



## ارائه مدل مطلوب عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران

فرشید قمری

دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، واحدسنندج، دانشگاه آزاد اسلامی، کردستان، ایران

عطاء... محمدی ملقرنی<sup>۱</sup>

استادیار، گروه حسابداری، واحدسنندج، دانشگاه آزاد اسلامی، کردستان، ایران

ایرج نوروش

استاد، گروه حسابداری، واحدسنندج، دانشگاه آزاد اسلامی، کردستان، ایران

(تاریخ دریافت: ۲۶ بهمن ۱۴۰۱؛ تاریخ پذیرش: ۱۶ مرداد ۱۴۰۲)

زمینه و هدف: بازده یکی از مهم‌ترین عوامل تبیین‌کننده ریسک سهام است. سرمایه‌گذاران با هدف دستیابی به بازده مناسب یا عملکرد معاملاتی مطلوب شرکت‌هایی را برای سرمایه‌گذاری انتخاب می‌کنند. هنگام انتخاب این شرکت‌ها عوامل زیادی مورد توجه قرار می‌گیرد که همگی بر عملکرد معاملاتی شرکتها (بازده) اثرگذار است. هدف از این پژوهش ارائه مدل مفهومی عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران می‌باشد.

روش کار: پس از مطالعه دقیق ادبیات پژوهش تعداد ۳۸ مقاله با روش برنامه مهارت‌های ارزیابی حیاتی انتخاب گردید. با مطالعه مقالات مربوطه مولفه‌های موثر بر عملکرد معاملاتی شناسایی شد. پس از این مرحله با روش دلفی فازی از ۲۰ کارشناس خبره نظرخواهی شد.

یافته‌ها: مشخصه‌های جنسیتی و رفتاری، ریسک‌ها و بحران‌های اقتصادی و ویژگی‌های شخصیتی، موروثی و ژنتیکی به عنوان مهم‌ترین عوامل موثر بر عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران شناسایی شدند. نتیجه گیری: در نهایت با شاخص کاپا مدل مفهومی عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران ارائه شد. این مدل می‌تواند برای پیش‌بینی عملکرد معاملاتی در بازار سرمایه ایران به کار گرفته شود.

**واژه‌های کلیدی:** عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران، مشخصه‌های جنسیتی و رفتاری، ریسک‌ها و بحران‌های اقتصادی، ویژگی‌های شخصیتی و ژنتیکی، بازار سرمایه ایران.

## مقدمه

سرمایه‌گذاران با هدف دستیابی به بازده مناسب یا عملکرد معاملاتی مطلوب شرکت‌هایی را برای سرمایه‌گذاری انتخاب می‌کنند. هنگام انتخاب این شرکت‌ها عوامل زیادی مورد توجه قرار می‌گیرد. از مشخصه‌های مالی شرکت‌ها گرفته تا مشخصه‌های خود سرمایه‌گذاران بر عملکرد معاملاتی آنها می‌تواند اثرگذار باشد. در دهه‌های گذشته مباحث زیادی در خصوص مبحث عملکرد معاملاتی در بازارهای مالی وجود داشته است، به گونه‌ای که دو نفر در شرایط مشابه تصمیم یکسانی در خصوص معاملات خود نداشته‌اند [۳۱]. همه اینها نشان‌دهنده وجود عوامل مختلف و متعدد در شرایط مختلف است که بر عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران اثرگذار است.

برای مثال دو موضوع اساسی و مهمی که بر رفتار انسان‌ها و در نهایت تصمیم‌گیری آنها اثرگذار است مباحث طبیعی مرتبط با هورمون و ژنتیک است. هورمون و ژنتیک دو پدیده روانشناسی و پزشکی‌اند که مورد توجه سیاست‌گذاران اقتصادی و دانشگاهیان قرار گرفته است. علاوه بر این دو پدیده مباحث غیر طبیعی همچون بیماری‌هایی که در دهه‌های اخیر مطرح شده بر تصمیم‌گیری‌ها اثرگذارند. ویروس کوید ۱۹ نمونه بارزی از این مباحث بود که بازارهای سرمایه را در سال‌های اخیر مورد هجوم قرار داده است. مطالعات روانشناسی نشان داده‌اند که هورمون‌های استروئید همچون تستسترون بر میزان ریسک‌پذیری انسان اثرگذار است به گونه‌ای که مشخص شده هرچه میزان تستسترون بیشتر باشد رفتارهای جسورانه افراد به شدت افزایش می‌یابد، همچنین در مطالعات قبلی نشانه داده شده که کورتیزول بر میزان ریسک‌پذیری اثرگذار بوده و برای پیش‌بینی ثبات مالی بررسی شده است [۳۰]. از سوی دیگر موارد دیگری در نتیجه تاثیر هورمون بر بازار مشخص شده است. با در نظر گرفتن تاثیر هورمون، رفتار بازار تغییر می‌یابد و عدم اطمینان بازار نیز بر هورمون تاثیرگذار است. به نحوی که میزان تستسترون افراد با موفقیت و یا شکست آنها در بازار رابطه مستقیم دارد، به گونه‌ای که با افزایش هورمون تستسترون موفقیت فرد در بازار نیز افزایش می‌یابد، البته این موضوع در میان زنان و مردان متفاوت است یعنی مردان با تستسترون بیشتر نسبت به زنان، نوسانات بیشتری را در بازار تجربه می‌کنند. همین موضوع سبب می‌شود تا تعداد مردان و یا زنان موجود در معاملات بر عملکرد معاملاتی خودشان و در نهایت بازار اثرگذار باشند [۳۲، ۳۷].

