

شناسایی و اولویت بندی عوامل الگوی پول هوشمند در بازار سهام ایران

خدیجه عیدان ترک زاده¹، فرزین رضایی^{2*}، امیر رضا کیقبادی³، محسن صیقلی⁴

¹ دانشجوی دکتری، گروه مدیریت مالی، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران
² دانشیار، گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران (عهده‌دار مکاتبات)
³ استادیار، گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
⁴ استادیار، گروه مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی واحد قزوین، قزوین، ایران
 تاریخ دریافت: بهمن 1400، اصلاحیه: مرداد 1401، پذیرش: مهر 1401

چکیده

هدف پژوهش حاضر، شناسایی شرایط و عوامل مؤثر بر پول هوشمند و اولویت بندی متغیرهای به دست آمده بر اساس این شرایط در بازار سهام ایران است. روش این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و بر اساس داده، از نوع آمیخته است که در شناسایی عوامل از نوع کیفی و از طریق مصاحبه با خبرگان صورت گرفت و در اولویت بندی عوامل شناسایی شده از نوع کمی و با استفاده از پرسشنامه انجام گردید. جامعه آماری با استفاده از روش نمونه گیری با حداکثر تنوع انتخاب شدند، مدل پژوهش برای اولویت بندی به صورت سه سطحی با همه شرایط و عوامل شناسایی شده طراحی گردید و با نرم افزار (Expert choice) و با تکنیک تحلیل سلسله مراتبی (AHP) آزمون شد. نرخ ناسازگاری در تمامی مقایسات زوجی کمتر از 0/1 می باشد، در نتیجه مدل پژوهش مورد تأیید می باشد. در سطح اول، معیار شرایط علی رتبه اول را کسب کرده است. در سطح دوم در بین مقوله های (شرایط علی، عوامل کلان اقتصادی)، (شرایط زمینه ای، قوانین و مقررات وضع شده از سوی دولت) و (شرایط مداخله گر، رفتار بازارهای موازی) رتبه اول را کسب کرده است و در سطح سوم تغییرات نرخ ارز رتبه اول را کسب کرده است.

واژه‌های اصلی: پول هوشمند، شرایط علی، شرایط مداخله گر، شرایط زمینه ای، تکنیک تحلیل سلسله مراتبی

1- مقدمه

معامله گران اخلاص گر به اقدامات تجربی تکیه شده است که منعکس کننده دیدگاه سرمایه گذاران نهادی و فردی است. سرمایه گذاران نهادی اغلب به عنوان سرمایه گذاران منطقی یا آگاه در نظر گرفته می شوند که مجهز به توانایی های برتر هستند و به کارایی بازار کمک می کنند. در مقابل، سرمایه گذاران فردی به عنوان معامله گران اخلاص گر معامله می کنند که تحت تعصبات روانشناسی متعددی هستند. هنگامی که بازار متشکل از معامله گران اخلاص گر باشد و در معرض محدودیت های آربیتراژ قرار بگیرد، قیمت دارایی ها احتمالاً از ارزش بنیادی خود دور می شوند. این که آیا قیمت دارایی تحت تأثیر کدام عوامل غیر از بنیادی قرار گرفته است بحثی ماندگار در آزمون های تجربی قیمت گذاری دارایی دارد. چنین آزمون هایی مانند آزمون فرضیه بازار کارا، تقریباً همیشه از فرضیه مشترک رنج می برند زیرا شناسایی تحرکات غیر عادی قیمت ها نیاز به مشخص کردن یک قانون تعادلی مناسب دارد. برای شناسایی حرکات غیر عادی قیمت ها نیازی به اتکا به یک مدل قیمت گذاری دارایی خاص نیست، بنابراین از مسأله فرضیه مشترک جلوگیری می کند.

مشارکت کنندگان در بازارهای مالی را می توان به دو گروه تقسیم بندی کرد. گروه برخوردار از آگاهی و دانش مالی شامل سرمایه گذاران مطلع از روابط، رخدادهای و تحولات سیاسی و اقتصادی و همچنین کارشناسان بازارهای مالی است، گروه بدون آگاهی و دانش مالی نیز عموماً شامل کسانی است که بدون توجه به اطلاعات، وقایع و رویدادها پیرو رفتار افراد با دانش و آگاه هستند. آنچه مشخص است، افراد برخوردار از دانش و آگاهی اصولاً تصمیمات آگاهانه گرفته و مبتنی بر برنامه و منطق علمی و با افق زمانی مشخص سرمایه گذاری می کنند، امروزه جریان نقدی گروه برخوردار از دانش و آگاهی که به واسطه معامله گران حرفه ای است، تحت عنوان پول هوشمند در بازار شناخته می شود. کمپبل و کایل (۱۹۹۳) یک مدل از سرمایه گذاران پول هوشمند ارائه می کنند. سرمایه گذارانی که از ارزش بنیادی دارایی ها مطلع هستند، مایل به جذب سفارشات سرمایه گذاران اخلاص گر هستند و از این رو برای به دست آوردن سود بلند مدت، در کوتاه مدت ضرر می کنند. در نتیجه قیمت تعادلی دارایی به طور کامل به معیارهای بنیادی بر نمی گردد زیرا عرضه و تقاضا در چنین تعاملاتی بین پول هوشمند و معامله گران اخلاص گر ایجاد می شود. برای جستجوی شواهد مستقیم در مورد تأثیر سرمایه گذاران پول هوشمند و

متفاوت می باشد، در نهایت به دلیل این تفاوتها نمی توان عوامل تعریف شده و نتایج این تحقیقات را به بازار سهام ایران تعمیم داد. یکی دیگر از تفاوت های موجود که در ساختار اقتصاد کشور آشکار است، وجود مجموعه ای سرکوب کننده از قوانین و مقررات پیچیده، مجوزها و سایر اختلالات نهادی است که اغلب غیر شفاف و معمولاً با قواعد و مقررات اعمال شده در سایر نقاط دنیا ناسازگار است. اغلب سرمایه گذاران خصوصی به دلیل چنین فرآیند دست و پاگیری فراری شده و این امر به کاهش ورود سرمایه به بنگاه ها و رقابت اندک آن ها منجر شده است [3]

بی تردید کارآمدی نظام مالی یک کشور به عنوان زیرمجموعه ای از نظام اقتصادی آن کشور و با توجه به روابط متقابل با دیگر اجزا، می تواند بر کارآمدی سیستم اقتصادی تأثیر بسزایی داشته باشد. بازار سرمایه در این میان به عنوان زیرمجموعه ای از نظام مالی، از جایگاه ویژه ای برخوردار بوده و نقشی اساسی در رابطه جذب و هدایت و تخصیص سرمایه موجود در جامعه به سمت سرمایه گذاری در امر تولید و اشتغال زایی را بر عهده دارد. امروزه سرمایه گذاران برای انتخاب سرمایه گذاری، دامنه بسیار وسیعی دارند، اما تا به حال پژوهش های محدودی درباره روش انتخاب از بین سرمایه گذاری های مختلف انجام شده است. تصمیم های مالی مردم روز به روز پیچیده تر و پرمخاطره تر می شود در حالی که نتایج این تصمیم ها بر شیوه زندگی مردم بسیار مؤثر است. بیشتر نظریه های مالی فرض می کنند که سرمایه گذاران منطقاً به افزایش سرمایه خود می اندیشند و به نشانه های مالی توجه می کنند. سرمایه گذاران هنگام انتخاب سرمایه گذاری، به طور اولیه ریسک و بازده آنرا با سرمایه گذاری های بالقوه دیگری که می توانند انجام دهند مقایسه می کنند. بیشتر پژوهش های اخیر در مورد روانشناسی مالی بیان کرده است که تصمیمات سرمایه گذاران ممکن است تحت تأثیر عوامل رفتاری داخلی از قبیل خودشناسی و عوامل رفتاری خارجی مانند نحوه انتخاب یک سرمایه گذاری قرار گیرد [25].

