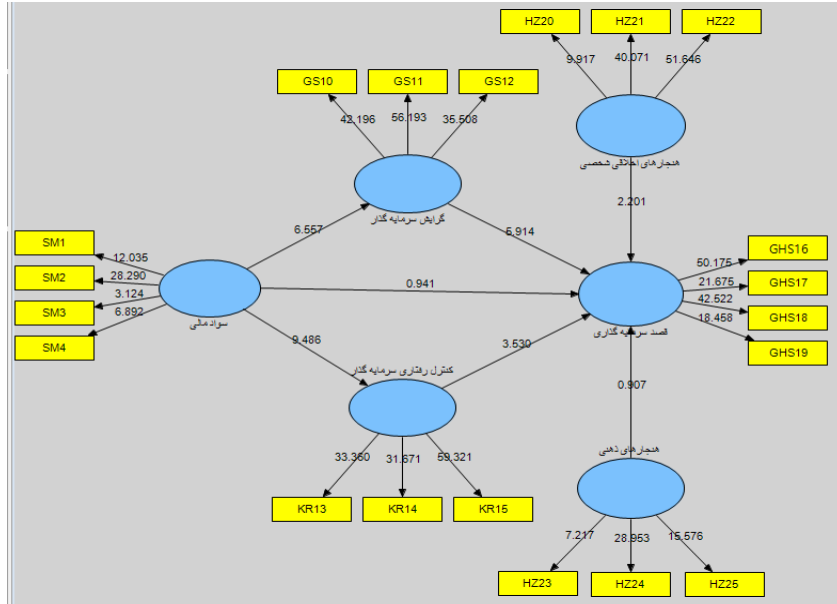
همان‌طور که شکل ۱ نشان می‌دهد، مقادیر بار عاملی در متغیر سوادمالی بر گرایش سرمایه‌گذار برابر با ۰/۵۴۱، سوادمالی بر کنترل رفتاری سرمایه‌گذار برابر با ۰/۶۲۸، گرایش سرمایه‌گذار بر قصد رفتاری برابر با ۰/۴۸۳، کنترل رفتاری سرمایه‌گذار بر قصد رفتاری برابر با ۰/۲۵۸ و متغیر هنجارهای اخلاقی

شخصی بر قصد رفتاری برابر با ۰/۱۹۰ می‌باشد. این امر نشان می‌دهد تمامی مقادیر بالاتر از ۰/۲ و نزدیک به ۰/۲ می‌باشند و مقادیر قابل قبولی هستند ولی تایید یا رد فرضیات بر اساس مقدار آماره تی تعیین می‌شود. درحالی‌که مقدار بارعاملی سواد مالی بر قصد رفتاری برابر با ۰/۰۸۰ و هنجارهای ذهنی بر قصد رفتاری برابر با ۰/۰۵۳ می‌باشد. و نشان می‌دهد تمامی مقادیر کمتر از ۰/۲ می‌باشند و مقادیر قابل قبولی نیستند.



شکل ۱. مقادیر بارعاملی در مدل اولیه پژوهش  
 مأخذ: محاسبات پژوهش

در شکل ۲ مقادیر مربوط به هر سازه مشخص شده است. همانطور که ملاحظه می‌شود، مقدار آماره تی در متغیر سواد مالی بر گرایش سرمایه‌گذار برابر با ۶/۵۵۷، سواد مالی بر کنترل رفتاری سرمایه‌گذار برابر با ۹/۴۸۶، گرایش سرمایه‌گذار بر قصد رفتاری برابر با ۶/۹۱۴، کنترل رفتاری سرمایه‌گذار بر قصد رفتاری برابر با ۳/۵۳۰ و متغیر هنجارهای اخلاقی شخصی بر قصد رفتاری برابر با ۲/۲۰۱ می‌باشد که نشان می‌دهد تمامی مقادیر بالاتر از ۱/۹۶ می‌باشند و مقادیر قابل قبولی هستند و بیانگر تایید فرضیات مربوطه هستند. درحالی‌که مقدار آماره تی در سواد مالی بر قصد رفتاری برابر با ۰/۹۴۱ و هنجارهای ذهنی بر قصد رفتاری برابر با ۰/۹۰۷ می‌باشد و با توجه به اینکه کمتر از ۱/۹۶ می‌باشد، نشان‌دهنده رد فرضیات است.