مطالعات زیادی نشان داده‌اند که علاوه بر هورمون، ژنتیک (عوامل موروثی) نیز بر عملکرد معاملاتی و به تبع آن بازارهای مالی اثرگذار است. عملکرد معاملاتی در قالب معیارهای مرتبط با سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران مشخص می‌گردد و عموماً با توجه به بازده اندازه‌گیری می‌شود. علت این امر این است که بازده با ریسک رابطه دارد و این متغیر ریسک سرمایه‌گذار را نشان می‌دهد. با توجه به اینکه عملکرد معاملاتی با ریسک رابطه دارد، لذا می‌توان بیان نمود که هر آنچه که بر ریسک اثرگذار باشد بر عملکرد معاملاتی تاثیرگذار است. برای مثال علاوه بر هورمون که در پاراگراف قبلی تشریح شد، مدارک مستندی از ناهمگونی‌های اساسی با اهمیتی در بازارهای مالی کشورهای مختلف، وجود دارد که این موضوع نشأت گرفته از تاثیر تغییرات ژنتیکی بر ریسک است. تغییرات موروثی بر رفتار سرمایه‌گذاران اثرگذار است به گونه‌ای که نوآوری و بهره‌وری افراد متفاوت بوده و بر بازارهای مالی تاثیرگذار است. همچنین تغییرات

موروثی بر میزان اعتماد سرمایه گذاران اثرگذار است که همین موضوع تاثیر قابل ملاحظه ای بر بازارهای مالی را نشان می دهد. موارد بیان شده فوق نشان می دهد که تغییرات موروثی نقش مستقیمی در عملکرد بازارهای مالی ایفا می کند [۲۸].

ویروس کوید ۱۹ که از سال ۲۰۱۹ از چین شروع شد و سرتاسر دنیا را فرا گرفت در حال حاضر همه بازارهای جهانی را تحت تاثیر قرار داده است. شاخص های جهانی به شدت کاهش یافته اند. این عامل سبب شدت تاثیر تغییرات هورمونی و موروثی بر بازارهای مالی و عملکرد معامله گران بورسی شده است [۴۲].

اینها تنها چند نمونه از عوامل اثرگذار بر عملکرد معاملاتی سرمایه گذاران است و پژوهش های مختلفی نشان داده اند که علاوه بر این موارد مشخصه های شرکت ها و سایر ویژگی های رفتاری سرمایه گذاران نیز بر عملکرد معاملاتی اثرگذارند که باید مورد توجه قرار گیرند [۲۱، ۲۳، ۲۶]. که همین موضوع مسئله اصلی پژوهش حاضر است. به عبارتی در این پژوهش به ارائه مدل مفهومی در جهت بیان عوامل موثر بر عملکرد معاملاتی سرمایه گذاران پرداخته می شود. اهمیت بررسی این مسئله از آنجا نشأت می گیرد که بحث بازده و عملکرد معاملاتی در سال های اخیر در بازار سرمایه نوسانات زیادی داشته و سرمایه گذاران و تحلیل گران به عوامل موثر بر آن علاقه زیادی دارند. شناسایی این عوامل برای تصمیم گیری سرمایه گذاران بسیار مفید و ارزشمند است.

### مبانی نظری

در مبانی نظری گزارشگری مالی به نقش اطلاعات مالی و مفید بودن آن در تصمیم گیری های سرمایه گذاران اشاره شده است. یکی از مولفه های مورد نیاز جهت مفید بودن اطلاعات مالی، قدرت تبیین و پیش بینی کنندگی این اطلاعات در خصوص تصمیمات مهم سرمایه گذاران است. یکی از عوامل مهم اثرگذار بر تصمیمات سرمایه گذاران عملکرد معاملاتی (بازده) می باشد، چرا که بازده خود به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و دارای کاربردهای فراوانی در تحلیل های مالی سرمایه گذاران و تحلیل گران مالی است. در حالت کلی در مورد قابلیت پیش بینی بازده دو فرضیه رقیب وجود دارد. فرضیه قدم زدن تصادفی که بر غیر قابل پیش بینی بودن بازده تاکید دارد و فرضیه مقابل که بر قابل پیش بینی بودن بازده با عوامل مختلف تاکید دارد. دو طبقه مهم از روش ها برای پیش بینی بازده با عنوان تحلیل تکنیکال و تحلیل بنیادی مورد توجه اغلب تحلیل گران و سرمایه گذاران قرار گرفته است [۱۱].

برخی پژوهشگران نشان دادند که علاوه بر متغیرهای مالی، ریسک ها و نوسانات اقتصادی همچون کوید ۱۹ بر بازده و عملکرد معاملاتی سرمایه گذاران اثرگذارند [۱۸، ۳۸، ۳۹، ۴۲]. برخی نیز مشخصه های جنسیتی و شخصیتی افراد همچون هورمون تستوسترون و کورتیزول و ژنتیک و مشخصه های رفتاری را موثر بر عملکرد معاملاتی دانستند [۲۱، ۱۷، ۱۶، ۱۹، ۱۳، ۱، ۲۷، ۲۸، ۴۰، ۴۱].

از مهم ترین مواردی که در اغلب پژوهش ها به عنوان عوامل اثرگذار بر عملکرد معاملاتی مشخص شده اند عوامل مرتبط با مشخصه های گزارشگری مالی شرکت ها می باشد. این عوامل در برگیرنده نسبت

های مالی، عناصر صورتهای مالی، روش های تأمین مالی و معیارهای راهبری شرکتی می باشد [۱۱، ۲۳، ۲۶].

با توجه به موارد فوق سوال ذیل طراحی تا در ادامه مورد بررسی و مطالعه قرار گیرد:

**سوال اول پژوهش:** چه عواملی بر عملکرد معاملاتی سرمایه گذاران در بازار سرمایه ایران اثرگذارند؟ برای پاسخگویی به سوال اول ابتدا با بررسی مقالات فارسی و انگلیسی مرتبط با موضوع تعداد ۲۰ مقاله فارسی و ۱۸ مقاله انگلیسی مورد تایید نهایی و مطالعه قرار گرفت و عوامل اثرگذار بر عملکرد معاملاتی شناسایی شد. برای تعیین روایی مقالات از برنامه مهارت‌های ارزیابی حیاتی<sup>۱</sup> CASP استفاده شد. شرایط روش CASP در این پژوهش عبارتند از: تناسب اهداف مقاله مورد بررسی با اهداف پژوهش، به روز بودن مقاله مورد بررسی، طرح مطرح شده، روش نمونه‌گیری، روش و کیفیت جمع‌آوری داده‌ها، میزان انعکاس-پذیری امکان بسط دادن نتایج و دستاوردها، میزان و نحوه رعایت نکات اخلاقی رایج در زمینه تدوین متون پژوهشی، میزان دقت در زمینه تجزیه و تحلیل داده‌ها، وضوح بیان در ارائه یافته‌های مقاله و ارزش کلی مقاله. از آنجا که ۱۰ ویژگی وجود دارد و حداکثر امتیاز هر ویژگی ۵ می‌باشد، بنابراین بیشترین نمره‌ای که هر مقاله براساس مقیاس CASP کسب می‌کند، ۵۰ می‌باشد. ساده‌ترین روش آن است که مقاله‌ای که پایین‌تر از ۲۵ امتیاز دارد حذف شود. امتیازات شامل ضعیف (۰ تا ۱۰)، متوسط (۱۱ تا ۲۰)، خوب (۲۱ تا ۳۰)، خیلی خوب (۳۱ تا ۴۰) و عالی (۴۰ تا ۵۰) است. میزان میانگین امتیاز CASP مربوط به مقالات ۴۶ می‌باشد که نشان‌دهنده روایی ابزارهای پژوهش به صورت عالی (۴۱ تا ۵۰) است. امتیاز مقالات از ۳۸ تا ۵۰ متغیر بوده‌اند.