اصولاً سرمایه گذاران باید بررسی های وسیعی در موقع خرید یا فروش سهام عادی انجام دهند؛ زیرا آنها نقدترین دارایی خود را به سهام تبدیل می کنند. اگر آنها بدون توجه به یکسری از عوامل، اقدام به سرمایه گذاری نمایند، نتایج مطلوبی از سرمایه گذاری عاید آنها نخواهد شد. هدف اصلی این پژوهش بررسی عواملی است که بر ورود پول هوشمند مؤثر است و می تواند به رفتار سرمایه گذاران و تصمیم های آنها در بورس اوراق بهادار کمک شایانی داشته باشد. لذا ضرورت دارد ورود پول هوشمند بخوبی در ارتباط با بازار سرمایه ایران بررسی و کنکاش شود. شناخت ابعاد و چگونگی عملکرد این پدیده در اتخاذ بسیاری از تصمیمات بازار سرمایه می تواند مفید و راه گشا باشد. ضمن آنکه نتیجه آن برای فعالان بورس اعم از نهادهای مالی، مدیران شرکتها، ناظران سیستمهای اقتصادی و سرمایه گذاران عادی قابل استفاده است. اگر بتوان سرمایه گذاران را نسبت به نحوه عملکرد پول هوشمند آگاهی داد و دانش مالی آنها را نسبت به آن ارتقا داد، بسیاری از ناهنجاری ها در قیمت و بازده بازار سرمایه در حال توسعه کشور

یک روش طبیعی نیز برای پاسخ به این مسأله بررسی رفتار مشارکت کنندگان در بازار است. رول (۱۹۸۴) شواهد دیگری در نقل قول ها یافت که نظریه مالی رفتاری را پشتیبانی می کند به این صورت که قیمت دارایی ها می تواند تحت تأثیر عوامل دیگری غیر از عوامل بنیادی تحت تأثیر قرار بگیرد. مطالعات متعددی نشان داده اند که قیمت دارایی ها ممکن است جدا از ارزش های بنیادی شان توسط رفتار خود خدمتی سرمایه گذاران هدایت شوند [13]

با توجه به اینکه عوامل مؤثر بر تصمیمات سرمایه گذاری مشارکت کنندگان در بازار از اهمیت ویژه ای برخوردار هستند. و مهمترین آنها شناسایی ورود پول هوشمند به بازارها است که با دنبال کردن آن سرمایه گذاران می توانند تصمیم بگیرند که در چه بازاری سرمایه گذاری انجام شود؟ این سؤال یکی از مهمترین سؤال ها برای اقدام به سرمایه گذاری است. در هر کسب و کاری که در آن پول وجود دارد و منفعت مالی حاصل می شود، حرفه ای ها هم حضور دارند. در سایر حرفه ها شاهد حضور تاجران هستیم. همه این افراد یک چیز در ذهن دارند، آنها باید از تفاوت قیمت، کسب سود کنند تا در این کسب و کار باقی بمانند. بازارهای مالی نیز با این بازارها تفاوتی ندارند و معامله گران حرفه ای نیز در بازار سهام و کالا فعال هستند. معامله گرانی که در گروه های هماهنگ برای جمع آوری (خرید) و توزیع (فروش) بلوک های بزرگ سهام که به همان نسبت هم سودهای هنگفتی کسب می کنند، با هم کار می کنند [8]

بنابراین بسیار مهم است که معاملات این نوع از مشارکت کنندگان حرفه ای بازار دنبال شود، و این امر از طریق شناسایی ورود پول هوشمند امکانپذیر می باشد. شواهد نشان می دهد که سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران برای تعیین ارزش سهام کمتر از روش های کمی و بنیادین استفاده می نمایند و قضاوت ها و تصمیمات آنها بیشتر مبتنی بر تصورات ذهنی، اطلاعات غیرعلمی، و رفتار توده وار نسبت به عده معدودی از مشارکت کنندگان در بازار سرمایه است. در همین راستا و به منظور بهبود شرایط گسترش فعالیت های بازار سرمایه و جلوگیری از شکست، در اقداماتی که در جهت جلب مشارکت مردم در سرمایه گذاری صورت می گیرد، باید نتایج علمی جایگزین تصورات ذهنی گردد و آموزش های لازم در این زمینه به مشارکت کنندگان در بازار داده شود [9]

در بیشتر مواقع عدم موفقیت سرمایه گذاران در بازار سرمایه، معلول ناتوانی آنها در انجام پیش بینی های مناسب از متغیرهای مربوطه است. چنانچه با استفاده از ابزارها و مدل های مناسب بتوان متغیرهای ضروری تصمیم گیری را با دقت بیشتری پیش بینی نمود، بازار در جهت کارایی حرکت خواهد کرد و منابع مالی به گونه ای مناسب تر هدایت می شوند [6]

بررسی ادبیات موجود در پژوهش های مرتبط با پول هوشمند نشان می دهد که متغیرهای تعریف شده برای پول هوشمند در بازارهای توسعه یافته با بازارهای نوظهور به دلیل عدم شفافیت اطلاعاتی کامل و همچنین اثرگذاری عوامل سیاسی و اقتصادی کلان در این بازارها

که برخی از سرمایه گذاران منطقی نیستند بازار همچنان کارا می باشد. در یک سناریوی واحد، سرمایه گذاران غیرمنطقی با یکدیگر در ارتباط نیستند، بنابراین معاملات آنها به صورت تصادفی و غیرهمبسته است. به دلیل تعداد زیاد چنین سرمایه گذارانی، در نهایت معامله گران اخلاص گر اثری بر روی قیمت اوراق بهادار نخواهند گذاشت. موضوع قابل توجه دیگر آن که سرمایه گذاران غیرمنطقی دچار اشتباهات مشترک می شوند و می توان گفت این امر به خاطر برخی انواع رفتارهای دسته جمعی است، بنابراین معاملات همبستگی دارند [24]

در پارادایم مالی رفتاری، فرض انسان به عنوان موجودی منطقی که همواره در بهینه سازی منافع اش کامیاب است مورد تردید قرار میگیرد. طرفداران دانش مالی رفتاری اعتقاد راسخی دارند که آگاهی از "تمایلات روانشناختی" در عرصه سرمایه گذاری، کاملاً ضروری و نیازمند توسعه جدی دامنه مطالعاتی است. اگرچه هنوز بسیاری از دانشگاهیان و حرفه ای های طرفدار مکتب مالی کلاسیک، بررسی جنبه های رفتاری انسان و تأثیر آن بر تصمیمات مالی را به عنوان یک شاخه مستقل مطالعاتی باور ندارند، اما توسعه کمی و کیفی تحقیقات تجربی در این حوزه، نشان دهنده اهمیت تحقیقات رفتاری در بازارهای مالی است [4]

مالی رفتاری پارادایم جدیدی در بازارهای مالی است، که به تازگی ظهور یافته و در پاسخ به مشکلاتی است که پارادایم مالی استاندارد با آن روبه رو بوده است. به بیان دیگر به بحث در رابطه با برخی پدیده های مالی می-پردازد که در آنها نمایندگان کاملاً عقلایی نیستند. مالی رفتاری، مطالعه ی چگونگی تفسیر افراد از اطلاعات برای اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری آگاهانه میباشد. به عبارت دیگر مالی رفتاری به دنبال تأثیر فرآیندهای روانشناختی در تصمیم گیری است [5]

برخی از روندهای جدید تحقیقات در بازارهای مالی از منظر بیولوژیکی، به سیر تکاملی دقیق تر نزدیک می شوند، بر اساس این فرض که بازارها، ابزارها، موسسات و سرمایه گذاران براساس "قوانین" انتخاب اقتصادی، تعامل و تکامل پویا را تجربه می کنند و بر همین اساس نیز بازیگران مالی با یکدیگر رقابت و سازگاری دارند، در حالیکه به یک رفتار بهینه متکی نیستند [23]

رول (۱۹۸۴) شواهد دیگری در نقل قول ها یافت که نظریه مالی رفتاری را پشتیبانی می کند، به این صورت که قیمت دارایی ها می تواند تحت تأثیر عوامل دیگری غیر از عوامل بنیادی تحت تأثیر قرار گیرد. مطالعات متعددی نشان می دهند که قیمت دارایی ها ممکن است جدا از ارزش های بنیادی آنها به واسطه رفتار سرمایه گذاران هدایت شوند [13].