شکل ۲. مقادیر آماری در مدل اولیه پژوهش  
 مأخذ: محاسبات پژوهش

در این پژوهش معیار اندازه گیری شاخص  $R^2$ ، ۰/۲۵ در نظر گرفته شده است. متغیرهای برونزا در این پژوهش دارای مقدار بالاتر از ۰/۲۰ می باشند و نشانگر برازش خوب و عالی مدل می باشد.

جدول ۴. شاخص های برازش مدل

مقدار Q2	Redundancy	مقادیر f2	R Square	
۰/۵۵۱۶۲۴	۰/۳۸۶۳۳۹	۰/۳۲۴۹۶۸	۰/۷۳۶۸۵۹	قصد سرمایه گذاری در بازار سهام
۰/۲۴۳۵۴۷	۰/۲۴۴۷۴۶	۰/۳۴۸۵۳۹	۰/۲۹۲۵۵۴	گرایش سرمایه گذار
۰/۳۱۶۶۰۲	۰/۳۱۶۶۶۴	۰/۳۸۱۰۷	۰/۳۹۴۶۲۲	کنترل رفتاری سرمایه گذار
۰/۲۷۸۰۷۷	۰/۲۰۹۰۰۲	۰/۱۷۵۸۰۴	۰/۲۰۱۶۴۱	رفتار گذشته سرمایه گذاران

مأخذ: محاسبات پژوهش

#### معیارهای ارزیابی برازش بخش کلی

جهت سنجش برازش بخش کلی نیز از معیار GOF استفاده گردید. در این پژوهش معیار مربوطه ۰/۶۶۰ محاسبه شد و نشان از برازش بسیار قوی دارد. نحوه محاسبه معیار مربوطه از رابطه شماره ۱ می باشد.

$$GOF = \sqrt{\text{Communalities}} \times R^2 \quad (1)$$

نتایج در جدول ۵ نشان داده شده است.

**جدول ۵. مقادیر معیار GOF**

Commuality	
۰/۷۶۱۴۲۵	قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام
۰/۸۳۶۸۷۷	گرایش سرمایه‌گذار
۰/۷۵۴۶۲۸	هنجارهای ذهنی
۰/۷۱۱۸۴۸	هنجارهای اخلاقی شخصی
۰/۸۰۲۱۲۰	کنترل رفتاری سرمایه‌گذار
۰/۴۴۴۸۷۳	رفتار گذشته سرمایه‌گذاران
۰/۴۸۰۹۹۶	سواد مالی
۰/۶۸۴۶۸۱	میانگین
۰/۶۶۰۵۷۳	GOF

مأخذ: محاسبات پژوهش

**شدت تعیین تأثیر میانجی از طریق آزمون سوبل<sup>۱</sup>**

بعد از محاسبه آزمون سوبل از طریق نرم‌افزار اسمارت پی ال اس<sup>۲</sup>، اگر مقدار آماره Z آزمون سوبل از ۱٫۹۶ بیشتر باشد فرضیه مورد تایید قرار می‌گیرد. همانطور که در جدول ۶ نشان می‌دهد، در این پژوهش هر دو فرضیه میانجی مورد قبول واقع شد.