**جدول ۱: عوامل اثرگذار بر عملکرد معاملاتی سرمایه گذاران در بازار سرمایه ایران در مقالات**

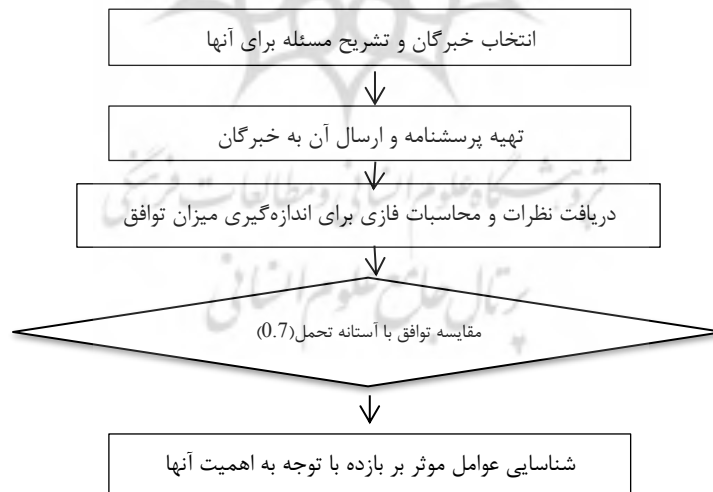
مورد مطالعه

متغیرهای اثرگذار بر عملکرد معاملاتی (بازده)	نویسنده
بحران‌هایی همچون کوید - ۱۹	[۴۲، ۳۹، ۳۸، ۱۸]
هورمون تستوسترون و کورتیزول	[۴۲، ۴۱، ۲۷، ۱۳]
ویژگی‌های شرکت	[۱۴]
مشخصه‌های رفتاری	[۲۱، ۱۹، ۱۷، ۱۶]
جنسیت	[۱۰]
چرخه عمر	[۶]
جریان‌های نقدی	[۲۰، ۶]

۱. Critical Appraisal Skills Program

روش‌های تأمین مالی	[۳، ۸، ۲۲، ۲۶، ۳۳]
بازده دارایی‌ها	[۱۱]
نوع مالکیت	[۴، ۵، ۱۵]
ساختار مالکیت	[۵، ۹]
راهبری شرکتی	[۲۳، ۲۴، ۲۹، ۳۶، ۴۳]
توانایی مدیران	[۲]
زمان بندی بالاترین قیمت سهام	[۷]
مدیریت ریسک	[۱۲]
شفافیت بازار	[۳۸]
اندازه شرکت	
تغییر مقررات حسابداری	
مدیریت سود	[۲۵]
ویژگی‌های شخصیتی، موروثی و ژنتیکی	[۱، ۲۸]

**سوال دوم پژوهش:** کدامیک از عوامل موثر بر عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران از اهمیت بیشتری برخوردارند؟  
در این مرحله سوالات در اختیار متخصصین قرار گرفت و با استفاده از روش دلفی فازی عوامل نهایی مشخص می‌شوند:



شکل ۱: الگوی دلفی فازی (۳۵)

## محاسبات دلفی فازی

در این مرحله از نظرات ۲۰ کارشناس خبره در زمینه بازار سرمایه استفاده شد که همه افراد دارای سابقه کاری بالای ۱۰ سال بودند و تحصیلات ۷ نفر فوق لیسانس و ۱۳ نفر دکتری بودند. در این مرحله ابتدا خبرگان به بررسی روایی دقیق مولفه‌ها پرداختند و مولفه‌ها نهایی شدند. سپس به بیان اهمیت هر یک از موارد در قالب دلفی فازی ۷ درجه اشاره شد، تا در نهایت میزان اجماع بر هر یک از مولفه‌ها مشخص شود.

## جدول ۲: عداد فازی مثلثی معادل طیف لیکرت ۷ درجه

کاملاً بااهمیت			خیلی بااهمیت			بی‌اهمیت			متوسط			بااهمیت			خیلی بااهمیت			کاملاً بااهمیت		
۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰
۰	۰	۱	۰	۱	۳	۱	۳	۵	۳	۵	۷۵	۵	۷۵	۹	۷۵	۹	۱	۹	۱	۱

ابتدا پاسخ‌های خبرگان در قالب اعداد فازی به شرح زیر وارد جدول می‌شوند:

## جدول ۳: کمی سازی نظرات خبرگان در قالب اعداد فازی

نظر کارشناس خبره ۲۰			نظر کارشناس خبره ...			نظر کارشناس خبره ۱			عوامل موثر بر عملکرد معاملاتی
N	M	L	N	M	L	N	M	L	
۱	۱	۰.۹	۱	۱	۰.۹	۱	۱	۰.۹	تغییر مقررات حسابداری
۱	۱	۰.۹	۱	۱	۰.۹	۱	۱	۰.۹	مشخصه‌های جنسیتی و رفتاری
۱	۰.۹	۰.۷۵	۱	۱	۰.۹	۱	۱	۰.۹	ویژگی‌های شرکت
۱	۰.۹	۰.۷۵	۱	۱	۰.۹	۱	۰.۹	۰.۷۵	مدیریت سود
۱	۰.۹	۰.۷۵	۱	۱	۰.۹	۱	۱	۰.۹	اندازه شرکت
۱	۰.۹	۰.۷۵	۱	۱	۰.۹	۱	۱	۰.۹	چرخه عمر
۱	۰.۹	۰.۷۵	۱	۱	۰.۹	۱	۰.۹	۰.۷۵	جریان‌های نقدی
۱	۰.۹	۰.۷۵	۱	۱	۰.۹	۱	۱	۰.۹	روش‌های تأمین مالی

