

# رابطه بین آگاهی سرمایه‌گذاران، نگرش ریسک ادراک شده و رفتار سرمایه‌گذار در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر موسی احمدی<sup>۱</sup>

امیرحسین شیبی<sup>۲</sup>

## چکیده

به اعتقاد کارشناسان و صاحب‌نظران، مسائل رفتاری و روانی سرمایه‌گذاران عامل اصلی بروز ناهنجاری‌ها در بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار می‌باشد. به همین علت مطالعه و پژوهش درباره موضوع‌های رفتاری و روانی سرمایه‌گذاران به دلیل ناتوانی تئوری‌های مالی استاندارد در تبیین ناهنجاری‌های مشاهده شده در بازار سرمایه اهمیت ویژه‌ای پیدا کرده است. رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار، نحوه تصمیم‌گیری و تخصیص منابع پولی، قیمت‌گذاری و ارزیابی بازده شرکت‌ها را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد که از علل اصلی این ابهامات رفتاری، یکی عدم آگاهی و دیگری ریسک است. همچنین متخصصان مالی رفتاری، دانش رفتاری انسان را با نشانه‌هایی چون انحرافات رفتاری، اعتماد به نفس کاذب، دیدگاه محدود، خطای فراقنی و دوری از تأسف و پشیمانی شناخته‌اند. ارزیابی بین آگاهی سرمایه‌گذاران، ریسک ادراک شده و رفتار آنها می‌تواند راهگشای بسیاری از مسائل باشد، از

---

<sup>۱</sup> استادیار و عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد ابهر [musa.ahmadi@gmail.com](mailto:musa.ahmadi@gmail.com)

<sup>۲</sup> دانش‌آموخته کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد ابهر [amir.sheei@gmail.com](mailto:amir.sheei@gmail.com)

این رو در این تحقیق تأثیر آگاهی سرمایه‌گذاران و ریسک ادراک شده بر رفتار وی در هنگام معامله سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران بررسی و با ارائه یک آزمون در این زمینه تأثیر میزان آگاهی سرمایه‌گذار ارزیابی شده و سپس با استفاده از آماره‌های آزمون متناسب و بررسی نرمال بودن داده‌ها به تحلیل و تطابق آن‌ها با فرضیات پژوهشگر پرداخته شده است. در این تحقیق، برای تجزیه و تحلیل داده‌های بدست آمده از نمونه‌ها، هم از روش‌های آمار توصیفی و هم از روش‌های آمار استنباطی استفاده شده است. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزار SPSS استفاده شده است. ابتدا از آمار توصیفی به منظور بررسی خصوصیات و ویژگی‌های نمونه آماری و از آمار استنباطی (تحلیل همبستگی، ضریب همبستگی پیرسون، آزمون معنا داری ضریب همبستگی و آزمون یک طرفه و تجزیه و تحلیل آزمون فریدمن) برای تجزیه و تحلیل پرسش نامه‌ها استفاده می‌شود. برای آزمون نحوه تأثیر متغیرها از آزمون همبستگی استفاده شده است. همچنین از الگوی رگرسیونی با متغیر وابسته رفتار سرمایه گذاری نیز استفاده شده است. هدف اول تحقیق، بررسی تعیین رابطه‌ی میان آگاهی سرمایه‌گذار و نگرش ریسک ادراک شده در بورس تهران بود که این هدف بعد از تجزیه تحلیل اطلاعات مشخص شد که دارای رابطه‌ی معکوس با یکدیگر هستند. هدف دوم تحقیق، بررسی وجود رابطه میان نگرش ریسک ادراک شده و رفتار سرمایه‌گذار در بورس تهران بود که نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل اطلاعات، مشخص شد که نگرش ریسک ادراک شده و رفتار سرمایه‌گذار باهم رابطه‌ی منفی دارند. هدف سوم تحقیق، بررسی تعیین میزان تأثیر آگاهی سرمایه‌گذار و ریسک ادراک شده بر رفتار سرمایه‌گذار در بورس تهران بود که همچنین نتایج حاصل از این تجزیه و تحلیل اطلاعات مدل رگرسیونی، مشخص شد که این هردوی این عوامل تأثیر منفی بر رفتار سرمایه‌گذار دارد.

**واژگان کلیدی:** ریسک ادراک شده، مالی رفتاری، رفتار سرمایه‌گذار.

## مقدمه

با حاکمیت پارادایم مالی رفتاری و به چالش کشیده شدن تئوری‌های مالی استاندارد، به دلیل ناتوانی آنها در تبیین ناهنجاری‌های مشاهده شده در بازار سرمایه، مطالعه و پژوهش درباره موضوع‌های رفتاری و روانی سرمایه‌گذاران اهمیت خاصی یافته است، چراکه به اعتقاد کارشناسان و صاحب نظران این حوزه، عامل اصلی بروز این قبیل ناهنجاری‌ها در بازار سرمایه، مسایل رفتاری و روانی سرمایه‌گذاران است. بر این اساس، طی سال‌های اخیر مطالعات گسترده‌ای درباره‌ی موضوع‌های مختلف رفتاری در بورس‌های مطرح دنیا صورت گرفته است. در پژوهش‌های گوناگون، رفتارهای مختلف سرمایه‌گذاران که به نوعی می‌تواند عملکرد بازار و کارایی آن را تحت تأثیر قرار دهد، مورد مطالعه و بررسی علمی قرار می‌گیرد.

نظریه‌ی مالی رفتاری به تلفیق تئوری‌های رفتاری و شناختی و روانشناسی با اقتصاد سنتی و دانش مالی برای تفسیر تصمیمات نادرستی که مردم در زمینه‌های مالی اتخاذ می‌کنند می‌پردازد؛ نارسایی‌های تئوری بازار کارا موجب شکل‌گیری تئوری مالی رفتاری شده است. باید تأمل بیشتری بر تئوری‌های مربوط به چگونگی رفتار در برابر تأثیر رفتارهای جمعی وجود داشته باشد. روانشناسان رفتار افراد و جامعه شناسان رفتار گروهی افراد را مورد بررسی قرار می‌دهند. نتایج حاصل از تعاملات پیچیده میان عوامل منحصر به فرد را نمی‌توان جمع‌بندی کرد. همچنین تعاملات پیچیده و منحصر به فرد عوامل ناهمگن را نمی‌توان مدل بندی کرد. اقتصاددانان با بررسی دقیق تعاملات افراد درصدد غنی ساختن مدل‌هایشان هستند. در شرایط غیر عقلایی و اقتصاد رفتاری مثلاً تولید کننده بر اساس کیفیت مدنظر خود قیمت اعلام می‌کند در نتیجه اگر مصرف کننده در مورد کیفیت اطلاع کمی داشته باشد

هنگام روبروشدن با دو محصول مشابه، محصول با قیمت بالاتر را از لحاظ کیفیت بالاتر در نظر می‌گیرد. (شمس، ۱۳۸۶)

امروزه پژوهشگران به تأثیر رفتار انسان در تصمیم‌گیری‌های مالی برخورد کرده‌اند. افراد در مورد قیمت سهام آینده و ریسک و بازدهی به نوعی متفاوت از نظریه‌ی مدرن توجه می‌کنند. تصمیمات سرمایه‌گذاری تنها تحت تأثیر شاخص‌های اقتصادی و عقلانیت قرار ندارد؛ مواردی از قبیل افق سرمایه‌گذاری، میزان تحمل مخاطره، اعتماد به نفس و اطمینانی که سرمایه‌گذار به فرایند سرمایه‌گذاری در بازار دارد نیز تأثیر بسزایی در رفتار و نوع تصمیمات سرمایه‌گذاران دارد و سبک رفتار سرمایه‌گذاری آنها را شکل می‌دهد، عرصه ظهور علوم رفتاری، رویکردی جدید نسبت به مطالعات بازارهای مالی است. گرایش‌های رفتاری و شناختی می‌توانند بر قیمت‌های دارایی‌های مالی تأثیر گذار باشند و به نظریه پردازان مالی و اقتصادی گوشزد می‌کند که در کنار سایر متغیرها رفتار انسان را نیز در نظر بگیرند (شهرآبادی و یوسفی، ۱۳۸۶)