**جدول ۶. آزمون سوبل**

Standard Error (STERR)	بارعاملی	
۰/۰۸۳۴۹۳	۰/۵۴۱	سواد مالی -> گرایش سرمایه‌گذاران
۰/۰۸۰۰۴۴	۰/۴۸۳	گرایش سرمایه‌گذاران -> قصد سرمایه‌گذاری
۴/۴۱۵۸۸۳۲۳		آماره سوبل
۰/۰۶۳۰۱۰	۰/۶۲۸	سواد مالی -> کنترل رفتاری سرمایه‌گذاران
۰/۰۸۲۷۱۲	۰/۲۵۸	کنترل رفتاری سرمایه‌گذاران -> قصد سرمایه‌گذاری
۲/۹۷۶۸۷۰۹۶		آماره سوبل

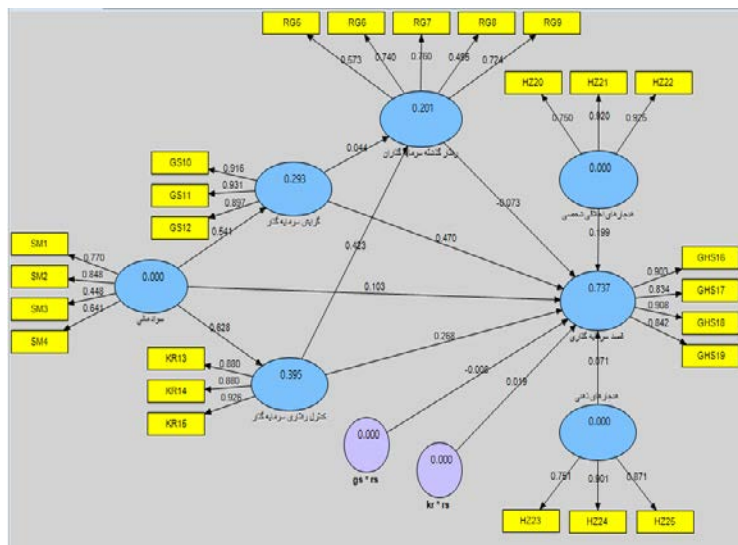
مأخذ: محاسبات پژوهش

1. Sobel Test
2. Smart Pls

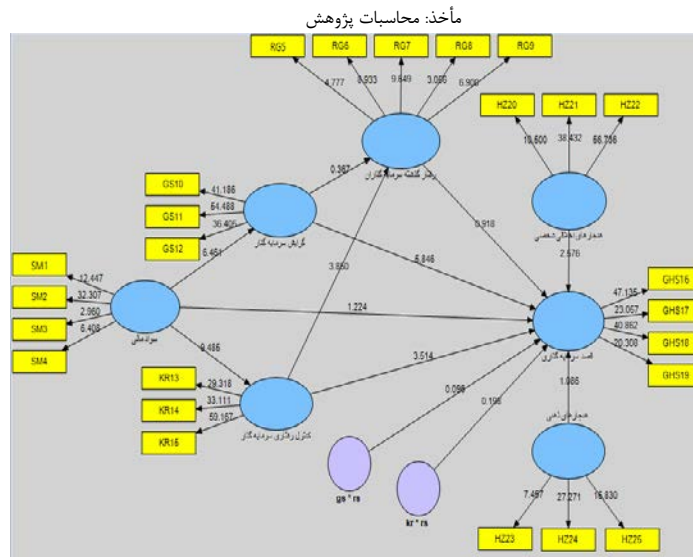


### تعیین شدت اثر تعدیل‌گر در مدل پژوهش

طبق نتایج پژوهش، اثر متغیر تعدیل‌گر در مدل بررسی شده بسیار ضعیف می‌باشد. زیرا با توجه به مقادیر در نظر گرفته شده در این شاخص، مقادیر ارائه شده از نتایج محاسبات شاخص  $f^2$  کمتر از مقدار  $0.02$  می‌باشد. لذا بر اساس نتایج آزمون فوق و همچنین، نتایج مدل ساختاری در شکل ۳ و ۴ فرضیات تعدیل‌گر رد می‌گردد.