۱	۱	۰.۹	۱	۱	۰.۹	۱	۱	۰.۹	بازده دارایی‌ها
۱	۱	۰.۹	۱	۱	۰.۹	۱	۱	۰.۹	نوع مالکیت و ساختار آن
۱	۰.۹	۰.۷۵	۱	۱	۰.۹	۱	۰.۹	۰.۷۵	توانایی مدیران
۱	۰.۹	۰.۷۵	۱	۱	۰.۹	۱	۰.۹	۰.۷۵	راهبری شرکتی
۱	۱	۰.۹	۱	۱	۰.۹	۱	۱	۰.۹	ریسک‌ها و بحران‌های اقتصادی
۱	۱	۰.۹	۱	۱	۰.۹	۱	۱	۰.۹	زمان بندی بالاترین قیمت سهام
۱	۱	۰.۹	۱	۱	۰.۹	۱	۱	۰.۹	مدیریت ریسک
۱	۱	۰.۹	۱	۱	۰.۹	۱	۱	۰.۹	شفافیت بازار
۱	۱	۰.۹	۱	۱	۰.۹	۱	۱	۰.۹	ویژگی‌های شخصیتی، موروثی و ژنتیکی

پس از این مرحله محاسبات فازی انجام می‌شوند:

جدول ۴: محاسبات فازی نظرات خبرگان

میانگین فازی			جمع فازی			عوامل موثر بر عملکرد معاملاتی
$\sum N/20$	$\sum M/20$	$\sum L/20$	$\sum N$	$\sum M$	$\sum L$	
۰.۹۷۵	۰.۹۲۷۵	۰.۷۸۵	۱۹.۵	۱۸.۵۵	۱۵.۷	تغییر مقررات حسابداری
۰.۹۹۵	۰.۹۷۷۵	۰.۸۶۵	۱۹.۹	۱۹.۵۵	۱۷.۳	مشخصه‌های جنسیتی و رفتاری
۰.۸۹۵	۰.۸۰۷۵	۰.۶۶	۱۷.۹	۱۶.۱۵	۱۳.۲	ویژگی‌های شرکت
۰.۸۵۵	۰.۷۵۲۵	۰.۶۱۷۵	۱۷.۱	۱۵.۰۵	۱۲.۳۵	مدیریت سود
۰.۹۴۵	۰.۸۴۷۵	۰.۷	۱۸.۹	۱۶.۹۵	۱۴	اندازه شرکت
۰.۹۴۵	۰.۸۴۷۵	۰.۷	۱۸.۹	۱۶.۹۵	۱۴	چرخه عمر
۰.۸۱۵	۰.۷۳۲۵	۰.۶۱۷۵	۱۶.۳	۱۴.۶۵	۱۲.۳۵	جریان‌های نقدی

۰.۹۹۵	۰.۹۲۷۵	۰.۷۹	۱۹.۹	۱۸.۵۵	۱۵.۸	روش های تأمین مالی
۰.۹۹۵	۰.۹۷۶	۰.۸۶۵	۱۹.۹	۱۹.۵۵	۱۷.۳	بازده دارایی ها
۰.۹۹۵	۰.۹۵۷۵	۰.۸۳۵	۱۹.۹	۱۹.۱۵	۱۶.۷	نوع مالکیت و ساختار آن
۰.۹۴۵	۰.۸۳۲۵	۰.۶۷۷۵	۱۸.۹	۱۶.۶۵	۱۳.۵۵	توانایی مدیران
۰.۹۷۵	۰.۸۸۲۵	۰.۷۱۷۵	۱۹.۵	۱۷.۶۵	۱۴.۳۵	راهبری شرکتی
۰.۹۹۵	۰.۹۷۷۵	۰.۸۶۵	۱۹.۹	۱۹.۵۵	۱۷.۳	ریسک ها و بحران های اقتصادی
۰.۹۷۵	۰.۹۲۷۵	۰.۷۸۵	۱۹.۵	۱۸.۵۵	۱۵.۷	زمان بندی بالاترین قیمت سهام
۰.۹۴۵	۰.۸۷۷۵	۰.۷۴۵	۱۸.۹	۱۷.۵۵	۱۴.۹	مدیریت ریسک
۰.۹۹۵	۰.۹۵۷۵	۰.۸۳۵	۱۹.۹	۱۹.۱۵	۱۶.۷	شفافیت بازار
۰.۹۹۵	۰.۹۷۷۵	۰.۸۶۵	۱۹.۹	۱۹.۵۵	۱۷.۳	ویژگی های شخصیتی، موروثی و ژنتیکی

پس از این مرحله موارد مورد پذیرش نهایی مشخص می شوند:

