

الگوی نگرش رفتاری سرمایه‌گذاران نسبت به ریسک در بازار سرمایه ایران

احمد آرین تبار^{1*}

^{1*} گروه مالی، واحد مشهد، دانشگاه آزاد اسلامی، مشهد، ایران
 ایمیل نویسنده مسئول: Ahmad.Arian@iaau.ac.ir

چکیده

هدف اصلی این پژوهش بررسی عوامل نگرش رفتاری است که می‌تواند بر ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه موثر باشد و می‌تواند نقش مهم در اتخاذ تصمیمات در فرایند سرمایه‌گذاری داشته باشد. در این راستا نقش عوامل جمعیت‌شناختی در تبیین تحمل ریسک سرمایه‌گذاران حقیقی و رفتار ریسک‌پذیری آنان مورد بررسی قرار گرفت. سوال اصلی پژوهش شناسایی تأثیر فاکتورهای جمعیت‌شناختی از جمله: جنسیت، سن، وضعیت تاهل، آموزش، وضعیت شغلی و درآمد بر رفتار ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی می‌باشد. جامعه آماری پژوهش تمام سرمایه‌گذاران سهام‌فعال در بازار بورس است. حجم نمونه بر اساس فرمول کوکران بدست آمده است. تعداد نمونه برگزیده 395 نفر می‌باشد. در این پژوهش، گردآوری اطلاعات به شیوه کتابخانه‌ای و میدانی انجام شده است. برای تأیید روایی و پایایی، علاوه بر استفاده از نظرات کارشناسان خبرگان، با استفاده از تحلیل عاملی و برای بررسی پایایی آزمون آلفای کرونباخ محاسبه شده است برای تحلیل داده‌های حاصل از پرسشنامه‌ها از نرم‌افزار آماری SPSS و Smart pls استفاده شده است. برای بررسی اعتبار یافته‌های پژوهش از شاخص‌های برازش مدل معادلات ساختاری به روش حداقل مربعات جزئی استفاده شد. نتایج بدست آمده از تحلیل عاملی نشان می‌دهد که ریسک‌پذیری افراد متاهل نسبت به افراد مجرد کمتر است. همچنین طبق نتایج بدست آمده سایر فرضیه‌های پژوهش تأیید گردید.

کلیدواژگان: بازار سرمایه، ریسک‌پذیری، ویژگی‌های جمعیت‌شناختی، فعالان بازار سرمایه.

Investors' behavioral attitude pattern towards the Iranian capital market

Ahmad Ariantabar^{*1}

^{*1} Department of Finance, Mashhad Branch, Islamic Azad University, Mashhad, Iran
Corresponding author email: Ahmad.Arian@iau.ac.ir

Abstract

The main goal of this research is to investigate behavioral attitude factors that can affect investors' risk-taking in the capital market and can play an important role in making decisions in the investment process. In this regard, the role of demographic factors in explaining the risk tolerance of real investors and their risk-taking behavior was examined. The main research question is to identify the effect of demographic factors, including gender, age, marital status, education, employment status, and income, on the risk-taking behaviour of real investors. The statistical population of the research is all active stock investors in the stock market. The sample size was obtained based on the Cochran formula. The number of selected samples was 395 people. In this research, data collection was carried out through library and field methods. To confirm validity and reliability, in addition to using expert opinions, factor analysis was used, and Cronbach's alpha test was calculated to examine reliability. SPSS and Smart pls statistical software were used to analyze data from the questionnaires. To examine the validity of the research findings, structural equation model fit indices were used using the partial least squares method. The results obtained from factor analysis show that married individuals are less risk-taking than single individuals. Also, according to the results obtained, other research hypotheses were confirmed.

Keywords: Capital market, risk taking, demographic characteristics, capital market activists.