در نتیجه، تغییرات قیمت بر اساس دو دسته سرمایه گذار در بازارهای مالی تفسیر می شوند. یک گروه کوچک از سرمایه گذاران علمی متخصص و آگاه و گروهی بزرگتر از سرمایه گذاران عمومی وجود دارند که بی تجربه و کمتر آگاه هستند [17]

در رابطه با این موضوع، هروی و همکاران (۲۰۱۹) رابطه بین معامله گران اخلاص گر و پول هوشمند را با توجه به جستجوهای آنلاین بررسی

کاهش خواهد یافت، اعتماد عمومی و فرهنگ سرمایه گذاری در کشور نسبت به بازار سرمایه افزایش می یابد و همچنین کارایی بازار بهبود می یابد که این امر می تواند منجر به تعمیق و توسعه بازار سرمایه کشور شود. مسلماً لازمه این کار، مدل سازی پدیده پول هوشمند در بازار سرمایه ایران و درک شیوه ی عملکرد آن بر مبنای رفتار مشارکت کنندگان در بازار و اخبار مرتبط با بازار است. بنابراین مساله اصلی پژوهش حاضر این است که در چه شرایطی و با چه متغیرهایی می توان ورود پول هوشمند را تعریف کرد و مدلی مناسب برای پول هوشمند در بازار سهام ایران ارائه نمود.

۲- مبانی نظری

امروزه ایده رفتار کاملاً عقلایی سرمایه گذاران که همواره به دنبال حداکثرسازی مطلوبیت شان هستند جهت توجیه رفتار و واکنش بازار، کافی نیست. حتی شواهدی وجود دارد که بر اساس آنها بسیاری از الگوهای مالی رفتاری که ریشه در اعماق ذات افراد دارند، به سختی می توان با آموزش بر آن غلبه کرد. نتایج برخی تحقیقات حاکی از آن است که درآمد سرمایه گذاری با اتفاقات قبلی مرتبط نیست و گاهی با اختیار متفاوت فراواکنش یا فروواکنشی در قیمت ها و تصمیمات حادث می شود. همچنین در تحقیقاتی به اثبات رسیده است درآمد تجمعی با درآمد فعلی همبستگی معکوس دارد. اینها همه حاکی از وجود نوعی رفتار خاص در تصمیمات است [1]

پارادایم غالب در تئوریهای مالی کلاسیک (مالی مدرن) مبتنی بر حداکثر سازی مطلوبیت انتظاری و ریسک گریزی است در حالی که مطالعات تجربی از دنیای واقعی حمله های فراوانی را در سال های اخیر به تئوری های مدرن مالی و فرض انسان عقلایی وارد کرده است. مطالعات روانشناسان نشان می دهد که انسانها در عمل، رفتاری متفاوت از آنچه که تئوری های مدرن مالی از انسان عقلایی ترسیم می کنند از خود بروز می دهند [15]

در نظریه ی کلاسیک مالی مطرح می شود که بعضی از سرمایه گذاران تحت عنوان معامله گران اخلاص گر نمی توانند تصمیم منطقی برای سرمایه گذاری داشته باشند. با توجه به اینکه موقعیت آنها توسط عملکرد سرمایه گذاران هوشمند قابل تصحیح است. در نتیجه، قیمت های بازار به طور کامل و دقیق منعکس کننده اطلاعات موجود هستند. و این فرض اصلی فرضیه بازار کارا می باشد. طرفداران نظریه مالی رفتاری این دیدگاه را به وسیله مفهوم تعصب شناختی سرمایه گذاران برای فرآیند تشکیل قیمت به چالش می کشند [16]

به ویژه گروسمن و استیگلیز (۱۹۸۰)، فرضیه بازار کارا را مورد انتقاد قرار دادند و اظهار داشتند که هیچ بازار کاملاً کارای اطلاعاتی وجود ندارد. طرفداران فرضیه بازار کارا و مالی رفتاری هیچ وقت به توافق نرسیده اند، و شواهد اندکی در دست است که جناحی مسلط باشد [18]

طرفداران فرضیه ی بازار کارا می گویند کارایی بازار زیاد به منطقی بودن همه سرمایه گذاران وابسته نیست. در بسیاری سناریوها، هنگامی

کرده اند. نتایج تجربی این پژوهش، یک توجیه رفتاری از قیمت سهام را تایید کرده است. در پژوهش دیگری چو و همکاران (۲۰۱۵) احساسات، پول هوشمند و یا عوامل بنیادی را در توضیح نوسانات قیمت و بازده را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تجزیه و تحلیل آنها اثر پول هوشمند را پشتیبانی کرده و شواهد نشان داده اند که عوامل بنیادی به تنهایی برای توضیح نوسانات قیمت و بازده کافی نیستند، بنابراین عوامل دیگری از جمله عوامل رفتاری ممکن است این تغییرات را توضیح دهد [13]

اپران و تاناسکو (۲۰۱۴) تأثیر مالی رفتاری را در بازارهای سرمایه نوظهور تحقیق کرده اند. آنها به بررسی عواملی که ممکن است دلیل تکامل حجم معاملات در دو بازار نوظهور سرمایه، رومانی و برزیل باشد پرداخته اند، و تأثیر رفتار سرمایه گذاران را مورد ارزیابی قرار داده اند. سرمایه گذارانی که رفتار معاملاتی خود را بر اساس انتظارات منطقی و سرمایه گذارانی که خطاهای رفتاری را به عنوان متغیرهای مستقل در حجم معاملات نشان می دهند، تحلیل نموده اند. نتایج نشان داده است که معاملات تحت تأثیر رفتار غیر منطقی سرمایه گذاران است. بنابراین، فرضیه عقلانیت برای هر دو بازار سرمایه رد شده است [23] یو (۲۰۱۱) هوشمندی سرمایه گذاران را با توجه به اثر پول هوشمند بررسی کرده است. او در رابطه با اینکه آیا سرمایه گذاران به اندازه کافی باهوش هستند تا در صندوق هایی سرمایه گذاری کنند که متعاقباً عملکرد بهتری داشته اند، در تحقیقات پیشین بحث و بررسی کرده است. یافته های این پژوهش نشان داده است که توانایی زمان بندی بازار، سرمایه گذاران هوشمند را از سرمایه گذارانی که به طرز ساده لوحانه برندگان را تعقیب می کنند متمایز می کند [27]