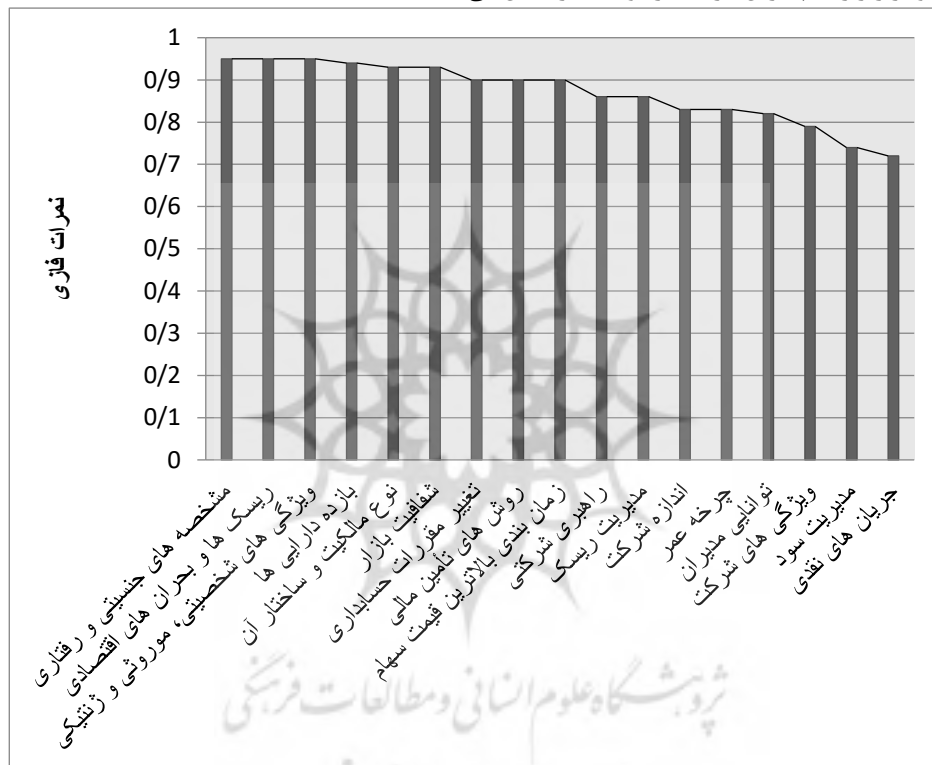
#### جدول ۵: موارد پذیرش نهایی

نتیجه نهایی	میانگین نهایی	عوامل موثر بر عملکرد معاملاتی
اگر میانگین نهایی < ۰.۷ = پذیرش	$\sum L + \sum M + \sum N / 3$	
Accept	۰.۹۰	تغییر مقررات حسابداری
Accept	۰.۹۵	مشخصه های جنسیتی و رفتاری
Accept	۰.۷۹	ویژگی های شرکت
Accept	۰.۷۴	مدیریت سود
Accept	۰.۸۳	اندازه شرکت
Accept	۰.۸۳	چرخه عمر
Accept	۰.۷۲	جریان های نقدی
Accept	۰.۹۰	روش های تأمین مالی
Accept	۰.۹۴	بازده دارایی ها
Accept	۰.۹۳	نوع مالکیت و ساختار آن
Accept	۰.۸۲	توانایی مدیران
Accept	۰.۸۶	راهبری شرکتی
Accept	۰.۹۵	ریسک ها و بحران های اقتصادی



Accept	۰.۹۰	زمان بندی بالاترین قیمت سهام
Accept	۰.۸۶	مدیریت ریسک
Accept	۰.۹۳	شفافیت بازار
Accept	۰.۹۵	ویژگی های شخصیتی، موروثی و ژنتیکی

نمودار زیر رتبه پذیرش هر یک از مولفه ها را نشان می دهد:



#### نمودار ۱: رتبه هر یک از عوامل موثر بر عملکرد معاملاتی

همانگونه که مشخص شد ترتیب اهمیت مولفه‌ها شامل مشخصه‌های جنسیتی و رفتاری، ریسک‌ها و بحران‌های اقتصادی، ویژگی‌های شخصیتی، موروثی و ژنتیکی، بازده دارایی‌ها، نوع مالکیت و ساختار آن، شفافیت بازار، تغییر مقررات حسابداری، روش‌های تأمین مالی، زمان بندی بالاترین قیمت سهام، راهبری شرکتی، مدیریت ریسک، اندازه شرکت، چرخه عمر، توانایی مدیران، ویژگی‌های شرکت، مدیریت سود و جریان‌های نقدی بودند.

بعد از این مرحله با نظرخواهی از دو کدگذار به تعیین نوع متغیرها پرداخته می‌شود.

جدول ۶: کدگذاری مولفه‌ها

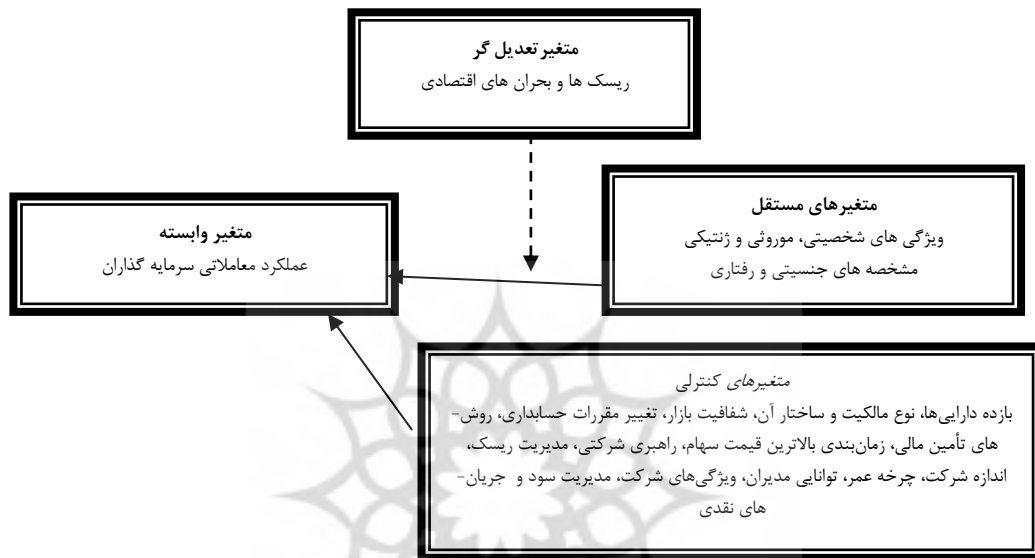
عوامل موثر بر عملکرد معاملاتی	نوع متغیر	نظر کدگذار ۱	نظر کدگذار ۲
تغییر مقررات حسابداری	متغیر کنترلی	Accept	Accept
مشخصه های جنسیتی و رفتاری	متغیر مستقل	Accept	Accept
ویژگی های شرکت	متغیر کنترلی	Accept	Accept
مدیریت سود	متغیر کنترلی	Accept	Accept
اندازه شرکت	متغیر کنترلی	Accept	Accept
چرخه عمر	متغیر کنترلی	Accept	Accept
جریان های نقدی	متغیر کنترلی	Accept	Accept
روش های تأمین مالی	متغیر کنترلی	Accept	Accept
بازده دارایی ها	متغیر کنترلی	Accept	Accept
نوع مالکیت و ساختار آن	متغیر کنترلی	Accept	Accept
توانایی مدیران	متغیر کنترلی	Accept	Accept
راهبری شرکتی	متغیر کنترلی	Accept	Accept
ریسک ها و بحران های اقتصادی	متغیر تعدیلگر	Accept	Accept
زمان بندی بالاترین قیمت سهام	متغیر کنترلی	Accept	Accept
مدیریت ریسک	متغیر کنترلی	Accept	Accept
شفافیت بازار	متغیر کنترلی	Accept	Accept
ویژگی های شخصیتی، موروثی و ژنتیکی	متغیر مستقل	Accept	Accept