رفتار سرمایه‌گذاران در بورس، نحوه تصمیم‌گیری، تخصیص منابع پولی، قیمت‌گذاری و ارزیابی بازده شرکت‌ها را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد. شرایط مبهم و اشتباهات شناختی که در روان‌شناسی انسان ریشه دارد، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران اشتباهاتی در شکل دهی انتظارات خود داشته باشند و در نتیجه رفتارهای ویژه در هنگام سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی از خود بروز دهند. رفتار سرمایه‌گذاران متأثر از عوامل بسیاری است که یکی از علل اصلی این ابهامات رفتاری عدم آگاهی و دیگری ریسک است. این مسئله‌ی مهم باعث می‌شود زمانی که اطلاعاتی تازه منتشر می‌شود شرکت‌کنندگان در بازار به آنها واکنش نشان داده و موجب تغییرات و نوسانات قیمت اوراق بهادار و حجم مبادلات می‌شود. در صورتی که اطلاعات محرمانه و ناهمگون منتشر گردد واکنش‌های متفاوتی را در بازارهای مالی مشاهده خواهیم کرد که این امر تحلیل‌های نادرست و گمراه‌کننده را به همراه خواهد داشت. بنابراین ارزیابی رابطه بین آگاهی سرمایه‌گذاران، ریسک ادراک شده و رفتار آنها از جهات فوق‌الذکر می‌تواند راهگشای بسیاری از مسایل باشد.

یکی از مواردی که سبب شد که جنبه‌ی مالی این مقاله‌ی رفتاری مورد توجه قرار گیرد خطای دیگری است که در تصمیم‌گیری‌ها به وجود می‌آید. این خطا که همانا خطای فرافکنی است، زمانی به وقوع می‌پیوندد که سرمایه‌گذار یک حادثه یا واقعه‌ی اخیر و یا شرایط ایجاد شده در کوتاه مدت را به آینده یا بلند مدت تعمیم می‌دهد. در چنین حالتی سرمایه‌گذار امروز کاری را انجام می‌دهد که افراد

پیروز بازار دیروز انجام داده بودند. از دیگر عیوب چنین تفکری این است که سرمایه‌گذار یک نمونه کوچک را به همه‌ی آینده و یا کل جامعه تعمیم می‌دهد. نتیجه چنین دیدگاهی سبب می‌شود که وی نسبت به برخی از سهام پر زرق و برق‌تر بدون توجه به تحلیل آنها واکنشی فراتر از آنچه باید داشته باشد. همچنین ممکن است فراواکنشی نسبت به اخبار و شایعات - اغلب اخبار و شایعات بد - از خود نشان دهد، در حالی که آنها ممکن است تنها کوتاه‌مدت و گذری باشند. ممکن است حرکتی کوتاه مدت و تصمیمی آنی منجر به زیانی بلند مدت گردد. در برخی مواقع هم برخی از خطاها مانند تعمیم دهی اثبات نشده و برخی رویکردها از جمله محافظه‌کاری بیشتر جلوه نموده است. (هاگن، ۱۳۸۶)

## واکاوی ادبیات پژوهش

شاپور محمدی و همکاران (۱۳۸۹) طی تحقیقی با عنوان تجزیه و تحلیل رفتار جمعی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل فضای حالت این گونه عنوان کردند که رفتار جمعی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه نوعی تورش رفتاری است که می‌تواند تأثیرات مخربی بر عملکرد بازار سرمایه داشته باشد. روشها و مدل‌های مختلفی توسط پژوهشگران و صاحب‌نظران جهت سنجش و اندازه‌گیری رفتار جمعی سرمایه‌گذاران در بورس‌های مختلف جهان ارائه گردیده است که هر یک از این روشها برای شرایط خاصی مناسب هستند. رویکرد تبعیت از بتا، یکی از جدیدترین روشها و رویکردهای اندازه‌گیری و سنجش رفتار جمعی سرمایه‌گذاران است. در رویکرد مذکور، رفتار جمعی سرمایه‌گذاران از طریق پراکندگی مقطعی عوامل حساسیت (ضرایب بتا) اندازه‌گیری می‌شود. این تحقیق، با استفاده از همین رویکرد و با به کارگیری مدل فضای حالت، تبعیت جمعی سرمایه‌گذاران از عوامل بازار، ارزش و اندازه در یک دوره زمانی ۹۲ ماهه (فروردین ۱۳۸۰ الی آبان ماه ۱۳۸۷) را بررسی و مطالعه می‌نماید. نتایج پژوهش نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران به صورت جمعی و مستمر از عامل بازار تبعیت می‌کنند. تبعیت جمعی سرمایه‌گذاران از عامل بازار و نادیده گرفتن متغیرهای بنیادی توسط سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار باعث می‌گردد تا روابط تعادلی در بورس اوراق بهادار تهران تا حد زیادی تضعیف شده، بازار به سمت عدم کارایی متمایل گردد. علاوه بر این، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود به عامل اندازه و ارزش توجه جمعی ندارند که بر این اساس می‌توان گفت که توجه همزمان به سهم شرکت‌های کوچک یا بزرگ و یا توجه همزمان به سهام شرکت‌های ارزشی یا رشدی نمی‌تواند تأثیری بر روابط تعادلی بازار سرمایه در ایران داشته باشد.

هیسو (۲۰۰۶) در تحقیقی با عنوان اثر شفاف‌سازی اطلاعات مالی بر رفتار سهامداران در بورس اوراق بهادار تایوان به بررسی نقش ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی در افزایش میزان سرمایه‌گذاری در بازار بورس پرداخت. نتایج تحقیق وی نشان دادند که رابطه مثبت و معناداری در ادراک سرمایه‌گذاران بورس از ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار آنها وجود دارد و از میان ابعاد شفاف‌سازی، شفافیت ساختار مالکیت بیشترین تأثیر را دارد. هم‌چنین ادراک سرمایه‌گذاران از ابعاد شفافیت با توجه به متغیرهای جمعیت شناختی آنها متفاوت است و رابطه بین تجربه سرمایه‌گذاری در بورس و رفتار آنان نیز رابطه‌ای مثبت و معناداری است.