۳- روش شناسی پژوهش

پژوهشها از نظر هدف به چهار دسته کاربردی، تحقیق و توسعه ای، بنیادی و ارزیابی تقسیم می شوند. پژوهش حاضر به لحاظ نتایج حاصل از آن یک تحقیق توسعه ای است که منجر به الگو می شود و همچنین بر مبنای هدف تحقیق یک تحقیق تبیینی/ توصیفی است که در صدد است هم عوامل پول هوشمند را شناسایی و هم آنها را اولویت بندی کند. از نظر نوع و ماهیت داده ها، پژوهش حاضر از نوع پژوهش های آمیخته است. ابتدا شناسایی عوامل مؤثر بر پول هوشمند از نوع کیفی و از طریق مصاحبه نیمه ساختار یافته به روش تئوری داده بنیاد استفاده شده است. با استفاده از مصاحبه و کدگذاری نتایج مصاحبه، شاخص های نهایی شناسایی شده است. و سپس رتبه بندی شاخص ها، ابعاد و مولفه ها از نوع کمی و با استفاده از پرسشنامه مقایسات زوجی با طیف لیکرت می باشد. به طور کلی، روش های جمع آوری داده ها و اطلاعات به دو دسته تقسیم می شوند، روش کتابخانه ای و روش میدانی. در این پژوهش برای جمع آوری داده ها و اطلاعات مورد نیاز از هر دو روش میدانی و کتابخانه ای استفاده شده است. این پژوهش جهت تأیید، رتبه بندی و وزن دهی معیارهای الگوی پول هوشمند در بازار سهام ایران، از

طریق بررسی های میدانی با استفاده از روش نمونه گیری با حداکثر تنوع از قبیل خبرگان و اساتید دانشگاهی صاحب نظر در حوزه مالی و سرمایه گذاری که دارای تالیفاتی از قبیل کتاب یا مقاله و یا دارای سابقه اجرایی در این حوزه هستند و همچنین خبرگانی که دارای تجربه حرفه ای در حوزه سرمایه گذاری در کشور هستند، تعداد ۱۲ نفر خبره شناسایی شدند. مشخصات خبرگان در جدول شماره ۱ آورده شده است. و پرسشنامه ها از دو طریق شامل ارسال پرسشنامه از طریق ایمیل و همچنین ارایه پرسشنامه به صورت حضوری، بین افراد توزیع شد که به دلیل زمان بر بودن پر کردن پرسشنامه های مقایسات زوجی شرایط و عوامل پژوهش در پایان پاسخ تعداد ۱۰ پرسشنامه کامل شد. انتخاب ابزار مناسب برای جمع آوری اطلاعات به ماهیت، هدف و روش پژوهش و همچنین به آزمون های آماری مورد استفاده برای تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه های پژوهش بستگی دارد. دقت در مطالعه سوابق و دقت در گردآوری اطلاعات در پژوهش نقش اساسی دارد و گردآوری اطلاعات مورد نیاز در پژوهش، یکی از مراحل بسیار مهم محسوب می شود. در واقع پرسشنامه پژوهش، یک پرسشنامه محقق ساخته است که با استفاده از مصاحبه با خبرگان و اساتید بازار سرمایه در زمینه پول هوشمند طراحی شد.

3-1- پرسش های پژوهش

پرسش اول: مؤلفه های الگوی پول هوشمند در بازار سهام ایران کدامند؟

پرسش دوم: وزن و رتبه مؤلفه های الگوی پول هوشمند در بازار سهام ایران چگونه است؟

مؤلفه های الگوی پول هوشمند در بازار سهام ایران در بخش جداگانه به روش کیفی و از طریق مصاحبه با خبرگان بازار سرمایه به دست آمده است. در این راستا، با توجه به هدف پژوهش از روش نمونه گیری گلوله برفی یا زنجیره ای برای مصاحبه استفاده شده است. بدین ترتیب که ابتدا با توجه به شناخت محقق و در نظر گرفتن اهداف پژوهش، از خبرگان منتخبی که شایستگی پاسخ به سؤال های مطرح شده را داشتند، مصاحبه به عمل آمد و سپس آنها خبرگان دیگری را معرفی کردند تا نمونه گیری ادامه یابد.

در واقع، در روش نمونه گیری نظری در پژوهش های بنیادی فرایند نمونه گیری تا مرحله اشباع نظری ادامه می یابد و پس از آن متوقف می شود. بر این اساس و بر مبنای این روش نمونه گیری، داده ها از طریق مصاحبه با تعداد ۱۲ نفر از خبرگان بازار سرمایه (تحلیلگران، معامله گران، مدیران و مشاوران سرمایه گذاری) گردآوری شد. الگوی استخراج شده از آنها در این پژوهش به صورت کمی و پیمایشی مورد سنجش قرار می گیرد. پیمایش روشی برای به دست آوردن اطلاعاتی درباره دیدگاهها، باورها، نظرات، رفتارها یا مشخصات گروهی از اعضای یک جامعه آماری از راه انجام تحقیق است [7]

نسبت به C خیلی مهمتر (ارزش ترجیحی ۷ یا بیشتر) ارزیابی گردد یا اگر ارزش ترجیحی A نسبت به B، ۲ و B نسبت به C، ۳ باشد آنگاه ارزش A نسبت به C باید ارزش ترجیحی ۴ را ارائه کند. شاید مقایسه دو گزینه امری ساده باشد، اما وقتیکه تعداد مقایسات افزایش یابد اطمینان از سازگاری مقایسات به راحتی میسر نبوده و باید با به کارگیری نرخ سازگاری به این اعتماد دست یافت.

تجربه نشان داده است که اگر نرخ ناسازگاری کمتر از ۰/۱ باشد سازگاری مقایسات قابل قبول بوده و در غیر اینصورت مقایسه‌ها باید تجدید نظر شود. اعتبار مبین این نکته است که استنباط‌هایی که بر مبنای آزمون‌ها انجام می‌شود تا چه حد معنادار، مفید و مناسب است [7]

تحلیل پیمایشی روشی است برای گردآوری داده‌ها که در آن از گروه‌های معینی از افراد خواسته می‌شود به تعدادی پرسش که برای همه افراد یکسان است پاسخ دهند. این پاسخ‌ها مجموعه اطلاعات تحقیق را تشکیل می‌دهند. به این روش، مطالعات زمینه‌یابی نیز گفته می‌شود. به وسیله این روش پژوهش اطلاعات مختلفی را می‌توان به دست آورد که مؤلفه‌های آن مطابق جدول (۱) به دست می‌آید.

سپس عوامل شناسایی شده با استفاده از نظر خبرگان و از طریق پرسشنامه مقایسه‌ای توسط روش AHP وزن دهی و تعیین اهمیت می‌شوند. کلیه محاسبات نیز در نرم افزار ExpertChoice انجام شده است.

بدون وجود دقت علمی، پژوهش (کمی یا کیفی) بی‌ارزش بوده و مطلوبیت خود را از دست می‌دهد. بنابراین تقریباً تمامی محاسبات مربوط به فرایند تحلیل سلسله‌مراتبی بر اساس قضاوت اولیه تصمیم‌گیرنده که در قالب ماتریس مقایسات زوجی ظاهر می‌شود، صورت می‌پذیرد و هر گونه خطا و ناسازگاری در مقایسه و تعیین اهمیت بین گزینه‌ها و شاخص‌ها نتیجه نهایی به دست آمده از محاسبات را مخدوش می‌سازد.

برای مثال اگر گزینه A نسبت به B مهمتر (ارزش ترجیحی ۵) و B نسبتاً مهمتر (ارزش ترجیحی ۳) باشد، آنگاه باید انتظار داشت A

جدول (۱): مشخصات خبرگان

ردیف	شغل	تحصیلات	تجربه (سال)
1	معامله گر	کارشناسی ارشد	15-10
2	مدیر سرمایه گذاری	کارشناسی ارشد	15-10
3	مدیر سرمایه گذاری	کارشناسی ارشد	15-10
4	تحلیل گر تکنیکال	دکتر	بالای 15
5	مدیر سرمایه گذاری		15-10
6	معاون اجرایی سازمان بورس اوراق بهادار و دانشیار	دکتر	بالای 15
7	تحلیلگر تکنیکال و بنیادی	دکتر	15-10
8	مدیر معاملات	کارشناسی ارشد	10-5
9	مدیر سرمایه گذاری	دکتر	15-10
10	مدیر سرمایه گذاری	دکتر	15-10
11	تحلیلگر بنیادی	کارشناسی ارشد	10-5
12	مشاور سرمایه گذاری	کارشناسی ارشد	15-10

ایران ابتدا بر اساس مقوله‌ها و سپس بر اساس مفاهیم برای تحلیل نتایج کد بندی شدند.