کدگذاری نهایی مولفه ها (بررسی پایایی)

برای تعیین میزان پایایی عوامل فوق از ضریب کاپای کوهن (شاخص کاپا) استفاده می شود:

$$Pi = (PA_o - PA_E) / (1 - PA_E)$$

مقدار PAO نمایانگر میزان توافق دو ارزیاب است. مقدار PAE نیز نمایانگر میزان توافق مورد انتظار است. چنانچه مقدار این ضریب از ۰.۷ بیشتر باشد پایایی وجود دارد. با توجه به اینکه مولفه ها نظر یکسانی در مورد متغیرها داشتند و مولفه ها مورد پذیرش هر دو کدگذار قرار گرفته، لذا میزان ضریب کاپای کوهن ۱۰۰ درصد می باشد، لذا مدل نهایی ارائه می گردد:



شکل ۲: مدل مفهومی پژوهش: منبع (مطالعه متون تخصصی و نظرخواهی از خبرگان)

مدل فوق در قالب مدل های رگرسیونی زیر قابلیت پیش بینی دارد:

$$\text{Trading Performance}_{it} = \alpha + \beta \text{Characteristic}_{it} + \gamma \text{Controls}_{it} + \epsilon_{it}$$

$$\text{Trading Performance}_{it} = \alpha + \beta \text{Genetic}_{it} + \gamma \text{Controls}_{it} + \epsilon_{it}$$

$$\text{Trading Performance}_{it} = \alpha + \beta \text{Behavioral}_{it} + \gamma \text{Controls}_{it} + \epsilon_{it}$$

### بحث و نتیجه گیری

بازار سرمایه کشور رکن اصلی اقتصاد کشور می باشد که در حال حاضر مورد علاقه سرمایه گذاران زیادی است که این سرمایه گذاران، برای گرفتن تصمیمات صحیح همواره وضعیت شرکتهای بورسی را رصد می نمایند تا در نهایت بتوانند بر اساس پیش بینی های خود عملکرد مطلوبی داشته باشند. پیش بینی های مربوطه باید مبتنی بر اطلاعات مفید باشد. یکی از مولفه های مورد نیاز جهت مفید بودن اطلاعات مالی، قدرت تبیین و پیش بینی کنندگی این اطلاعات در خصوص تصمیمات مهم سرمایه گذاران است. یکی از عوامل مهم اثرگذار بر تصمیمات سرمایه گذاران عملکرد معاملاتی (بازده) می باشد، چرا که بازده خود به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و دارای کاربردهای فراوانی در تحلیل های مالی سرمایه گذاران و تحلیل گران مالی است. چنانچه سرمایه گذاری بازده مطلوبی نداشته باشد مورد توجه سرمایه گذاران

منطقی قرار نخواهد گرفت، با این حال گاهی سرمایه‌گذاران به دلیل دارا بودن مشخصه‌های متفاوت و همچنین روش‌های استدلال مختلف تصمیمات متفاوتی می‌گیرند. این موضوع در کشور ما به دلیل تفاوت‌های شخصی و هورمونی و غیره در مناطق مختلف بارزتر است. هدف از این پژوهش ارائه مدل مفهومی عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران می‌باشد. بدین منظور پس از مطالعه دقیق ادبیات پژوهش تعداد ۳۸ مقاله با روش برنامه‌مهارت‌های ارزیابی حیاتی انتخاب گردید. با مطالعه مقالات مربوطه مولفه‌های موثر بر عملکرد معاملاتی شناسایی شد. پس از این مرحله با روش دلفی فازی از ۲۰ کارشناس خبره نظرخواهی شد و در نهایت ۱۷ عامل موثر بر پیش‌بینی عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران شناسایی شد که ترتیب اهمیت مولفه‌ها شامل مشخصه‌های جنسیتی و رفتاری، ریسک‌ها و بحران‌های اقتصادی، ویژگی‌های شخصی، موروثی و ژنتیکی، بازده دارایی‌ها، نوع مالکیت و ساختار آن، شفافیت بازار، تغییر مقررات حسابداری، روش‌های تأمین مالی، زمان‌بندی بالاترین قیمت سهام، راهبری شرکتی، مدیریت ریسک، اندازه شرکت، چرخه عمر، توانایی مدیران، ویژگی‌های شرکت، مدیریت سود و جریان‌های نقدی بودند. سایر متغیرها نیز به عنوان متغیرهای کنترلی شناسایی شدند. با توجه به ماهیت اکتشافی پژوهش، نتایج پژوهش حاضر منطبق با پژوهش‌های قبلی است. به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که در هنگام خرید سهام با دقت فراوان و در نظر گرفتن مشخصه‌های خود و همچنین شرایط اقتصادی سهام را انتخاب نمایند. مشخصه‌های جنسیتی و رفتاری، ریسک‌ها و بحران‌های اقتصادی و ویژگی‌های شخصی، موروثی و ژنتیکی باید به صورت جداگانه و با انجام تحلیل‌های جداگانه مورد توجه قرار گیرند. با توجه به ویژگی‌های خاص مولفه‌های شناسایی شده، سرمایه‌گذاران باید حتماً در این زمینه با افرادی که توان سرمایه‌گذاری بیشتری دارند مشورت و از آنان نظرخواهی کنند. همچنین لازم است که تمامی عوامل موثر بر بازده سهام به صورت دقیق و جزء به جزء مورد توجه قرار گیرند. به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود که با جمع‌آوری داده‌های پژوهش به اعتبارسنجی مدل تحقیق حاضر بپردازند. بررسی تاثیر هر یک از مولفه‌ها به صورت جداگانه در بازار سرمایه ایران انجام گردد.