شکل ۳. مقادیر بارعاملی بعد از ورود متغیر تعدیل‌گر



شکل ۴. مقادیر آماره تی بعد از ورود متغیر تعدیل‌گر  
مأخذ: محاسبات پژوهش

هریک از فرضیات بعد از جمع‌آوری پرسشنامه و انتقال به نرم‌افزار با استفاده از مدل معادلات ساختاری و از طریق نرم‌افزار اسمارت پی ال اس<sup>۱</sup> تحلیل گردید و خروجی نرم‌افزار ارائه گردید. در جدول ۷ نیز خلاصه فرضیات مشاهده می‌شود.

**جدول ۷. خلاصه فرضیات**

نتیجه	آماره تی	بارعاملی	فرضیات
تایید	۶/۵۵۷	۰/۵۴۱	فرضیه اول: سواد مالی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر گرایش سرمایه‌گذاران در بازار سهام دارد.
رد	۰/۹۴۱	۰/۰۸۰	فرضیه دوم: سواد مالی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام دارد.
تایید	۹/۴۸۶	۰/۶۲۸	فرضیه سوم: سواد مالی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر کنترل رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سهام دارد.
تایید	۵/۹۱۴	۰/۴۸۳	فرضیه چهارم: گرایش سرمایه‌گذاران تأثیر مثبت و معنی‌داری بر قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام دارد.
تایید	۳/۵۳۰	۰/۳۵۸	فرضیه پنجم: کنترل رفتاری سرمایه‌گذاران تأثیر مثبت و معنی‌داری بر قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام دارد.
تایید	۲/۲۰۱	۰/۱۹۰	فرضیه ششم: هنجارهای اخلاقی شخصی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام دارد.
رد	۰/۹۰۷	۰/۰۵۳	فرضیه هفتم: هنجارهای ذهنی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام دارد.
نتیجه	آماره سو بل	VAF	فرضیات میانجی
تایید	۴/۴۱۵	۰/۷۶۵	فرضیه هشتم: سواد مالی از طریق گرایش سرمایه‌گذاران تأثیر مثبت و معنی‌داری بر قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام دارد.
تایید	۲/۹۷۶	۰/۶۶۹	فرضیه نهم: سواد مالی از طریق کنترل رفتاری سرمایه‌گذاران تأثیر مثبت و معنی‌داری بر قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام دارد.
نتیجه	آماره تی	بارعاملی	فرضیات تعدیل‌گر
رد	۰/۰۹۶	-۰/۰۰۸	فرضیه دهم: رفتار گذشته سرمایه‌گذاران نقش تعدیل‌گری در رابطه بین گرایش سرمایه‌گذاران و قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام دارد.
رد	۰/۱۹۸	۰/۰۱۹	فرضیه یازدهم: رفتار گذشته سرمایه‌گذاران نقش تعدیل‌گری در رابطه بین کنترل رفتاری سرمایه‌گذاران و قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام دارد.

### بحث و نتیجه‌گیری

نتایج نشان دادند که سواد مالی می‌تواند تأثیر معنی‌داری بر گرایش سرمایه‌گذاران در بازار سهام داشته باشد. بنابراین، دولت باید فعالانه به مردم آموزش دهد تا دانش مالی بیشتری برای کاهش اختلافات تصمیم‌گیری به دست آورند. همچنین، نتایج نشان داد افراد با سواد مالی بیشتر، کنترل بهتری بر رفتار خود در بازار سهام دارند و گرایش بیشتری بر ورود به بازار سرمایه دارند. به طور کلی، سواد مالی مردم را تشویق می‌کند تا در گفت و گوی سرمایه‌گذاری‌های مالی به جای استفاده از پیشنهادها دیگران، از سواد مالی و ذهنیت‌های خود در تصمیم‌گیری برای ورود به بازار سهام استفاده کنند. علاوه بر این، نه تنها سطح سواد مالی، بلکه ویژگی‌هایی نظیر هنجارهای اخلاقی، عوامل کلیدی موثر بر تصمیم‌گیری‌های مالی بودند. نتایج این پژوهش برای دولت، سهام‌داران، و عموم مردم مفید است. اگر مردم خود را با سواد مالی بازارهای مالی مجهز کنند، می‌توانند اختلافات تصمیم‌گیری خود را در بازار سهام کاهش دهند. با وجودی که در تئوری مالی سنتی گرایش احساسی سرمایه‌گذار هیچ نقشی در قیمت سهام، بازده تحقق یافته و بازده