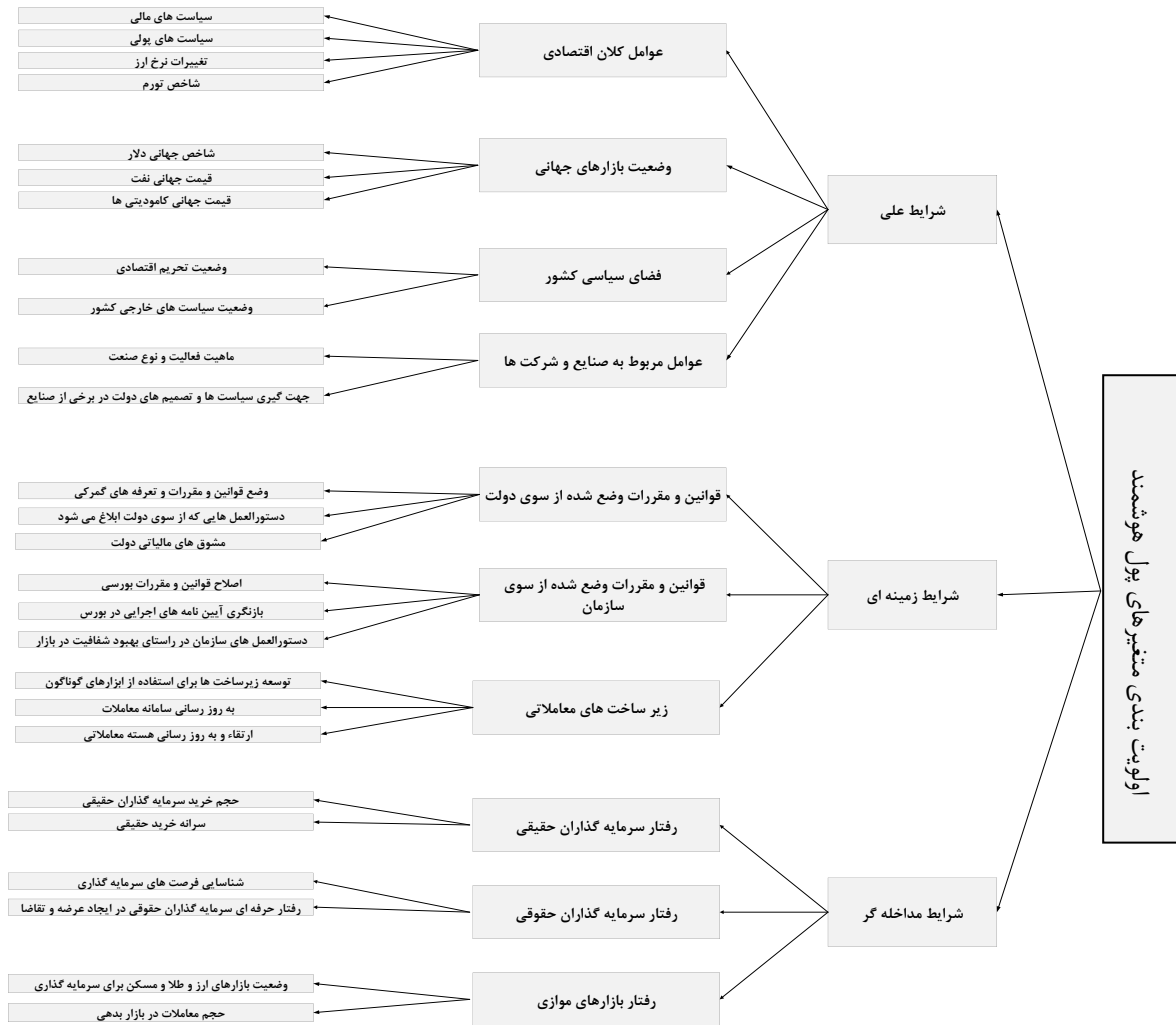
در این بخش متغیرهای مورد نظر برای مدل پول هوشمند در بازار سهام

جدول (۲): مقوله‌های پژوهش

مقوله اصلی	مقوله فرعی	کد	مفاهیم	کد مفاهیم
شرایط علی (A)	عوامل کلان اقتصادی	(A1)	سیاست های مالی	A1-1
			سیاست های پولی	A1-2
			تغییرات نرخ ارز	A1-3
			شاخص تورم	A1-4
	وضعیت بازارهای جهانی	(A2)	شاخص جهانی دلار	A2-1
			قیمت جهانی نفت	A2-2
			قیمت جهانی کامودیتی‌ها	A2-3
	فضای سیاسی کشور	(A3)	وضعیت تحریم اقتصادی	A3-1
			وضعیت سیاست های خارجی کشور	A3-2
	عوامل مربوط به صنایع و شرکت ها	(A4)	ماهیت فعالیت و نوع صنعت	A4-1
			جهت گیری سیاست ها و تصمیم های دولت در برخی از صنایع	A4-2
	شرایط زمینه ای (B)	قوانین و مقررات وضع شده از سوی دولت	(B1)	وضع قوانین و مقررات و تعرفه های گمرکی
دستورالعمل هایی که از سوی دولت ابلاغ می شود				B1-2
مشوق های مالیاتی دولت				B1-3
قوانین و مقررات وضع شده از سوی سازمان		(B2)	اصلاح قوانین و مقررات بورسی	B2-1
			بازنگری آیین نامه های اجرایی در بورس	B2-2
			دستورالعمل های سازمان در راستای بهبود شفافیت در بازار	B2-3
زیر ساخت های معاملاتی	(B3)	توسعه زیرساخت ها برای استفاده از ابزارهای گوناگون	B3-1	
		به روز رسانی سامانه معاملات	B3-2	
		ارتقاء و به روز رسانی هسته معاملاتی	B3-3	
شرایط مداخله گر (C)	رفتار سرمایه گذاران حقیقی	(C1)	حجم خرید سرمایه گذاران حقیقی	C1-1
			سرانه خرید حقیقی	C1-2
	رفتار سرمایه گذاران حقوقی	(C2)	شناسایی فرصت های سرمایه گذاری	C2-1
			رفتار حرفه ای سرمایه گذاران حقوقی در ایجاد عرضه و تقاضا	C2-2
	رفتار بازارهای موازی	(C3)	وضعیت بازارهای ارز و طلا و مسکن برای سرمایه گذاری	C3-1
			حجم معاملات در بازار بدهی	C3-2

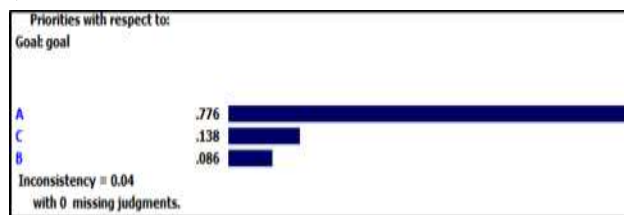
هر آنچه در مراحل جمع آوری داده‌ها به دست آمده بود با استفاده از تئوری داده بنیاد، سه نوع کدگذاری باز، محوری و گزینشی بررسی و تحلیل شدند. کدگذاری پس از انجام مصاحبه‌ها در سه مرحله انجام گرفت و طی این مراحل مفاهیم و مقوله‌ها کشف گردید. در شکل (۱) شرایط کلی و مقوله‌ها و مفاهیم مؤثر بر ورود پول هوشمند به بازار سهام ایران در یک مدل سه سطحی برای رتبه بندی در نرم افزار Expert choice طراحی گردید و هدف اصلی اولویت بندی متغیرهای الگوی پول هوشمند در بازار سهام ایران می باشد.