#### فهرست منابع

۱. اشعری، الهام، خدابخش، روشنک، خمami، ساناز. (۱۴۰۱). "بررسی تأثیر ویژگی‌های شخصی و هوش هیجانی بر ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران". *مطالعات حسابداری و حسابرسی*، انجمن حسابداری ایران، ۱۱(۴۳)، ۱۰۵-۱۲۰.
۲. باداور نهندي، یونس، حشمت، نسا. (۱۳۹۷). "اثر ساز و کارهای راهبری شرکتی بر ارتباط بین توانایی مدیران و ایجاد ارزش برای سهامداران"، *فصلنامه حسابداری مدیریت*، ۱۱(۳۸)، ۹۳-۱۰۸.
۳. بنی مهد، بهمن، باغبانی، ته‌مین. (۱۳۸۸). "اثر محافظه‌کاری حسابداری، مالکیت دولت، اندازه شرکت و نسبت اهرمی بر زیان دهی شرکتها"، *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۵۸، ۵۳-۷۰.

۴. حبیب زاده بایگی، سید جواد، دارابی، رویا. (۱۳۹۵). "نقش مالکیت دولتی بر معیارهای مالی و اقتصادی ارزیابی عملکرد شرکت ها با استفاده از مدل رگرسیون فازی". **دوفصلنامه علمی حسابداری دولتی**، ۳(۱)، ۹-۲۰.
۵. حمیدیان، محسن، حسینی ولشکلای، سیده مهسا، عباسی، علیرضا. (۱۳۹۹). "رابطه ساختار سرمایه و مالکیت مدیریتی با عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". **مطالعات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۹(۳۳)، ۷۵-۹۲.
۶. خدائی قیه چمن، زینب، برادران حسن زاده، رسول، بادآور نهنندی، یونس. (۱۳۹۶). "بررسی تاثیر چرخه عمر و جریان نقد آزاد بر بازده و نسبت پرداخت سود سهام". **مطالعات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۶(۲۱)، ۳۲-۴۹.
۷. دولو، مریم دولو، جوادیان وندی میاندوآب، بهاره، بسطامی، فاطمه. (۱۴۰۰). "زمان‌بندی بالاترین قیمت ۵۲ هفته و بازده مقطعی سهام". **مطالعات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۱۰(۳۹)، ۲۱-۳۴.
۸. رحمانی فضلی، هادی، نیکبخت، سعید، تیموری، حمید رضا. (۱۴۰۰). "تاثیر متغیرهای مالی بر عملکرد بهینه هلدینگ سرمایه گذاری تامین اجتماعی(شستا)". **دوفصلنامه علمی حسابداری دولتی**، ۷(۲)، ۸-۹۵.
۹. روشن پژوه، اکرم، اوحدی، فریدون. (۱۳۹۸). "رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت ها (اثر چرخه تجاری) در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار**، ۱۲(۴۴)، ۹۷-۱۰۹.
۱۰. سپاسی، سحر، عبدلی، لیلا. (۱۳۹۵). "تأثیر جنسیت مدیران ارشد شرکت بر محافظه‌کاری شرطی"، **فصلنامه مطالعات اجتماعی روانشناختی زنان**، ۱۴(۴۶/۱)، ۱۲۹-۱۵۴.
۱۱. سیدنژاد فهیم، سیدرضا، سهرابی، نرگس، موقری، هادی. (۱۳۹۴). "پیش بینی بازده سهام با استفاده از روش انقباضی LASSO"، **مطالعات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۴(۱۳)، ۴۰-۵۳.
۱۲. صراف، فاطمه، روح چکار، حسین، پرتوی، پارسا. (۱۳۹۸). "تأثیر مدیریت ریسک و حاکمیت شرکتی بر نوسان سود شرکت‌های بورسی". **مطالعات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۸(۲۹)، ۵۳-۷۰.
۱۳. صفری گرایی مهدی، رضائی پیتته نوئی یاسر، نوروزی محمد. (۱۳۹۶). "سطح هورمون تستوسترون مدیر عامل و ریسک‌پذیری شرکت". **فصلنامه دانش سرمایه گذاری**، ۶(۲۴)، ۸۳-۹۸.
۱۴. علی نژاد ساروکلای، مهدی، شول، عباس، بحرینی، مریم. (۱۳۹۳). "تأثیر ویژگی‌های خاص شرکت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **مطالعات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۳(۱۱)، ۵۰-۶۵.
۱۵. فضیلت، فرهاد، شاهوردیانی، شادی، ولی پور، هاشم. (۱۴۰۰). "اثر تعدیلی مسئولیت اجتماعی بر ارتباط سرمایه‌گذاری و عملکرد در شرکت‌های دولتی"، **دوفصلنامه علمی حسابداری دولتی**، ۸(۱)، ۱۳۹-۱۵۲.
۱۶. محمدزاده، عبدالغفور، حیرانی، فروغ، تفتیان، اکرم. (۱۴۰۰). "فرا تحلیل (متاآنالیز) گرایش احساسی سرمایه گذاران و بازده سهام"، **فصلنامه بورس اوراق بهادار**، ۱۴(۵۵)، ۶۵-۸۶.