چیانگ (۲۰۰۵) در یک بررسی با عنوان مطالعه تجربی از حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت به مسئله شفافیت اطلاعات مالی و تئوری علامت‌دهی در کشور تایوان پرداخته است. وی برای اندازه‌گیری سطح شفافیت اطلاعات، از معیارهای سنجش شفافیت S&P استفاده کرد. تعبیر چیانگ از یافته‌های تحقیق حاکی است که شفاف‌سازی مالی یک شرکت رابطه مستقیمی با عملکرد اجرایی شرکت دارد. وی دریافت که حاکمیت شرکتی مناسب با عملکرد آن شرکت رابطه مثبت معناداری دارد. اصل ثابتی در فرهنگ سرمایه‌گذاری وجود دارد مبنی بر اینکه سرمایه‌گذاران ریسک و خطر‌گریزان است و به سوی بازده و سود تمایل دارد. به همین دلیل سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز از ورود سرمایه خود به جایی که خطر و ریسک وجود دارد یا افق نامشخصی در برابر سود و اصل سرمایه‌شان هست، امتناع می‌کنند. اما آیا می‌توان جایی را پیدا کرد که سرمایه‌گذاری در آن ریسک نداشته باشد؟ ریسک و خطر از دست‌دادن اصل و فرع سرمایه در همه جا هست، بعضی سرمایه‌گذاری‌ها پرخطرند و برخی کم‌خطر. سرمایه‌گذار با توجه به میزان خطر و ریسک سرمایه‌گذاری، انتظار سود و بازده متناسب را دارا می‌باشد. معمولاً سرمایه‌گذاران به وسیله تجزیه و تحلیل‌های مالی خود به دنبال بازده متناسب با توجه ریسک مربوط می‌باشند. در یک بازار متعارف که در آن عوامل بازار واجد اطلاعات می‌باشند، بازده بالا همواره ریسک بالاتری را نیز به دنبال خواهد داشت. این موضوع موجب می‌شود که همواره تصمیم‌گیری جهت سرمایه‌گذاری بر اساس روابط میان ریسک و بازده صورت گیرد و یک سرمایه‌گذار همواره دو عامل ریسک و بازده را در تجزیه و تحلیل و مدیریت سبد سرمایه‌گذاری‌های خود مدنظر قرار دهد. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاری به عنوان یک تصمیم مالی همواره دارای دو مؤلفه ریسک و بازدهی بوده که مبادله این دو ترکیب‌های گوناگون سرمایه‌گذاری را عرضه می‌کند. از یک طرف، سرمایه‌گذاران به دنبال بیشینه‌کردن عایدی خود از سرمایه‌گذاری هستند و از طرف دیگر، با شرایط عدم اطمینان حاکم بر

بازارهای مالی مواجه می‌باشند که عامل اخیر، دستیابی به عواید سرمایه‌گذاری را با عدم اطمینان مواجه می‌سازد. (Hoitash, Krishnan, & Sankaraguruswamy, 2002)

با توجه به آنچه که اشاره گردید، ریسک بالا و بازدهی بالایی که از طرحهای نوپای سرمایه گذاری بوجود می‌آید تنها عاملی است که می‌تواند نقطه تمایزی میان بسیاری از مراکز سرمایه گذاری و افراد و اشخاص سرمایه گذار باشد. افراد و اشخاص بر اساس شخصیت و توانایی مالی خویش، عموماً به دو دسته ریسک پذیر و ریسک گریز طبقه بندی می‌شوند که البته باید توجه داشت که این دو دسته دو سر یک طیف هستند و افراد ریسک‌های مختلف را با بازدهی‌های قابل انتظار خویش مدیریت می‌کنند. در کشور ما هنوز شرکت یا صندوق سرمایه گذاری مخاطره پذیری که به صورت حرفه ای وارد این عرصه گردیده باشد بوجود نیامده است و پیش بینی می‌گردد با توجه به نیاز احساس شده در این حوزه، درسال‌های بعد به تدریج شاهد حضور این صندوق ها باشیم. شناسایی زیر ساخت‌های لازم برای ایجاد و دوام و حیات یک صندوق سرمایه گذاری مخاطره پذیر در یک منطقه یا کشور از اهمیت کافی بر خوردار است. به نظر می‌رسد برای دستیابی به وضعیت مطلوب برای تحقق سرمایه گذاری مخاطره پذیر در کشور بستر سازی و ایجاد زیر ساخت در محورهای متعدد کاربردی رفتاری قابل توجه باشد که هر یک از آنها دارای شاخه‌های متعدد و گسترده ای می‌باشند و باید آنها را شناسایی و مورد بررسی و پیگیری قرار داد (مومنی و موسوی، ۱۳۹۱). بنابراین نتایج حاصل از پژوهش‌های پیشین بیانگر آن است که مقوله ریسک پذیری سرمایه گذار و رفتاری که وی در مواجه با احتمال از دست دادن سرمایه بروز می‌دهد مساله ای قابل بحث و بررسی و دارای شرایط و ویژگی‌های قابل اندازه گیری و پژوهش است. طبق یافته‌های بدست آمد از تحقیقات پژوهشگران ایرانی و غربی از سال‌های دور و جدید نشان می‌دهد مساله ریسک پذیری در گذر زمان تفاوتی نداشته است و مقدار آن به حسب میزان آگاهی و گرایش‌های رفتاری سرمایه گذار قابل بررسی و بحث است.

## اهداف تحقیق

تحقیق حاضر از لحاظ ماهیت مساله و هدف تحقیق یک تحقیق کاربردی محسوب می‌شود. زیرا پژوهش کاربردی، پژوهشی است که نه در جهت ارضای کنجکاوی‌های ژرف پژوهشگر بلکه حل مساله ای فردی، گروهی یا اجتماعی انجام می‌پذیرد. در این پژوهشها با توجه به فوریت نتیجه گیری، رابطه ای بین کار پژوهش و جامعه پدید می‌آید و به همان ترتیب و در همان زمان که محقق به پژوهش می‌پردازد در اندیشه کاربرد دستاوردها نیز هست. (خاکی، ۱۳۸۲: ۱۱۴). به طور کلی هدف اصلی این

تحقیق بررسی این مطلب است که آگاهی سرمایه‌گذاران و ریسک ادراک شده چگونه رفتار سرمایه‌گذار را هنگام معامله سهام در بازار بورس تهران تحت تأثیر قرار می‌دهد. اهداف در جزء شامل موارد ذیل است :

تعیین رابطه ی میان آگاهی سرمایه‌گذار و گرایش ریسک ادراک شده در بورس تهران  
آزمون رابطه ی میان گرایش ریسک ادراک شده و رفتار سرمایه‌گذار در بورس تهران  
تعیین میزان تأثیر آگاهی سرمایه‌گذار و ریسک ادراک شده بر رفتار سرمایه‌گذار در بورس تهران

### پرسش‌های تحقیق

- چه ارتباطی بین آگاهی سرمایه‌گذار و گرایش ریسک ادراک شده وجود دارد؟
- آیا ریسک درک شده سرمایه‌گذار بر رفتار سرمایه‌گذار تأثیر می‌گذارد؟
- به چه میزان آگاهی سرمایه‌گذار و ریسک ادراک شده بر رفتار سرمایه‌گذار در بورس تهران اثر می‌گذارد؟

### فرضیات تحقیق

در طرح تحقیقات مدیریتی، دو عنصر اصلی وجود دارد، فرضیه‌های تحقیق و متغیرهایی که برای آزمون آنها بکار گرفته می‌شود. فرضیات از نظریات و تحقیقات گذشته منتج می‌شود و چراغ راه مطالعات جدید هستند. فرضیه عبارتی است آزمایشی که رابطه مورد انتظار بین دو یا چند متغیر را به صورت دقیق و روشن بیان می‌کند. فرضیه را آزمایش هم می‌نامند، چون باید صحت آن از طریق آزمایش بررسی شود. (آذر و مومنی، ۱۳۸۰، ۱۷-۱۶)

تحقیق حاضر شامل سه فرضیه ذیل می‌باشد :

- آگاهی سرمایه‌گذاران و گرایش ریسک ادراک شده رابطه ی معکوس با یکدیگر دارند.
- گرایش ریسک ادراک شده و رفتار سرمایه‌گذار ارتباط معکوس با یکدیگر دارند.
- آگاهی سرمایه‌گذاران نسبت به گرایش ریسک ادراک شده تأثیر تعیین کننده تری بر رفتار سرمایه‌گذار دارد.