شکل شماره (۱) نشاندهنده عوامل مؤثر بر پول هوشمند در بازار سهام ایران می باشد. کلیه مؤلفه‌های مورد نظر با استفاده از روش نمونه گیری با حداکثر تنوع از قبیل خبرگان و اساتید دانشگاهی صاحب نظر در حوزه مالی و سرمایه گذاری که دارای سابقه اجرایی در این حوزه هستند و همچنین خبرگانی که دارای تجربه حرفه ای در حوزه سرمایه گذاری در کشور هستند و داده‌های حاصل از مصاحبه‌ها، مشاهده‌ها و



شکل (۱): مدل مفهومی پژوهش

مأخذ: یافته های پژوهش



۴- یافته ها
فرآیند تحلیل
چند شاخص
گزینه و شا
ها می تواند

شکل (۲): اوزان مقوله های اصلی

جدول (۳): وزن و رتبه مقوله های اصلی

رتبه	وزن	نام معیار
1	0.776	شرایط علی (A)
2	0.138	شرایط مداخله گر (C)
3	0.086	شرایط زمینه ای (B)

نهفته است. در این بخش در هر سطح از مدل مفهومی پژوهش با توجه به متغیرهای بدست آمده نشان می دهد که کدام شاخص (مقوله، مفاهیم) در ورود پول هوشمند در بازار سهام ایران مهمتر است، میزان اهمیت مقوله ها و مفاهیم با توجه به مدل مفهومی پژوهش در هر سطح با وزن و رتبه در جدول های جداگانه به ترتیب اولویت نشان داده شده است.

۴-۱- مقایسه زوجی معیار شرایط پژوهش

مقایسات زوجی جدول (۳)، را در نرم افزار Expert choice وارد می- کنیم که اوزان معیارها محاسبه می-شود و در شکل (۲) آورده شده است. نرخ ناسازگاری این مقایسه زوجی برابر با 0/04 می-باشد.

جدول (5): وزن و رتبه مقوله های شرایط زمینه ای

رتبه	وزن	کد	نام معیار
1	0.698	B1	قوانین و مقررات وضع شده از سوی دولت
2	0.170	B2	قوانین و مقررات وضع شده از سوی سازمان
3	0.131	B3	زیر ساخت های معاملاتی

با توجه به شکل (4)، در بین مفاهیم شرایط زمینه ای، قوانین و مقررات وضع شده از سوی دولت با وزن 0/698 رتبه اول را کسب کرده است. قوانین و مقررات وضع شده از سوی سازمان با وزن 0/170 رتبه دوم و زیر ساخت های معاملاتی با وزن 0/131 رتبه سوم را کسب کرده است.

4-4- مقایسه زوجی مقوله های شرایط مداخله گر

معیار شرایط مداخله گر دارای 3 زیرمعیار می باشد که مقایسه زوجی آنها در جدول (6) آورده شده است. نرخ ناسازگاری این مقایسه زوجی برابر با 0/06 می باشد. مقایسات زوجی جدول (6)، را در نرم افزار Expert choice وارد می کنیم که اوزان معیارها محاسبه می شود و در شکل (5) آورده شده است.

شکل (5): اوزان مفاهیم شرایط مداخله گر

جدول (6): وزن و رتبه مقوله های شرایط مداخله گر

رتبه	وزن	کد	نام معیار
1	0.383	C3	رفتار بازارهای موازی
2	0.371	C2	رفتار سرمایه گذاران حقوقی
3	0.246	C1	رفتار سرمایه گذاران حقیقی

با توجه به شکل (5)، در بین مفاهیم شرایط مداخله گر، رفتار بازارهای موازی با وزن 0/383 رتبه اول را کسب کرده است. رفتار سرمایه گذاران حقوقی با وزن 0/371 رتبه دوم و رفتار سرمایه گذاران حقیقی با وزن 0/246 رتبه سوم را کسب کرده اند.

4-5- مقایسه زوجی مفاهیم پژوهش

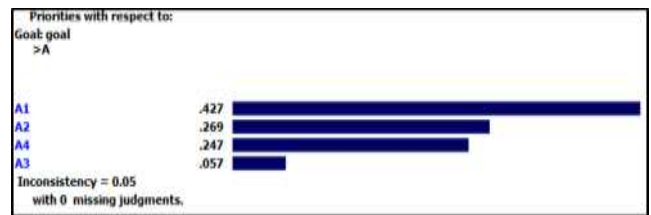
به طریق مشابه مقایسه زوجی مفاهیم نیز نسبت به مقوله های فرعی انجام شده، سپس با استفاده از نرم افزار Expert Choice وزن نهایی

با توجه به شکل (2)، معیار شرایط علی (A) با وزن 0/776 رتبه اول را کسب کرده است. شرایط مداخله گر (C) با وزن 0/138 رتبه دوم و شرایط زمینه ای (B) با وزن 0/086 رتبه سوم را کسب کرده است.

4-2- مقایسه زوجی مقوله های شرایط علی

معیار شرایط علی دارای 4 زیرمعیار می باشد که مقایسه زوجی آنها در جدول (3) آورده شده است. نرخ ناسازگاری این مقایسه زوجی برابر با 0/05 می باشد.

مقایسات زوجی جدول (4)، را در نرم افزار Expert choice وارد می کنیم که اوزان معیارها محاسبه می شود و در شکل (3) آورده شده است.



شکل (3): اوزان مفاهیم شرایط علی

جدول (4): وزن و رتبه مقوله های شرایط علی

رتبه	وزن	کد	نام معیار
1	0.383	C3	رفتار بازارهای موازی
2	0.371	C2	رفتار سرمایه گذاران حقوقی
3	0.246	C1	رفتار سرمایه گذاران حقیقی

رتبه	وزن	کد	نام معیار
4	0.057	A3	فضای سیاسی کشور

با توجه به شکل (3) در بین مفاهیم شرایط علی، عوامل کلان اقتصادی با وزن 0/427 رتبه اول را کسب کرده است. وضعیت بازارهای جهانی با وزن 0/269 رتبه دوم و عوامل مربوط به صنایع و شرکت ها با وزن 0/247 رتبه سوم را کسب کرده اند.

4-3- مقایسه زوجی مقوله های شرایط زمینه ای

معیار شرایط زمینه ای دارای 3 زیرمعیار می باشد که مقایسه زوجی آنها در جدول (5) آورده شده است. نرخ ناسازگاری این مقایسه زوجی برابر با 0/02 می باشد. مقایسات زوجی جدول (5)، را در نرم افزار Expert choice وارد می کنیم که اوزان معیارها محاسبه می شود و در شکل (4) آورده شده است.



شکل (4): اوزان مفاهیم شرایط زمینه ای

مفاهیم مربوط به شرایط علی می باشد. رتبه ششم به حجم معاملات در بازار بدهی که از مفاهیم مرتبط با مقوله رفتار بازارهای موازی و شرایط مداخله گر می باشد و همچنین رتبه هشتم به (دستورالعمل هایی که از سوی دولت ابلاغ می شود) مرتبط با شرایط زمینه ای است.