1. مقدمه

بازار سرمایه عمده‌ترین راه تامین و تخصیص بهینه سرمایه در کشور است. شناخت این بازار و عناصر و ارتباطات موجود در آن یکی از عوامل مهم توسعه بازار سرمایه به حساب می‌آید. یکی از عناصر مهم در این بازار سرمایه‌گذاران می‌باشند. از آنجا که جذب سرمایه‌ها و پس‌اندازهای کوچک و هدایت آنها به سمت توسعه و تامین مالی شرکت‌ها از اهمیت بالایی برخوردار است، شناخت رفتار تأمین‌کنندگان منابع مالی و عوامل مؤثر بر تصمیم‌های اقتصادی آنها همواره موضوعی چالش برانگیز برای دانشگاهیان و حتی شرکت‌کنندگان در بازار بوده است. بازار سرمایه، بازاری است مالی که طبق قواعد و ضوابط معین، خرید و فروش اوراق بهادار در آن انجام می‌شود. سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی تنها بر مبنای تجزیه و تحلیل کمی و رفتار منطقی تصمیم‌گیری نمی‌کنند. در حقیقت واکنش سرمایه‌گذاران ناشی از انتظارات بازار و فعل و انفعالات آن می‌باشد به عبارت دیگر رفتار فعالان بازار سرمایه، متأثر از ادغام علوم روانشناختی، اقتصاد و تصمیم‌گیری‌ها می‌باشد (آرین، 1401).

عواملان اقتصادی بر خلاف نظریه‌های نئوکلاسیک منطقی نیستند و به خاطر ترجیحات شان یا به دلیل خطاهای شناختی، کاملاً عقلایی رفتار نمی‌کنند. عوامل غیر عقلایی همچون ویژگی‌های شخصیتی، فرهنگ، دین و ایدئولوژی احساسات، نظرات دیگران و... از جمله عواملی هستند که نقش به‌سزایی در رفتار و عکس‌العمل افراد در موقعیت‌های مختلف تصمیم‌گیری دارند (میربزرگی و همکاران، 1401).

برای کسانی که نقش روانشناسی در دانش مالی را به عنوان عاملی اثرگذار بر بازارهای اوراق بهادار و تصمیمات سرمایه‌گذاران بدیهی می‌دانند، قبول وجود تردید در مورد اعتبار مالی رفتاری دشوار است. طرفداران دانش مالی رفتاری اعتقاد راسخی دارند که آگاهی از تمایلات روانشناختی و رفتارهای سرمایه‌گذاران در عرصه سرمایه‌گذاری، کاملاً ضروری و نیازمند توسعه جدی دامنه مطالعاتی است. یکی از عوامل مهم جمعیت‌شناختی در تصمیمات سرمایه‌گذاران، ویژگی‌های شخصیتی افراد است. می‌توان از طریق شناسایی ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران و انحرافات رفتار سرمایه‌گذاران و ارایه برنامه‌هایی که تاثیر این انحرافات را در مالی رفتاری کاهش دهد، میزان انحراف از تصمیمات بلند مدت را کاهش داده و به سرمایه‌گذاران برای دستیابی به اهداف مالی بلندمدت خود کمک نمود (احمد بدری، 1388). نظریه پردازان در زمینه تصمیم‌گیری همیشه تلاش کرده‌اند، در مدل‌های خود از دخالت شخصیت و تمایلات رفتاری، در تصمیمات جلوگیری به عمل آورند در حالی که دیدگاه‌های افراد و درجه ریسک‌پذیری و تجربه او در تصمیم‌گیری مؤثر هستند. در حیطه علم مالی رفتاری علاوه بر شخصیت، برخی از سوگیری‌های رفتاری نیز بر رفتار سرمایه‌گذار تاثیر فراوان می‌گذارند. این سوگیری‌ها سبب می‌شوند که رفتار سرمایه‌گذار از حالت عقلایی خود فاصله بگیرد و سبب بروز برخی

مشکلات همچون تشکیل پرتفوی نامناسب، معاملات بیش از اندازه می‌شود. فرا اعتمادی^۱، ناگری^۲، اتکا و تعدیل^۳، خطای پس بینی^۴، خطای دسترسی^۵، خطای تشدید تعهد و خطای تصادفی بودن از جمله سوگیریها و تمایلات رفتاری هستند که در مطالعاتی مورد بررسی قرار گرفته‌اند (رسول سعدی و دیگران، 1389).

یکی از مدل‌های معروف و برتر در زمینه شخصیت مدل پنج عاملی^۶ است. مطالعات و پژوهش‌های زیادی در سال‌های اخیر اعتبار این مدل را تأیید کرده است و آن را مبنای بقیه مدل‌ها می‌داند (نیچلسون و دیگران، 2005).