مورد انتظار ندارد، در این پژوهش نیز هنجارهای ذهنی سرمایه‌گذار تأثیر مثبتی را در قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام نشان نداد. اما دیدگاه مالی رفتاری و نتایج این پژوهش نیز نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر گرایش‌های احساسی و اخلاقی خود تصمیم می‌گیرند. از این جهت گرایش احساسی و اخلاقی، نقش مهمی در تعیین تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و گرایش‌های آنها به سرمایه‌گذاری در این بازار را ایفا می‌کند.

لذا پیشرفته بودن ذهن آدمی و پیچیدگی احساسات بشر باعث می‌شود که احساس ترس و طمع، نتوانند روان آدمی را توصیف کنند و روی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری فرد اثر بگذارد. افرادی که دارای سوادمالی بوده و توانایی کنترل رفتاری خود را در تصمیم‌گیری‌ها دارند، با در نظر گرفتن یک دوره طولانی‌مدت (برای مثال؛ بیش از ۶ ماه تا یکسال) سهام به طور معمول بیشترین بازده را تشخیص داده و به راحتی می‌تواند در سهام مطلوب سرمایه‌گذاری کند؛ نوسانات بازار را از سهم خود گرفته و فرصت خروج از بازار را شناسایی می‌کند و دارایی خود را در سهام و یا منابع مالی مشترک سرمایه‌گذاری دیگری سرمایه‌گذاری مجدد می‌کند. از طرفی نهادهای مالی و بورس اوراق بهادار با توجه مسائل مطرح شده در این پژوهش می‌توانند عکس‌العمل عقلایی و غیرعقلایی سرمایه‌گذاران، بر مبنای سوادمالی و احساسات را همراه با منشأ ریسک در نظر گرفته تا بتوانند توصیه‌ها و دستورالعمل‌هایی را در سطح سرمایه‌گذاران فردی همچون هنجارهای اخلاقی جهت آگاه ساختن هر چه بیشتر آنها از مسائل مالی پایه و پیشرفته بهره ببرند. یکی از عواملی که در این پژوهش مورد توجه قرار گرفت، عدم وجود رابطه مثبت بین دو متغیر سوادمالی و قصد سرمایه‌گذاری بود. با توجه به شرایطی که در ابتدای سال ۹۹ برای بازار سرمایه اتفاق افتاد، می‌توان اینگونه بیان کرد افرادی که وارد این بازار شدند، صرفاً دارای سوادمالی نبودند ولی قصد سرمایه‌گذاری در این بازار را داشتند. و با توجه به پیشنهادها دیگران اقدام به خرید و فروش سهام کردند. همچنین، در فرضیه هفتم نیز می‌توان اینگونه استدلال نمود که در سال ۹۹ افراد زیادی بر این عقیده بودند که بدون دانش سرمایه‌گذاری نباید وارد بازارهای مالی شد، ولی اکثر افراد بی توجه به صحبت‌ها و نظرات دوستان و همکاران خود و حتی به عقاید و نظرات افرادی که از نظر شخص قابل اعتماد بودند، توجهی نکرده و تحت تأثیر هنجارهای ذهنی قرار نگرفتند و وارد این بازار شدند. لذا بر اساس نتایج این پژوهش می‌توان نتیجه دو فرضیه حاضر را منطقی دانست. به طور کلی، بر اساس نتایج، این پژوهش با نتایج مطالعات خارجی همچون روت (۲۰۲۰)، سیواراما کریشنان و همکاران (۲۰۲۰)، ونگ و همکاران (۲۰۲۰)، رازن و همکاران (۲۰۲۰)، بالاسوبرانیان و سارجنت (۲۰۲۰) همخوانی دارد. همچنین، نتایج این پژوهش با نتایج مطالعات داخلی همچون سلامی و همکاران (۱۳۹۴)، قالمق و همکاران (۱۳۹۵)، جواهری و همکاران (۱۳۹۵)، جلیلودن و نوروزآباد (۱۳۹۷) و رحمانی و محمدی (۱۳۹۸) نیز هم‌راستا می‌باشد.