مفاهیم محاسبه می شود که به صورت کامل در جدول (۶) آورده شده است. بر این اساس ۲۶ مفهوم تحلیل شده است که تغییرات نرخ ارز رتبه اول را کسب کرده است. جهت گیری سیاست ها و تصمیم های دولت در برخی از صنایع رتبه دوم و قیمت جهانی کامودیتی ها رتبه سوم را کسب کرده است. به طور کلی رتبه های اول تا پنجم به

جدول (7): وزن و رتبه نهایی مفاهیم

رتبه نهایی مفاهیم در هر مقوله فرعی	وزن نسبی مفاهیم	مفاهیم	وزن مقوله فرعی	مقوله فرعی	مقوله اصلی	
4	0.054	سیاست های مالی	0.427	عوامل کلان اقتصادی	شرایط علی (وزن): (0.776)	
3	0.127	سیاست های پولی				
1	0.667	تغییرات نرخ ارز				
2	0.151	شاخص تورم				
3	0.062	شاخص جهانی دلار	0.269	وضعیت بازارهای جهانی		
2	0.309	قیمت جهانی نفت				
1	0.629	قیمت جهانی کامودیتی ها				
1	0.786	وضعیت تحریم اقتصادی	0.057	فضای سیاسی کشور		
2	0.214	وضعیت سیاست های خارجی کشور				
2	0.187	ماهیت فعالیت و نوع صنعت	0.247	عوامل مربوط به صنایع و شرکت ها		
1	0.813	وضعیت درونی شرکت ها				
3	0.108	وضع قوانین و مقررات و تعرفه های گمرکی	0.698	قوانین و مقررات وضع شده از سوی دولت		شرایط زمینه ای (وزن): (0.086)
1	0.663	دستورالعمل هایی که از سوی دولت ابلاغ می شود				
2	0.228	مشوق های مالیاتی دولت				
3	0.125	اصلاح قوانین و مقررات بورسی	0.170	قوانین و مقررات وضع شده از سوی سازمان		
1	0.477	بازنگری آیین نامه های اجرایی در بورس				
2	0.398	دستورالعمل های سازمان در راستای بهبود شفافیت در بازار				
1	0.608	توسعه زیرساخت ها برای استفاده از ابزارهای گوناگون	0.131	زیر ساخت های معاملاتی		
2	0.207	به روز رسانی سامانه معاملات				
3	0.185	ارتقاء و به روز رسانی هسته معاملاتی				
2	0.121	حجم خرید سرمایه گذاران حقیقی	0.246	رفتار سرمایه گذاران حقیقی	شرایط مداخله گر (وزن): (0.138)	
1	0.879	سرانه خرید حقیقی				
2	0.445	شناسایی فرصت های سرمایه گذاری	0.371	رفتار سرمایه گذاران حقوقی		
1	0.555	رفتار حرفه ای سرمایه گذاران حقوقی در ایجاد عرضه و تقاضا				
2	0.167	وضعیت بازارهای ارز و طلا و مسکن برای سرمایه گذاری	0.383	رفتار بازارهای موازی		
1	0.833	حجم معاملات در بازار بدهی				

مأخذ: یافته های تحقیق

5- نتیجه گیری

نمایند که تغییرات در قوانین و مقررات و دستورالعمل‌ها به کمترین حد ممکن برسد و بازاری مستقل از تأثیر تصمیمات دولت عمل نماید. این موضوع می‌تواند اثر زیادی بر جذب سرمایه و پول هوشمند به بازار سهام داشته باشد.

از آنجا که بازار سهام در مقایسه با بازارهای پول اثرات ضد تورمی دارد لذا در تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری از اولویت برخوردار است و برای رونق بخشیدن به اقتصاد کشورهایی همچون ایران که از یک سو با حجم عظیم سرمایه‌های سرگردان و از سوی دیگر با کمبود منابع سرمایه‌گذاری مواجه است شناخت این عوامل می‌تواند گام موثری در جهت دهی سرمایه در بازار محسوب شود. در نتیجه یک بازار گسترده و عمیق شرایط برای ورود شرکت‌های جدید و تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده از طریق افزایش سرمایه را فراهم می‌کند، زیرا در این شرایط، استقبال بیشتری برای شرکت در افزایش سرمایه‌ها از طریق آورده نقدی صورت می‌گیرد و منابع مالی مورد نیاز شرکت‌ها به سرعت تأمین می‌شود. خصوصی سازی از طریق بورس موجب رونق بازار شده و از این طریق به تجهیز منابع سرمایه‌ای بیشتر کمک می‌کند. این موضوع می‌تواند یک اقتصاد بانک محور را به بازار محور هدایت کند و موجب رشد اقتصادی شود. بنابراین به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که از فرصت ورود پول هوشمند و به دنبال آن جذب نقدینگی در بازار به منظور تأمین مالی و اصلاح ساختار مالی شرکت از طریق افزایش سرمایه استفاده نمایند، که در نهایت منجر به توسعه شرکت‌ها به واسطه سرعت در تکمیل و اجرای پروژه‌ها می‌شود. همچنین با توجه به یافته‌های پژوهش در شرایط مداخله‌گر که نشان دهنده اهمیت هر سه مقوله از نظر خبرگان می‌باشد. به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود به هنگام سرمایه‌گذاری علاوه بر تجزیه و تحلیل عوامل بنیادی که یکی از مهمترین مقوله‌های مؤثر بر ورود پول هوشمند می‌باشد، به شرایط مداخله‌گر و شرایط زمینه‌ای نیز اهمیت زیادی داشته باشند. به عنوان مثال رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی و میزان نقدینگی که از طرف آنها به بازار وارد می‌شود و همچنین، رفتار حقوقی‌های بازار به هنگام عرضه و تقاضا از ابعاد مختلف با توجه به روند حاکم بر بازار به صورت دقیق بررسی نمایند. سرمایه‌گذاران باید با ابعاد مختلف پول هوشمند و شرایط تأثیر گذار بر آن شناخت پیدا کنند تا بتوانند برای سرمایه‌گذاری‌های خود تصمیم بهینه و پر بازده را داشته باشند. بنابراین یکی دیگر از مهمترین عواملی که سرمایه‌گذاران باید به آن توجه داشته باشند، آشنایی کامل با قوانین و مقررات سازمان بورس اوراق بهادار و دستورالعمل‌هایی که ابلاغ می‌شوند و همچنین نقش دولت در تغییراتی که می‌تواند در قالب دستورالعمل‌های جدید ابلاغ نماید و بازار و پول هوشمند را تحت تأثیر قرار دهد.