## روش‌های انجام تحقیق و چگونگی جمع‌آوری اطلاعات

پژوهش حاضر از نظر نوع کاربردی و از نظر هدف توصیفی می‌باشد. در این قسمت به منظور جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات برای تجزیه و تحلیل از داده‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران و از پرسشنامه استاندارد در چارچوب جمع‌آوری داده‌های مالی استفاده گردیده است.

### متغیرهای تحقیق

در این پژوهش متغیرهای مربوط به آگاهی سرمایه‌گذاران (آگاهی مالی، یادگیری اجتماعی) و نگرش ریسک ادراک شده (عاطفی، ادراک) به عنوان متغیر مستقل و رفتار سرمایه‌گذار (روانی، انگیزه‌ای، اجتماعی) در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. (مدل لوییچی و تولیو (۲۰۰۵) و الکساندر (۲۰۰۴)).

جدول ۱ ترکیب متغیرهای تحقیق

| متغیرهای مورد بررسی | شاخص‌های مورد بررسی |
|---------------------|---------------------|
| متغیر وابسته        | رفتار سرمایه‌گذار   |
| متغیر مستقل         | آگاهی               |
|                     | سرمایه‌گذاران       |
|                     | نگرش ریسک           |
|                     | ادراک شده           |
|                     | آگاهی مالی          |
|                     | یادگیری اجتماعی     |
|                     | عاطفی               |
|                     | ادراک               |

با توجه به این‌که پرسشنامه مورد استفاده استاندارد می‌باشد برای روایی پرسشنامه از نظرات صاحب‌نظران و خبرگان بازار سرمایه استفاده شده است. همچنین در این تحقیق به منظور تعیین پایایی آزمون از روش آلفای کرونباخ استفاده شده است. این روش برای محاسبه هم‌آهنگی درونی ابزار اندازه‌گیری که خصیصه‌های مختلف را اندازه‌گیری می‌کند به کار می‌رود. برای محاسبه ضریب آلفای کرونباخ ابتدا واریانس نمره‌های هر زیرمجموعه از متغیرها و واریانس کل را محاسبه و سپس با استفاده از فرمول زیر مقدار ضریب آلفا را محاسبه کرده‌ایم. با توجه به ضریب آلفای بدست آمده که نزدیک به

۰/۷۶۰ بود با حذف یک پرسش انسجام و روایی پژوهش بیشتر و نزدیک به ۰/۸۹ یعنی حدود ۹۰٪ شد که متضمن روایی و انسجام پرسش‌های مطرح شده در پژوهش است.

$$r_{\alpha} = \frac{J}{J-1} \left( 1 - \frac{\sum_{j=1}^n S_j^2}{S^2} \right)$$

که در آن :

تعداد زیر مجموعه‌های آزمون = J / واریانس زیر آزمون  $\lambda_m = S_j^2$  / واریانس کل آزمون = S2

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادارند که با کارگزاری موردنظرشان در ارتباط هستند. از آنجایی که کارکنان سرمایه‌گذاری‌ها خود نیز به‌عنوان سرمایه‌گذار در بورس فعالیت می‌کنند، بنابراین کارکنان شرکت‌های کارگزاری و افرادی که از طریق شرکت‌های کارگزاری در بورس سرمایه‌گذاری می‌کنند جامعه‌ی آماری این پژوهش را تشکیل می‌دهند. برای تعیین تعداد نمونه از روش کوکران استفاده می‌شود. فرمول کوکران یکی از پرکاربردترین روش‌ها برای محاسبه حجم نمونه آماری است. تعیین حجم نمونه با استفاده از فرمول کوکران نیازمند آن است که حجم جامعه را بدانید. فرمول کوکران به صورت زیر است:

$$n = \frac{\frac{z^2 pq}{d^2}}{1 + \frac{1}{N} \left( \frac{z^2 pq}{d^2} - 1 \right)}$$

$n$  = حجم نمونه

$N$  = اندازه جامعه

$Z =$  درصد خطای معیار اطمینان قابل قبول که معمولاً  $۹۶/۱$  است.

$p =$  نسبتی از جمعیت فاقد صفت معین (مثلاً جمعیت مردان) که معمولاً  $۰۵/۰$  در نظر میگیرند.

$p-1=q =$  نسبتی از جمعیت فاقد صفت معین (مثلاً جمعیت زنان)

$d =$  درجه اطمینان یا دقت احتمالی مطلوب که می تواند  $۰۱/۰$  یا  $۰۵/۰$  باشد.

بنابراین، با توجه به این که در مجموع ۱۰۷ کارگزاری مجاز در بورس اوراق بهادار تهران مشغول به فعالیت هستند که هر یک با تعداد مشخصی از سرمایه‌گذاران بورس در ارتباط هستند. با استفاده از فرمول کوکران نمونه شامل ۵۱ کارگزاری می‌شود. از آنجایی که جمع‌آوری اطلاعات از این تعداد کارگزاری از طریق پرسشنامه کار مشکلی است، از نمونه‌گیری تصادفی استفاده و از میان کارگزاری‌های موجود، با سرمایه‌گذارانی که در روزهای مختلف در کارگزاری حضور دارند از طریق پرسشنامه مصاحبه نموده‌ایم.

### تجزیه و تحلیل داده‌های اخذ شده از پرسشنامه‌های نرمال شده

نتایج محصول از پژوهش نشان می‌دهد که ۲۵ نفر از پاسخگویان دارای سن ۱۸-۲۷ سال هستند یعنی  $۷/۴۱$  درصد از کل افراد پاسخ دهنده و این موضوع برای افراد ۲۸-۳۶ سال نیز ثابت است یعنی تعداد این افراد نیز ۲۵ نفر است که این دو گروه سنی  $۳/۸۳$  درصد کل پاسخگویان را شامل می‌شوند. همچنین افراد با سن بالای ۴۶ سال در نمونه ی ما وجود نداشت که بیانگر این است که بسیاری از سرمایه‌گذاران در بورس تهران افرادی با سن بالا نیستند.

### بررسی متغیر جنسیت

با توجه به اینکه بیشتر افرادی که در بورس فعالیت می‌کنند مردان هستند و این موضوع به درستی در نمونه‌ی ما نیز لحاظ شده است به نحوی که تعداد مردان برابر ۴۱ نفر (یعنی  $۳/۶۸$  درصد) ولی تعداد زنان برابر با ۱۹ نفر (یعنی  $۷/۳۱$  درصد) است. یعنی در جمعیت نمونه ی ما همان طور که انتظار داشتیم تعداد مردان بیشتر از تعداد زنان بوده است.

### بررسی متغیر سطح تحصیلات

افرادی که کمتر تحصیل کرده اند با روش‌های بورس ناآشنا هستند و خیلی اعتمادی به این روش‌ها نمی‌کنند. به همین دلیل در نمونه‌ی ما نیز هیچ نمونه‌ای با تحصیلات کمتر از دیپلم وجود نداشته است و تعداد افرادی که تحصیلات دیپلم داشته اند برابر با ۲ نفر ولی افرادی که سطح تحصیلات فوق دیپلم یا لیسانس داشته اند بیشترین نمونه یعنی ۴۶ نفر (برابر با ۷/۷۶ درصد) و همین طور افرادی با تحصیلات فوق لیسانس و بالاتر برابر با ۱۲ نفر بوده است (که این موضوع چیز عجیبی نیست با توجه به جامعه‌ی آماری افراد تحصیل کرده این موضوع مشخص است که تعداد افرادی که تحصیلات فوق لیسانس و بالاتر دارند نسبت به افرادی که فوق دیپلم یا لیسانس می‌باشند کمتر است).