بر اساس نتایج پژوهش، پیشنهادهای زیر ارائه می‌گردد:

- با توجه به تایید فرضیه سوادمالی بر گرایش سرمایه‌گذاری، پیشنهاد می‌گردد آموزش مالی در سطح ملی و توسط دولت و نهادهای ملی تعریف و اجرا شود. آموزش مالی تنها منحصر به بازار سرمایه نیست و اصولاً از مبانی مدیریت پول شامل چگونگی مصرف، پس‌انداز و برنامه‌ریزی هزینه

و درآمد تا مسائل پیچیده‌تر سرمایه‌گذاری را در برمی‌گیرد. بودجه آموزش مالی نیز از سوی دولت تامین شود.

- با توجه به رد فرضیات مربوط تأثیر سواد مالی بر قصد سرمایه‌گذاری و تمایلات ذهنی سرمایه‌گذاران، پیشنهاد می‌گردد افرادی که تصمیم به ورود و سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی را دارند باید توجه داشته باشند که از اطلاعاتی که دارند با در نظر گرفتن زمان و موضوعات مربوطه تصمیم‌گیری نمایند. آن‌ها همچنین، می‌توانند قبل از شروع و قصد سرمایه‌گذاری غیر از سواد مالی از دانش مالی رفتاری هم بهره بگیرند و مشاوره‌های تخصصی و افراد باتجربه در حوزه سرمایه‌گذاری و بازارهای مالی، مشورت گرفته و اطلاعات کسب نمایند.

- به مدیران و مشاوران شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌گردد، با برگزاری دوره های آموزشی اجباری برای سرمایه‌گذاران و تحلیلگران تازه وارد و یا افرادی که قصد ورود به بورس را دارند، در رابطه با نحوه سرمایه‌گذاری در جهت افزایش رضایت از سرمایه‌گذاری خودشان تدابیری را بیان‌دیشند.

به مدیران و مشاوران شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌گردد، با ارائه خدمات ویژه به محققین در زمینه‌های تخصصی مالی و سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاران تازه وارد کمک نمایند. همچنین، پشتیبانی همه‌جانبه از سرمایه‌گذاران و سهام‌داران تازه وارد در راستای معاملات اثر بخش و زمینه‌های رفتاری صورت گیرد.

- با توجه به رد فرضیه مربوط به رفتار گذشته سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری، به سرمایه‌گذاران جدید نیز پیشنهاد می‌گردد برای شناخت بازار بورس و نحوه ورود به آن از استراتژی‌های لازم برای سرمایه‌گذاری در بورس تهران و روش‌های مناسب جهت سرمایه‌گذاری از راهکارهای ارائه شده در این پژوهش با تاکید بر دانش مالی رفتاری و کنترل احساسات و متغیرهای مدل مورد بررسی استفاده کرده و با افراد مجرب و باتجربه در این حوزه مشورت نمایند.
- با توجه به تایید فرضیه مربوط به هنجارهای اخلاقی شخصی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری، به سرمایه‌گذاران جدید نیز پیشنهاد می‌گردد، در زندگی روزمره خود افکار خود را اولویت‌بندی کرده و با مرتب سازی تصمیمات و افکار غلط در زندگی روزمره خود جهت سرمایه‌گذاری در بازار سهام یک انتخاب عاقلانه و با انتخاب دقیق و استفاده از اطلاعات موجود بازار برای اخذ تصمیم مناسب خرید استفاده نماید.

### ملاحظات اخلاقی:

حامی مالی: پژوهش حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی پژوهش نقش داشتند.