با توجه به داده‌های به دست آمده در فرایند پژوهش و تحلیل‌های انجام شده بر روی داده‌ها و با استفاده از روش کدگذاری، مؤلفه‌های الگوی پول هوشمند مشخص شدند، در پژوهش حاضر با حساسیت ویژه‌ای سعی گردید، افرادی برای شرکت در مصاحبه انتخاب شوند که دارای تجربه کاری بالاتر از پنج سال و فعال در بازار سرمایه بوده و همچنین در رابطه با پول هوشمند از اطلاعات کافی برخوردار باشند. مصاحبه‌شوندگان با روش نمونه‌گیری گلوله‌برفی انتخاب شدند. از آنجاییکه بازار سرمایه ایران یک بازار نوظهور است و با بازارهای سرمایه توسعه یافته دیگر کشورها شرایط نسبتاً متفاوتی دارد، در این پژوهش مدل پول هوشمند به صورت یک پدیده در بازار سهام ایران با در نظر گرفتن ساختار بازار سرمایه ایران بر پایه نظر خبرگان بازار سرمایه و شرایط تئوری داده بنیاد تدوین گردید. با توجه به انتخاب عوامل و شرایط مؤثر بر ورود پول هوشمند بر اساس نظر خبرگان به روش تئوری داده بنیاد، جهت اولویت بندی مقوله‌ها و مفاهیم الگوی پول هوشمند در بازار سهام ایران، در نهایت مؤلفه‌های موردنظر با استفاده از تکنیک AHP مورد تحلیل قرار گرفت و با استفاده از نرم افزار Expert choices وزن دهی شد. الگوی نهایی سه سطحی با توجه به شرایط، مقوله‌ها و مفاهیم پول هوشمند در بازار سهام ایران طراحی شد و مورد آزمون قرار گرفت. نرخ ناسازگاری در تمامی مقایسات زوجی کمتر از 0/1 می‌باشد، در نتیجه مدل پژوهش مورد تأیید می‌باشد. در سطح اول معیار شرایط علی، رتبه اول، شرایط مداخله‌گر، رتبه دوم و شرایط زمینه‌ای، رتبه سوم را کسب کرده است. نتایج رتبه بندی در این سطح نشان می‌دهد که شرایط علی که عوامل بنیادی را شامل می‌شود در ورود پول هوشمند به بازار از اولویت بیشتری برخوردار است. در سطح دوم در بین مقوله‌های شرایط علی، عوامل کلان اقتصادی از اولویت بیشتر و فضای سیاسی کشور از اولویت خیلی کمتر در ورود پول هوشمند به بازار سهام ایران برخوردار است. در بین مقوله‌های شرایط زمینه‌ای، قوانین و مقررات وضع شده از سوی دولت با اختلاف زیاد از مقوله‌های دیگر اولویت اول و اهمیت زیاد پول هوشمند به آن را نشان می‌دهد. اختصاص رتبه اول دستورالعمل‌های ابلاغی از سوی دولت در مفاهیم مربوط به شرایط زمینه‌ای نشان از تأثیر قابل توجه قوانین و مقررات و دستورالعمل‌هایی است که از سوی دولت برای بازار سهام و شرکت‌های فعال در بازار مطرح می‌شود. بنابراین این با توجه به نتایج رتبه بندی شرایط و عوامل پژوهش که نشان از رتبه بالای دستورالعمل‌های دولت به عنوان یکی از مقوله‌های کلی پژوهش و معیار مهم شرایط زمینه‌ای مؤثر بر پول هوشمند می‌باشد، پیشنهاد می‌شود که قانون‌گذاران در رأس امور به میزان اهمیت تأثیر تصمیمات بر بازار سهام پی برده و شرایطی را برای بازار سهام ایجاد

منابع و ماخذ

- [22] McLean, D., Pontiff, J. (2013). **Does Academic Research Destroy Stock Return Predictability?**. Unpublished working paper, Boston College, Boston, MA.
- [23] Opreana, C., Tanasescu, C. (2014). **Effects of Behavioural Finance on Emerging Capital Markets**. Emerging Markets Queries in Finance and Business, vol 15. 1710 – 1716
- [24] Ritter, J.R. (2003). **Behavioral Finance**. Pacific-Basin Finance Journal, 11, 429-437. 20
- [25] Shiller, J.R. (2003). **From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance**. Journal of Economic Perspectives, 17, 83-104.
- [26] Roll, R. (1984). **Orange Juice and Weather**. Am. Econ. Rev, 74, 861-880
- [27] Yu, H.Y. (2012). **Where are the Smart Investors? New Evidence of the Smart Money Effect**. Journal of Empirical Finance, vol 19 . 51-64.
- [1] اسلامی بیدگلی، غلامرضا. حمیدرضا کردلوئی. (۱۳۸۸). مالی رفتاری، مرحله ی گذر از مالی استانداردار تا نوروفابناس. مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی. ۱:صص:۱۹-۳۶
- [2] بی، ارل. (۱۳۸۱). روشهای تحقیق در علوم اجتماعی، ترجمه رضا فاضل. انتشارات سمت
- [3] جلال آبادی، اسدالله. (۱۳۸۸). بررسی نقش امنیت، قوانین و مقررات و توسعه بازارهای مالی بر سرمایه گذاری. مجلس و پژوهش. ۵۲:صص:۵۵-۹۰
- [4] دادرس، کیوان. طلوعی اشلقی، عباس. رادفر، رضا. (۱۳۹۷). نقش مالی رفتاری در درک رفتار سرمایه گذاران فردی (مرور شواهد تجربی از بورس اوراق بهادار تهران). دانش سرمایه گذاری. ۲۸:صص:۸۳-۱۱۰ S
- [5] راعی، رضا. فلاحپور، سعید. (۱۳۸۳). مالیه رفتاری، رویکردی متفاوت در حوزه مالی. تحقیقات مالی. ۱۸: صص ۷۷-۱۰۶
- [6] علیزاده، صدیقه، شهیکی تاش، محمد نبی. روشن، رضا. (۱۳۹۹). مقایسه تطبیقی الگوهای قیمت گذاری دارایی سرمایه ای مبتنی بر مصرف در بازار سرمایه ایران (رویکرد رگرسیون دو مرحلهای فاما و مکبت). فصلنامه اقتصاد مالی، شماره ۵۰(۱). ۸۹-۶۳
- [7] گال، مردیت، بورگ، والتر. گال، جوینس. (۱۳۸۴). روشهای تحقیق کمی و کیفی در علوم تربیتی و روانشناسی (جلد اول)، ترجمه احمد رضا نصر و همکاران، انتشارات سمت، تهران
- [8] ویایامز، تامر. (۱۳۹۷). استاد بازارها، ترجمه فرزاد رضایی و مهدی میرزایی، انتشارات آراد کتاب، تهران
- [9] یوسفی، راحله. شهرآبادی، ابوالفضل. (۱۳۸۸). بررسی و آزمون رفتار توده وار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار. مجله مدیریت توسعه و تحول. ۲:صص:۶۴-۵۷
- [10] Campbell, J., Kyle, A., (1993). **Smart Money, Noise Trading and Stock Price Behavior**. Rev. Finance, Stud. 60, 1-34.
- [11] Chen, Q., Chi, Y. (2018). **Smart Beta, Smart Money**. Journal of Empirical Finance. vol 49. 19-38
- [12] Chen, Q., Chi, Y., Qiao, X. (2020). **Follow the Smart Money: Factor Forecasting in China**. Pacific-Basin Finance Journal, vol 62. 1-15
- [13] Chou, P.H., Hsieh, C.H., Shen, C.H.H. (2015). **What Explains the Orange Juice Puzzle: Sentiment, Smart Money, or Fundamentals?**. Journal of Financial Markets, VOL 29. 47-65
- [14] Grossman, S., Stiglitz, J. (1980). **On the Impossibility of Informationally efficient Markets**. American Economic Review, vol 70(3), 393-408
- [15] Fernandes, J., Pena, J.I., Benjamin, T. (2009). **Behavior Finance and Estimation Risk in Stochastic Portfolio Optimization**. Banco Central Do Brasil. Working Paper No. 184
- [16] Herve, F., Zouaoui, M., Belvaux, B. (2019). **Noise Traders and Smart Money: Evidence from Online Searches**. Economic Modelling. VOL 83. 141-159
- [17] Hong, H., Stein, J.C. (2007). **Disagreement and the Stock Market**. The Journal of Economic Perspectives, vol 21(2), 109-128.
- [18] Jiang, J., Li, H. (2019). **A New Measure for Market Efficiency and Its Application**. Finance Research Letters. In press.
- [19] Jinjin J., Haiqi Li., H. (2019). **A New Measure for Market Efficiency and Its Application**. Finance Research Letters, 34. 101-235
- [20] Laopodis N. T. (2009). **Fiscal Policy and Stock Market Efficiency: Evidence for the United States**. Quarterly Review of Economics and Finance, 49, 633-650
- [21] Lou, D. (2012). **A Flow-Based Explanation for Return Predictability**. Review of Financial Studies 25, 3457-3489.