### بررسی متغیر درآمد ماهانه

افرادی که درآمد کمتری نسبت به دیگران دارند خیلی افراد ریسک پذیری نیستند و معمولاً دارای سطح تحصیلات کمتری نیز هستند پس انتظار می‌رود که جمعیت کمتری نیز داشته باشند که در نمونه نیز این موضوع به درستی نشان داده شده است

### بررسی متغیر مدت فعالیت در بورس اوراق بهادار

با توجه به این که بورس در ایران از قدمت قدیمی برخوردار نیست و به نسبت دیگر فعالیت‌ها فعالیت تقریباً جدید محسوب می‌شود به همین دلیل ۷/۸۶ درصد افراد کمتر از ۶ سال مدت فعالیت در بورس اوراق بهادار را دارند

جدول ۲: توزیع فراوانی پاسخگویان بر حسب مدت فعالیت در بورس اوراق بهادار

| مدت فعالیت     | فراوانی | درصد فراوانی | درصد تجمعی |
|----------------|---------|--------------|------------|
| ۱ تا ۳ سال     | ۲۳      | ۳/۳۸         | ۳/۳۸       |
| ۴ تا ۶ سال     | ۲۹      | ۳/۴۸         | ۷/۸۶       |
| ۷ تا ۹ سال     | ۸       | ۳/۱۳         | ۰/۱۰۰      |
| بیشتر از ۹ سال | ۰       | ۰            | ۰/۱۰۰      |
| مجموع          | ۶۰      | ۰/۱۰۰        |            |

## بررسی متغیر فاصله معاملات در بورس اوراق بهادار

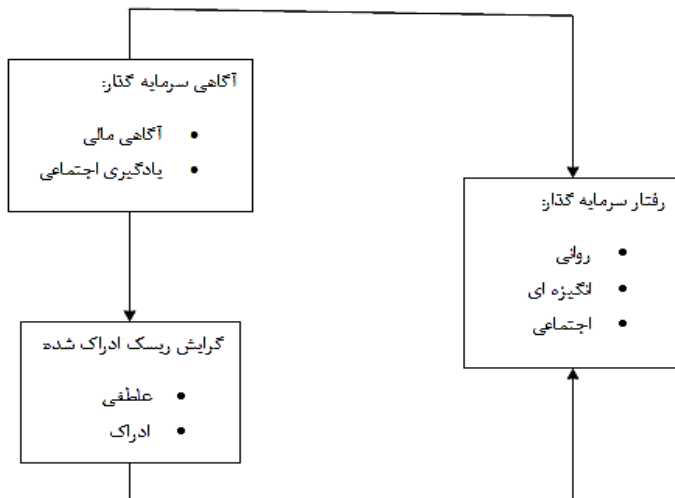
فاصله معاملات در بورس اوراق بهادار برای معاملات مختلف به نسبت متفاوت می‌باشد به نحوی که در نمونه‌ی ما تعداد معاملات هفتگی ۱۴ (۳/۲۳ درصد)، تعداد معاملات ماهانه ۱۹ (۴/۴۸ درصد) و تعداد معاملات سه ماهانه ۱۷ (۳/۲۸ درصد) است.

جدول ۳: توزیع فراوانی پاسخگویان برحسب فاصله معاملات در بورس اوراق بهادار

| فاصله معاملات | فراوانی | درصد فراوانی | درصد تجمعی |
|---------------|---------|--------------|------------|
| هفتگی         | ۱۴      | ۳/۲۳         | ۳/۲۳       |
| ماهانه        | ۱۹      | ۴/۴۸         | ۷/۷۱       |
| سه ماهانه     | ۱۷      | ۳/۲۸         | ۰/۱۰۰      |
| نیم ساله      | ۰       | ۰            | ۰/۱۰۰      |
| سالانه        | ۰       | ۰            | ۰/۱۰۰      |
| مجموع         | ۶۰      | ۰/۱۰۰        |            |

## آزمون فرضیه‌های تحقیق

در این بخش ابتدا فرضیه‌های اشاره شده در پژوهش مورد بررسی و آزمون قرار گرفته و در نهایت به تجزیه و تحلیل و بررسی مساله اصلی تحقیق پرداخته شده است. با توجه به این که به هر سؤال پرسشنامه امتیازی داده شده است، برای پاسخ به فرضیه‌ها از متوسط امتیازات مربوط به سوالات استفاده شده است. بنابراین، با توجه به آزمون‌های آماری مربوط به فرضیات، برای برآورد معنادار بودن متغیرهای پژوهش در رفتار سرمایه‌گذار به بررسی مدل مفهومی پژوهش که به صورت زیر است می‌پردازیم:



(مدل لوییجی و تولیو (۲۰۰۵) و الکساندر (۲۰۰۴))

به هر سؤال پرسشنامه امتیازی بین ۱ تا ۵ داده شده است. بنابراین، با توجه به آزمونهای آماری مربوط به فرضیات، از متوسط امتیازات، نوع تأثیر و میزان اهمیت مشخص می‌گردد و در نهایت اگر احتمال خطا (P-value) کوچکتر از ۵ درصد باشد به این معنی خواهد بود که فرضیه پژوهش قابل قبول است.

## فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: بررسی ارتباط آگاهی سرمایه‌گذاران و نگرش ریسک ادراک شده

$H_0$ : آگاهی سرمایه‌گذاران و نگرش ریسک ادراک شده با یکدیگر ارتباط ندارند.

$H_1$ : آگاهی سرمایه‌گذاران و نگرش ریسک ادراک شده رابطه‌ی معکوس با یکدیگر دارند.

جدول ۴: نتایج حاصله از آماره فرض اول و بررسی آن با درجه آزادی

| مقدار همبستگی | درجه ی آزادی | آماره تی | P-مقدار |
|---------------|--------------|----------|---------|
| - ۰/۸۶۲       | ۵۸           | -۲۳۴/۶۵۱ | ۰۰۴۶/۰  |

با توجه به سطح معناداری ۰/۰۵ و مقدار بدست آمده برای P مقدار ۰/۰۰۴۶ نتیجه می‌گیریم که آگاهی سرمایه‌گذاران و نگرش ریسک ادراک شده رابطه ی معکوس با یکدیگر دارند. از آنجا که داده‌های تحقیق، از نوع کمی هستند، از ضریب همبستگی پیرسون برای آزمون ارتباط بین آنها استفاده شده است که مقدار عددی آن در جدول فوقانی قابل مشاهده است

فرضیه دوم: بررسی ارتباط نگرش ریسک ادراک شده و رفتار سرمایه‌گذار

$H_0$ : نگرش ریسک ادراک شده و رفتار سرمایه‌گذار با یکدیگر ارتباط ندارند.

$H_1$ : نگرش ریسک ادراک شده و رفتار سرمایه‌گذار ارتباط معکوس با یکدیگر دارند.

جدول ۵: نتایج حاصله از آماره فرض دوم و بررسی آن با درجه آزادی

| مقدار همبستگی | درجه ی آزادی | آماره تی  | P-مقدار |
|---------------|--------------|-----------|---------|
| - ۰/۵۶۱       | ۵۸           | - ۵۴۲/۳۶۴ | ۰/۰۱۳۵  |

با توجه به سطح معناداری ۰/۰۵ و مقدار بدست آمده برای P مقدار ۰/۰۱۳۵ نتیجه می‌گیریم که نگرش ریسک ادراک شده و رفتار سرمایه‌گذار ارتباط معکوس با یکدیگر دارند. همانند فرضیه پیشین از آنجا که داده‌های تحقیق، از نوع کمی هستند، از ضریب همبستگی پیرسون برای آزمون ارتباط بین آنها استفاده شده است که مقدار عددی آن در جدول فوقانی قابل مشاهده است.