تعارض منافع: بنابر اظهار نویسندگان، در این پژوهش هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان، حق کپی‌رایت رعایت شده است.



## References

- Adil, M; Singh, Y; & Ansari, M. S. (2022). How financial literacy moderate the association between behaviour biases and investment decision? *Asian Journal of Accounting Research*, 7(1), 17-30.
- Balasubramnian, B; & Sargent, C. S. (2020). Impact of inflated perceptions of financial literacy on financial decision making. *Journal of Economic Psychology*, 80, 102306.
- Dianti Deilami, Z. & Hanifehzadeh, M. (2015). Investigating the level of financial literacy of Tehran families and related factors, *Quarterly Journal of Securities Analysis*, 8(26), 139-115. (In Persian)
- Gerardi, K; Goette, L; Meier, S. (2010). Financial literacy and subprime mortgage delinquency: evidence from a survey matched to administrative data, *Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper*, 2010-10.
- Jalilvand Rostami N. (2017). Financial literacy interactions, investor sentiment, risk perception and willingness to invest: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *Investment Knowledge* 7(27), 170-141. (In Persian)
- Javaheri, Bakhtiar. Nazaripour, M. & Mohammadi, R. (2015). Investigating the effect of social factors on risk acceptance and investors' decisions in Tehran Stock Exchange. *8th International Conference on Accounting and Management and 7th International Conference on Entrepreneurship and Open Innovation*, Tehran, July. (In Persian)
- Knudsen, E. S; Hage, F. P; & Vethe, M. B. (2023). The more, the merrier: Performance effects of cash over the business cycle. *Scandinavian Journal of Management*, 39(1), 101255.
- Li, E. X; & Liu, L. X. (2012). Intangible assets and cross-sectional stock returns: Evidence from structural estimation. *SSRN Electronic Journal*.
- Nazemi Manbari, S. & Asgharzadeh, G. (2022). Investigating the effect of past behavior and financial literacy on investors' investment decisions in the framework of the theory of planned behavior in Tehran Stock Exchange. *Studies of Economy, Financial Management and Accounting*, 1 (8), .87-98 (In Persian)
- Qalmaq K; Yaqub Nejad A; & Fallah Shams M. (2016). The effect of financial literacy on the behavioral biases of Tehran Stock Exchange investors. *Financial management perspective*, 6(16), 94-75. (In Persian)
- Rahmani Norouzabad, S; Mohammadi & Esfandiar. M. (2019). Implications of financial literacy on investor decisions and investment performance. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 12(41), .123-113(In Persian)
- Razen, M; Huber, J; Hueber, L; Kirchler, M; & Stefan, M. (2020). *Financial Literacy, Economic Preferences, and Adolescents' Field Behavior* (No. 2020-05).
- Raut, R. K. (2020). Past behaviour, financial literacy and investment decision-making process of individual investors. *International Journal of Emerging Markets*.
- Sahaf Ghaneh, Y. & Rahmani, A. (2021). Investigating the impact of the components of planned behavior, past behavior and financial literacy on the intention

to invest in the Tehran Stock Exchange. 8th International Conference on Science and Technology of the Economy of the Third Millennium, Tehran, Iran. (In Persian)

Salami, K. and Mohseni, A. & Sangari, M; (2015). Factors Affecting Investor Behavior in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange, International Conference on New Research in Management, Economics and Accounting ,Istanbul, July. (In Persian)

Shen, C. H; Lin, S. J; Tang, D. P; & Hsiao, Y. J. (2016). The relationship between financial disputes and financial literacy. *Pacific-Basin finance journal*, 36, 46-65.

Sivaramakrishnan, S; Srivastava, M; & Rastogi, A. (2017). Attitudinal factors, financial literacy, and stock market participation. *International Journal of Bank Marketing*.

Wang, S; Wang, J; Yang, S; Li, J; & Zhou, K. (2020). From intention to behavior: Comprehending residents' waste sorting intention and behavior formation process. *Waste Management*, 113, 41-50.

#### COPYRIGHTS



This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.