۱۷. محمدی یاریجانی، فروزان، محمدی ملقرنی، عطاله، نوروش، ایرج، جمشیدی نوید، بابک. (۱۴۰۱). "تدوین و ارائه مدل روند حجم معاملات سرمایه‌گذاران بر اساس مؤلفه‌های روانشناسی با استفاده از رویکرد شبکه عصبی فازی". **فصلنامه بورس اوراق بهادار**، ۱۵(۵۷)، ۳۱۱-۳۴۸.
۱۸. منتی، حسین، (۱۳۹۹). "بررسی اثرات ویروس کرونا کووید ۱۹ بر اقتصاد جهانی"، **فصلنامه ارزیابی تأثیرات اجتماعی**، ۱(۲)، ۱۶۳-۱۸۱.
۱۹. مهری نژاد، صفیه، رهنمای رود پشته، فریدون. (۱۳۹۱). "تأثیر عوامل اخلاقی رفتاری در تصمیمات سرمایه‌گذار و ارائه الگوی مناسب". **فصلنامه مدیریت کسب و کار**، ۴(۱۶)، ۶۵-۹۳.
۲۰. هاشمی، سید عباس، مطلبیان، مجتبی. (۱۳۹۲). "بررسی رابطه بین جریان های نقدی عملیاتی غیرعادی با بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **مطالعات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۲(۵)، ۴۲-۵۷.
21. Abdelmalek, W. (2022), "Investor sentiment, realized volatility and stock returns", **Review of Behavioral Finance**, Vol. 14 No. 5, pp. 668-700.
22. Abor, J. (2007), "Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms", **International Journal of Business in Society**, Vol. 7 No. 3, pp. 205-215.
23. Al-ahdala, M., W., Alsamhib, H., M., Tabashc, I., M., Farhand, H., N., (2020), "The impact of corporate governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation", **Research in International Business and Finance**, Vol. 51, pp. 1-13.
24. Ararat, M., Black, B. S., Yurtoglu, B., B. (2017). "The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time series evidence from Turkey", **Journal of Emerging Market Review**, Vol. 30, pp. 113-132.
25. Bansal, M., Ali, A. and Choudhary, B. (2021), "Real earnings management and stock returns: moderating role of cross-sectional effects", **Asian Journal of Accounting Research**, Vol. 6 No. 3, pp. 266-280.
26. Barry, B., C., Mihov, T., V., (2015), "Debt financing, venture capital, and the performance of initial public offerings", **Journal of Banking & Finance**, Vol. 58, No. 3, PP. 144-165.
27. Bose, S., Ladley, D., Li, X., (2020), "The role of hormones in financial markets", **International Review of Financial Analysis**, Vol. 67, Article 101434.
28. Cardella, E., Kalcheva, I., Shang, D., (2018), "Financial Markets and Genetic Variation", **Journal of International Financial Markets, Institutions & Money**, Vol. 52, pp. 64-89.
29. Christensen, J., Kent, P., Routledge, J., Stewart, J., (2015), "Do corporate governance recommendations improve the performance and accountability of small listed companies?", **Journal of Accounting and Finance**. N. 55, pp.133-164.
30. Cueva, C., Roberts, R. E., Spencer, T., Rani, N., Tempest, M., Tobler, P. N., Rustichini, A. (2015). "Cortisol and testosterone increase financial risk taking and may destabilize markets". **Scientific Reports** Available at, <http://www.nature.com/articles/srep11206>.
31. Eckel, C. C., & Fullbrunn, S. C. (2015). "Thar she blows? Gender, competition, and bubbles in experimental asset markets". **The American Economic Review**, 105(2), 906-920.
32. Filippin, A., & Gioia, F. (2018). "Competition and subsequent risk-taking behaviour: Heterogeneity across gender and outcomes". **Journal of Behavioral and Experimental Economics**, 75, 84-94.

33. Ghoumaa, H., Ben-Nasrb, H., Yan, R., (2018), "Corporate governance and cost of debt financing: Empirical evidence from Canada", **The Quarterly Review of Economics and Finance**, Vol. 68, pp. 138-148.
34. Giannetti, G., (2019), "Debt specialization and performance of European firms", **Journal of Empirical Finance**, Vol. 53, pp. 257-271.
35. Habibi, A., Firouzi Jahantigh, F., Sarafrazi, A., (2015), "Fuzzy Delphi Technique for Forecasting and Screening Items", **Asian Journal of Research in Business Economics and Management**, Vol. 5, No. 2, pp. 130-143.
36. Hafiza, Aishah, Hashim, and Muneer, Amrah, (2016), "Corporate governance mechanisms and cost of debt", **Managerial Auditing Journal**, Vol. 31 Iss 3 pp. 314 - 336.
37. Hoffmann, A. O., & Post, T. (2017). "How return and risk experiences shape investor beliefs and preferences". **Accounting and Finance**, 57(3), 759-788.
38. Kyiu, A., Jones, E. and Li, H. (2022), "Stock return synchronicity in a weak information environment: evidence from African markets", **International Journal of Managerial Finance**, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print.
39. Liu, Z., Huang, C. and Yang, B. (2022), "Investor attention and the COVID-19 concept stocks in China's stock market", **International Journal of Emerging Markets**, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print.
40. Nofsinger, J., Patterson, F., Shank, C., (2018), "Decision-making, financial risk aversion, and behavioral biases: The role of testosterone and stress", **Economics and Human Biology**, pp.1-16.
41. Nofsinger, J., Patterson, F., Shank, C., (2020), "On the Physiology of Investment Biases: The Role of Cortisol and Testosterone", **Journal of Behavioral Finance**, pp.1-30.
42. Smales, L.A., (2021), "Investor attention and global market returns during the COVID-19 crisis", **International Review of Financial Analysis**, in press.
43. Srivastava, G., Kathuria, V., (2020), "Impact of corporate governance norms on the performance of Indian utilities", **Energy Policy Journal**, Vol. 140, pp.1-13.



## Presenting the Ideal Model of Trading Performance of Investors in the Capital Market of Iran

### Farshid Ghamari

PhD. Student in Accounting, Department of Accounting, Sanandaj Branch, Islamic Azad University, Kurdistan, Iran

### Ataollah Mohammadi Molgharni<sup>1</sup>©

Assistant Professor in Accounting, Department of Accounting, Sanandaj Branch, Islamic Azad University, Kurdistan, Iran

### Iraj Noravesh

Professor in Accounting, Department of Management, Sanandaj Branch, Islamic Azad University, Kurdistan, Iran

(Received: February 15, 2023; Accepted: August 7, 2023)

**Background and purpose:** Return is one of the most important factors explaining stock risk. Investors choose companies for investment with the aim of achieving appropriate returns or favorable trading performance. When choosing these companies, many factors are taken into consideration, all of which affect the trading performance of the companies (Return). The purpose of this research is to provide a conceptual model of investors' trading performance in the Iranian capital market.

**Methodology:** after a detailed study of the research literature, a number of 38 articles were selected using the critical assessment skills program method. By studying the relevant articles, the effective components on trading performance were identified. After this stage, 20 expert experts were asked for their opinions using the fuzzy Delphi method.

**Finding:** gender and behavioral characteristics, economic risks and crises, and personality, hereditary and genetic characteristics were identified as the most important factors affecting the trading performance of investors. **Result:** Finally, the conceptual model of investors' trading performance was presented with Kappa index. This model can be used to predict trading performance in the Iranian capital market.

**Keywords:** Trading Performance of Investors, Gender and Behavioral Characteristics, Economic Risks and Crises, Personality and Genetic Characteristics, Iranian Capital Market.

---

<sup>1</sup> molgharni1401@gmail.com © (Corresponding Author)