### فرضیه: بررسی آگاهی سرمایه‌گذاران و نگرش ریسک ادراک شده بر رفتار سرمایه‌گذار

جدول ۶: نام گذاری متغیرها و تخصیص ضرایب بتا

| نقش         | نماد | نام متغیر           |
|-------------|------|---------------------|
| متغیر مستقل |      | آگاهی سرمایه‌گذاران |
| متغیر مستقل |      | نگرش ریسک ادراک شده |
| متغیر پاسخ  |      | رفتار سرمایه‌گذار   |

ضریب بتا معیاری برای محاسبه ریسک سیستماتیک است و می‌تواند به عنوان شاخصی برای رتبه‌بندی ریسک دارایی‌ها و عوامل رفتاری مختلف مورد بحث قرار گیرد. در صورتی که ضریب بتا برای یک رفتار بیشتر از یک باشد، نوسانات تأثیر آن فاکتور بیشتر از سایر عوامل خواهد بود و به آن عامل و دارایی پریسک گفته می‌شود. به عکس عواملی با ضریب بتای کمتر از یک، به مفهوم نوسانات کمتر از نوسانات فاکتورهای قبل است و به آن عوامل کم‌ریسک گفته می‌شود.

### بررسی فرض نرمال بودن باقیمانده‌های مدل رگرسیونی

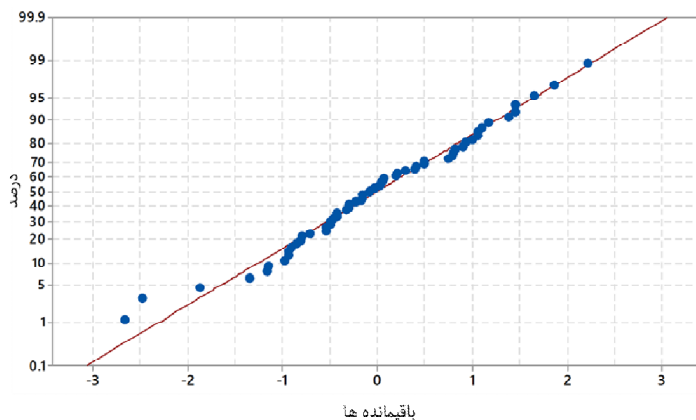
به صورت تحلیلی می‌توان از آماره‌ی شاپیر-ویلک و-ویک استفاده کرد:

جدول ۷: نتایج حاصله از آماره‌ی شاپیر-ویلک و-ویک

| نتیجه | سطح معنی داری | آماره آزمون شاپیر-ویلک و-ویک | متغیر        |
|-------|---------------|------------------------------|--------------|
| نرمال | ۰/۷۵۱         | ۱/۶۴۱                        | باقیمانده‌ها |

از نظر نموداری نیز می‌توان از کاغذ نرمال استفاده کرد. مشاهده می‌کنیم که تقریباً همه‌ی باقیمانده‌ها حول یک خط ثابت هستند پس فرض نرمال بودن به صورت توصیفی نیز برقرار است.



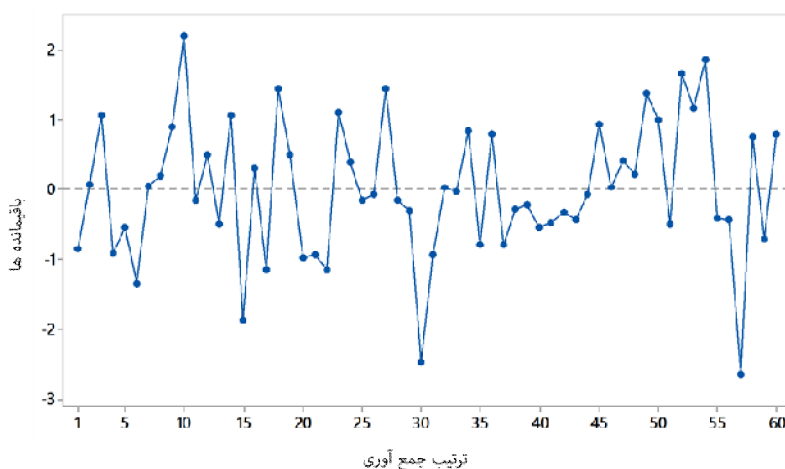


نمودار ۱: نمودار بررسی نرمال بودن باقیمانده ها

• بررسی استقلال باقیمانده ها:

اگر باقیمانده‌ها دارای همبستگی مثبت و همبستگی منفی باشند مدل نامعتبر است. به این منظور نمودار مانده‌ها را در برابر ترتیب زمانی جمع آوری آنها رسم می‌کنیم اگر دارای شکل خاصی نباشد مانده‌ها از هم مستقل اند.

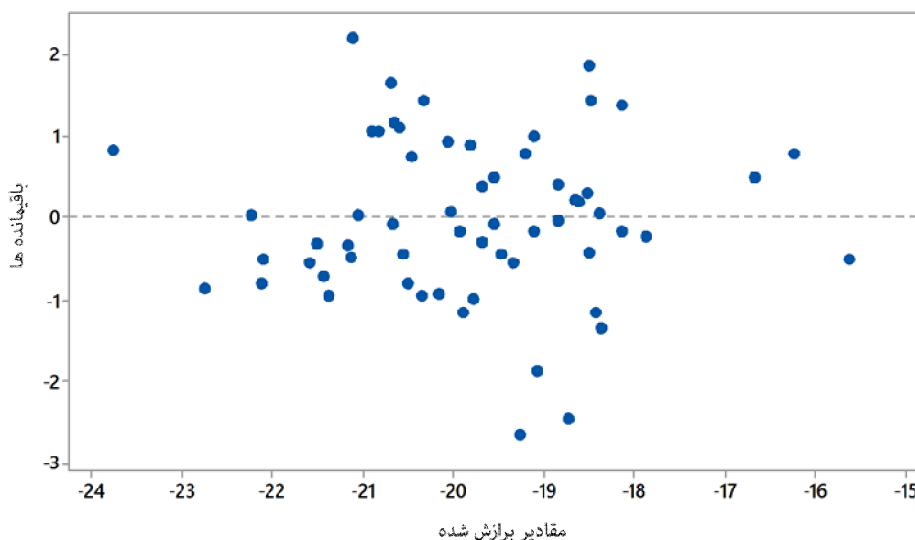
نمودار ۲: نمودار بررسی استقلال باقیمانده ها



### ثابت بودن واریانس خطا

نمودار باقیمانده‌ها بر حسب مقادیر برازش شده اگر شکل خاصی نداشته باشد و باقیمانده‌ها به طور مساوی پراکنده شده باشند در اطراف خط دلیلی بر اعتبار مدل رگرسیونی است.

### نمودار ۳: نمودار بررسی ثابت بودن واریانس خطا



### فرضیه سوم: بررسی آگاهی سرمایه‌گذاران بر رفتار سرمایه‌گذار

$H_0$ : آگاهی سرمایه‌گذاران بر رفتار سرمایه‌گذار با یکدیگر تأثیری ندارد. ( $\beta_1 = 0$ )

$H_1$ : آگاهی سرمایه‌گذاران بر رفتار سرمایه‌گذار با یکدیگر تأثیری دارد. ( $\beta_1 \neq 0$ )

### جدول ۸: نتایج حاصله از آماره و تخمین بتای رگرسیون

| تخمین $\beta_1$ | انحراف استاندارد خطا | آماره تی | P-مقدار |
|-----------------|----------------------|----------|---------|
| -۴/۸۵۰۷         | ۰/۵۶۴۴               | -۸/۵۹۵   | ۰/۰۰۰   |

با توجه به سطح معناداری ۰/۰۵ و مقدار بدست آمده برای P مقدار ۰/۰۰۰ نتیجه می‌گیریم که نگرش ریسک ادراک شده بر رفتار سرمایه‌گذار با یکدیگر تأثیری دارد.

### آزمون فرض نرمال بودن متغیرها:

در ادامه‌ی روند این پژوهش لازم است از نرمال بودن متغیرها مطمئن شویم. برای تعیین نرمال بودن متغیرها بایستی سطح معنی داری بررسی شود، اگر سطح معنی داری از عدد ۰/۰۵ بیشتر بود متغیر نرمال و در غیر این صورت متغیر تحت بررسی غیر نرمال است. ابتدا به بررسی نرمال بودن متغیرهای تحت بررسی به تفکیک می‌پردازیم. به دلیل کم بودن حجم نمونه از آزمون شاپیر-ویلک برای بررسی نرمال بودن استفاده می‌کنیم.

جدول ۹: نتایج آزمون شاپیر-ویلک و متغیرهای مورد بررسی

| ردیف | عوامل               | آماره آزمون شاپیر-ویلک | سطح معنی داری | نتیجه |
|------|---------------------|------------------------|---------------|-------|
| ۱    | آگاهی سرمایه‌گذاران | ۰/۹۷۲                  | ۰/۱۸۹         | نرمال |
| ۲    | نگرش ریسک ادراک شده | ۰/۹۶۷                  | ۰/۴۸۹         | نرمال |
| ۳    | رفتار سرمایه‌گذار   | ۰/۹۷۶                  | ۰/۲۹۹         | نرمال |

### فرضیه چهارم: آزمون همبستگی بین متغیرها

با توجه به نرمال بودن متغیرها در جدول از ضرایب همبستگی پیرسون استفاده می‌کنیم.

جدول ۱۰: نتایج آزمون شاپیر-ویلک - ویلک متغیرهای مورد بررسی

| رفتار سرمایه‌گذار | نگرش ریسک ادراک شده | آگاهی سرمایه‌گذاران | ضرایب همبستگی پیرسون |
|-------------------|---------------------|---------------------|----------------------|
| ۰/۷۸ -            | ۰/۶۷                | ۱/۰۰                | آگاهی سرمایه‌گذاران  |
| ۰/۵۷ -            | ۱/۰۰                |                     | نگرش ریسک ادراک شده  |
| ۱/۰۰              |                     |                     | رفتار سرمایه‌گذار    |

همبستگی‌های مشخص شده در جدول در سطح ۰/۰۵ مورد تأیید هستند که این آزمون همبستگی پیرسون نیز در جهت آزمون رگرسیون است (هر دو آزمون تأیید کننده فرض هستند).

## بحث و نتیجه‌گیری

رفتار سرمایه‌گذاران در بورس، نحوه تصمیم‌گیری، تخصیص منابع پولی، قیمت‌گذاری و ارزیابی بازده شرکت‌ها را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد. شرایط مبهم و اشتباهات شناختی که در روان‌شناسی انسان ریشه دارد، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران اشتباهاتی در شکل‌دهی انتظارات خود داشته باشند و در نتیجه رفتارهای ویژه در هنگام سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی از خود بروز دهند. رفتار سرمایه‌گذاران متأثر از عوامل بسیاری است که یکی از علل اصلی این ابهامات رفتاری عدم آگاهی و دیگری ریسک است. این مسئله مهم باعث می‌شود زمانی که اطلاعاتی تازه منتشر می‌شود شرکت‌کنندگان در بازار به آنها واکنش نشان داده و موجب تغییرات و نوسانات قیمت اوراق بهادار و حجم مبادلات می‌شود. در صورتی که اطلاعات محرمانه و ناهمگون منتشر گردد واکنش‌های متفاوتی را در بازارهای مالی مشاهده خواهیم کرد که این امر تحلیل‌های نادرست و گمراه‌کننده را به همراه خواهد داشت.

بنابراین ارزیابی رابطه بین آگاهی سرمایه‌گذاران، ریسک ادراک شده و رفتار آنها از جهات فوق‌الذکر می‌تواند راهگشای بسیاری از مسایل باشد.

در این تحقیق با استفاده از آزمون همبستگی پیرسون ابتدا اثرات منفی آگاهی سرمایه‌گذاران، ریسک ادراک شده و رفتار آنها را بر رفتار سرمایه‌گذار مورد بررسی قرار دادیم و در نهایت مدلی رگرسیونی برای آن برآزش دادیم.

فرضیه اول تحقیق، بررسی تعیین رابطه‌ی میان آگاهی سرمایه‌گذار و نگرش ریسک ادراک شده در بورس تهران می‌باشد. این هدف در فصل تجزیه و تحلیل اطلاعات مشخص شد که دارای رابطه‌ی معکوس با یکدیگر هستند.

فرضیه دوم تحقیق، بررسی وجود رابطه میان نگرش ریسک ادراک شده و رفتار سرمایه‌گذار در بورس تهران بود. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل اطلاعات، مشخص شد که نگرش ریسک ادراک شده و رفتار سرمایه‌گذار باهم رابطه‌ی منفی دارند.

فرضیه سوم تحقیق، بررسی تعیین میزان تأثیر آگاهی سرمایه‌گذار و ریسک ادراک شده بر رفتار سرمایه‌گذار در بورس تهران بود. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل اطلاعات مدل رگرسیونی، مشخص شد که هردوی این عوامل تأثیر منفی بر رفتار سرمایه‌گذار دارد.

## پیشنهادات کاربردی

۱. برخی از سرمایه‌گذاران و فعالان حوزه مالی به پشتوانه کسب تجربه و حتی در مواقعی مهارت خود، وارد معاملات و تجارت‌هایی می‌شوند که معقول نیست (ناشی از اثر منفی آگاهی سرمایه‌گذار بر رفتار او) که می‌توان با رفتارهای پیش‌بین از این امر جلوگیری و ریسک‌های ناشی از آن را به حداقل رسانید.

۲. سرمایه‌گذار یک حادثه یا واقعه اخیر و یا شرایط ایجاد شده در کوتاه مدت را به آینده یا بلندمدت تعمیم می‌دهد. در چنین حالتی سرمایه‌گذار امروز کاری را انجام می‌دهد که افراد پیروز بازار دیروز انجام داده بودند (ناشی از اثر منفی آگاهی سرمایه‌گذار بر رفتار او).

۳. اگر در موقعیت‌های خرید، پیامدهای منفی به وجود آیند، ممکن است که دست‌یابی به سطح رضایت موردانتظار تحقق نیابد (ناشی از اثر منفی ریسک ادراک شده بر رفتار او). از این رو پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران با آگاهی از تئوری‌های مالی رفتاری، این عوامل را در تصمیم‌گیری‌های خود دخالت دهند.

۴. هیچگاه، عوامل مالی - علمی عاملی مجزا و انحصاری نبوده است، بلکه علوم دیگر را برای رسیدن به اهداف به کمک طلبیده است. این پژوهش‌های پیش‌بینی رفتاری که بیش از یک قرن از پیدایش آن نمی‌گذرد، همواره خود را میان رشته‌ای نشان داده و در حالت کلاسیک و استاندارد خویش از دانش‌های حسابداری، اقتصاد و ریاضی بهره جسته است. بنابراین استفاده از علوم مختلف به خصوص ریاضی و پژوهش‌عملیاتی به عنوان زیر مجموعه‌ی مهمی از آن، به توسعه‌ی دانش مالی و آگاهی‌سازی کمک شایانی نموده است. با ورود علوم دیگر از جمله علوم مربوط به انسان - به عنوان مهمترین عامل در تصمیمات و به خصوص سرمایه‌گذاریها - از جمله روانشناسی و جامعه‌شناسی، افق و دیدگاه تازه‌ای را روبروی علم مالی - سرمایه‌ای به وجود آورده و دربرهای تازه‌ای را برای ورود به مکتب تازه‌ای به عنوان مالی رفتاری در جهت پیشرفت در زمینه‌های اقتصادی در مقابل آن گشوده است. پس می‌توان با ایجاد پایگاه‌های رفتارشناسی و بررسی نگرش و ذائقه مردم هر منطقه و ریسک

پذیر بودن آن‌ها با آموزش و آگاهی بخشی بیشینه‌ی سود مالی را هم نصیب سرمایه‌گذار و هم نهادهای مالی کشور نمود.

۵. یکی از مشکلات کارا شدن بازارهای مالی در کشورهای توسعه نیافته، ارتباط اشخاص تحت نفوذ با دولت و حضور نهادهای دولتی در بازار سرمایه است که کمتر کسی توانسته به صورت مستند و کمی اثر آن را روی رفتار سرمایه‌گذار نشان بدهد. در دورانی که سوهارتو در اندونزی در مسند قدرت بود، بسیاری از شرکت‌های همدست با دولت و برخوردار از رانت در بورس این کشور وجود داشته‌اند. که یک چهارم نوسانات قیمت سهام این شرکت‌ها با بررسی شایعات مربوط به وضعیت سلامتی سوهار تو قابل بحث و توضیح بود! به عبارت دیگر، شرکتهایی که به دلیل ارتباط با وی از رانت اقتصادی برخوردار بودند، هر بار که خبری مبنی بر نامساعد بودن وضع سلامتی سوهار تو (و طبعاً افزایش احتمال کنار رفتنش از قدرت به خاطر وضع جسمی) می‌رسید، قیمت سهامشان کاهش شدیدی پیدا می‌کرد. نسبت ۲۵٪ که عدد بسیار بزرگیست و از بسیاری از فاکتورهای ریسکی که در بازارهای توسعه یافته شناسایی شده پر اهمیت‌تر است گواه آن است که وجود عامل رانت و شایعه تأثیری بسزا در نوع رفتار سرمایه‌گذار و ریسک‌پذیری افراد در بازار سرمایه دارد. از نظر پژوهشگر میتوان با ایجاد پایگاه‌های ثبت شده قابل اعتماد از میزان شایعات و تأثیر آن بر بازار کاسته و با تنظیم نظام نامه‌های حقوقی متقن و قوی از دست‌یابی انحصاری اشخاص به رانت‌ها با جریمه‌های مختلف مالی و به‌طور مثال ممنوعیت سرمایه‌گذاری برای افراد خاطی به هرچه سالم‌تر شدن فضای این بازار همت کرد.

## منابع

### الف: فارسی

۱. آذر مؤمنی، م. (۱۳۸۰). آمار و کاربرد آن در مدیریت. تهران: انتشارات سمت.
۲. مومنی عبدالرضا، موسوی احسان. (۱۳۹۱) چالشهای سرمایه گذاری مخاطره پذیر در ایران. دومین کنفرانس ملی سرمایه گذاری مخاطره پذیر جهاد دانشگاهی.
۳. اسلامی بیگدلی، کردلویی. (۱۳۸۹). مالی رفتاری، مرحله گذار از مالی استاندارد تا نوروفاینانس. مجله مهندسی مالی و مدیریت پورتفوی، ۱.
۴. ام. پمپین، م. (۱۳۸۸). دانش مالی رفتاری و مدیریت مالی. (ترجمه ا. بدری) انتشارات کیهان.
۵. بازرگان، ع. (۱۳۷۶). روشهای تحقیق در علوم رفتاری، انتشارات آگاه، تهران.
۶. برجی دولت آبادی احمد. (۱۳۸۷). رفتار مالی، پارادایم حاکم بر بازارهای مالی. ماهنامه تدبیر، ۱۹۱.
۷. تلنگی امیر. (۱۳۸۳). تقابل نظریه نوین مالی و مالی رفتاری. دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران، ۲۵-۳، ۱۷.
۸. خاکی. (۱۳۸۲). روش تحقیق با رویکردی به پایان نامه نویسی. تهران: انتشارات بازتاب.
۹. دلاور علی. (۱۳۷۴). روشهای تحقیق در روانشناسی و علوم تربیتی. تهران: انتشارات دانشگاه پیام نور.
۱۰. دلاور، ع. (۱۳۸۵)، روش تحقیق در روانشناسی و علوم تربیتی، تهران: ویرایش.
۱۱. سرمد، زهره و همکاران (۱۳۷۸). روشهای تحقیق در علوم رفتاری، انتشارات آگاه، تهران، چاپ دوم.
۱۲. سکاران، ا. (۱۳۸۰)، روشهای تحقیق در مدیریت (ویراست ۱)، م. صائبی و م. شیرازی (مترجمین)، تهران: مرکز آموزش مدیریت دولتی.
۱۳. سینایی، حدادوی، ع. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین شفافسازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، ۲۷، ۴۰-۴۳.
۱۴. طالبی. (۱۳۸۷). از فرضیه بازار کارا تا مالیه رفتاری. نشریه بورس اوراق بهادار، ۷۱.
۱۵. کارمینز، ا. ج. و زلر، ر. (۱۳۸۶)، سنجش روایی و پایایی، م. اسکافی و م. فروغزاده: ۱۳۸۶ (مترجمین)، مشهد، انتشارات جهاد دانشگاهی مشهد.

۱۶. محمدی شاهین، راعی رضا، قالیباف، گل ارضی غلامرضا. (۱۳۸۹). تجزیه و تحلیل رفتار جمعی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل فضای حالت. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی ۴۹-۶۰.

۱۷. ونوس، دیبا، روستا و ابراهیمی، ع. (۱۳۸۳). روش تحقیق در بازاریابی، تهران: انتشارات سمت.

۱۸. هاگن، ر. (۱۳۸۶). نظریه‌های مالی نوین. تهران: انتشارات دانشگاه تهران.

### ب: انگلیسی

1. Barberis, N. , & Thaler, R. (2005). A Survey of Behavioral Finance. National Bureau of Economic Research.
2. Chiang, H. (2005). An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance. Journal of American Academy of Business, 6, 95-101.
3. Cutler, D. , Poterba, J. , & Summers, L. (1989). What Moves Stock Price? Journal of Portfolio Management, 15, 4-12.
4. Dreman, D. , & Lufkin, E. (2000). Investor Overreaction: Evidence that its Basis is Psychological. Journal of Psychology and Financial Markets, 1, 61-75.
5. Fraser, P. (2004). How do U. S and Japanese Investors Process Information, and how do they form their Expectation of Future? Journal of Asset Management, 5, 77-90.
6. Hirshleifer, D. (2001). Investor Psychology and Asset Pricing. Journal of Finance, 56, 1533-1597.
7. Hoitash, R. , Krishnan, M. , & Sankaraguruswamy, S. (2002). Earning Quality and Price Quality.
8. Hsiu, J. (2006). Effect of Financial Information Transparency on Investor Behavior in Taiwan Stock Market. ProQuest Database, 16, 6-22.
9. Meyer, J. Y. (2010). *Reliability*. New York: Oxford University Press.
10. Olsen, R. (1998). Behavioral Finance and its Applications for Price Volatility. Financial Analysts Journal, 54, 10-18.
11. Shiller, R. (2003). Do Stock Prices Move Too Much to be justified by Subsequent Changes in Dividends. American Economic Review, 71, 421-436.
12. Thaler, R. (1999). The End of Behavioral Finance. Financial Analysts Journal, 55.
13. Vishwanath, T. , & Kaufmann, D. (2001). Toward Transparency: New Approach and their Application to Financial. The World Bank Research Observer, 16, 41-57.