ریسک‌های مالی که می‌تواند بازارها و بازدهی بازار را تحت تأثیر قرار دهد شامل ریسک سیستماتیک، ریسک رقابت، ریسک بازار، ریسک نقد شوندگی، ریسک تغییرات قیمت سهام، ریسک رویداد، ریسک حاکمیت شرکتی و ریسک‌های اعتباری می‌شود (دانشی و اسماعیل زاده، 1401). رابطه جانشینی ریسک و بازده موضوعی بسیار مهم و کلیدی است. تصمیمات سرمایه‌گذاری بدون در نظر گرفتن رابطه ریسک و بازده بی‌معنی است. تصمیم به اینکه سرمایه‌گذار چه میزان ریسک و چه ریسک‌هایی را چه زمانی و متناسب با ویژگی‌های رفتاری، احساسی و شناختی سرمایه‌گذار باید پذیرفت. این پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که کنترل ریسک رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران چیست؟

2. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

سوگیری خود ارزیابی انحراف بین ارزیابی از خود و یک معیار معتبر است (کوان و همکاران، 2004). مطالعات بسیاری سوگیری خود ارزیابی ریسک‌پذیری را در محیط‌های مالی بررسی کردند. هالاها و همکاران (2004) نشان دادند که کمتر از 5٪ از پاسخ دهندگان قادر به تخمین ریسک‌پذیری واقعی خودشان هستند، و تقریباً 75٪ پاسخ دهندگان تمایل به برآورد کمتر از حد ریسک‌پذیری خودشان هستند. همین نتایج در پژوهش مورشی (2005) نیز بدست آمده است. گربل و روزوفسکی (2009) سوگیری جنسیت را در ارزیابی ریسک‌پذیری آزمون کردند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد که زنان ریسک‌پذیری را کمتر از حد و مردان بیش تر از حد برآورد می‌کنند. حتی بعد از کنترل سن و سطوح درآمد نیز همین نتایج بدست آمد. روزوفسکی و گربل (2005) این موضوع را بررسی کردند که چگونه برنامه ریزان مالی ریسک‌پذیری خودشان و همچنین ریسک‌پذیری واقعی مشتریان را ارزیابی می‌کنند. آنها همچنین بررسی می‌کنند که چگونه مشتریان برنامه‌ریزان مالی با دقت

¹ -Overconfidence

² -Representativeness

³ -Anchoring and Adjustment

⁴ -Conservatism

⁵ -Availability Bias

⁶ -Big Five Model

ریسک‌پذیری خود را ارزیابی می‌کنند. مطالعه آنها نشان می‌دهد که برنامه ریزان مالی قادر به برآورد ریسک‌پذیری خود و مشتریان خود هستند. مشتریان همچنین قادر به برآورد ریسک‌پذیری خود در سطح بسیار بالایی هستند.

پیشینه پژوهش بر ارتباط بین ریسک‌گریزی مالی و سوگیری خود ارزیابی با توجه به ویژگی‌های جمعیت شناختی جنسیت، سن، وضعیت تأهل، تحصیلات، درآمد و ثروت تمرکز دارد (اسکولی و واردن، 2003). در حالی که سن یکی از بارزترین عوامل، مورد بررسی قرار گرفته است، شواهد کاملاً متناقض است. بسیاری از مطالعات به این نتیجه رسیدند که با افزایش سن، ریسک‌گریزی نیز افزایش می‌یابد، در حالی که سایر پژوهش‌گران یا ارتباطی پیدا نکردند یا در بعضی موارد فقط یک رابطه مثبت بدست آوردند. با توجه به تأثیر عامل جنسیت، زنان به طور معمول ترجیح کمتری از ریسک نسبت به مردان نشان می‌دهند (لولن و همکاران، 1978؛ باجلتسمیت و برناسک، 1996؛ پاول و انسیک، 1997؛ گربل، 2000؛ گربل و جو، 2000؛ هالک و ایسنهور، 2001؛ وبر و همکاران، 2005؛ یوئن و چن، 2010). به نظر می‌رسد که وضعیت تأهل نیز با ریسک‌گریزی مرتبط باشد. روززوفسکی (1998) و هارتوگ و همکاران (2002) به این نتیجه رسیدند که افراد مجرد نسبت به افراد متأهل تمایل به ریسک‌گریزی کمتری دارند. در نهایت، یافته‌ها نشان می‌دهد که سطوح ثروت و درآمد با سطوح ریسک‌گریزی رابطه منفی دارد. نتایج همچنین نشان می‌دهد که سطوح بالاتر تحصیلات با ریسک‌گریزی پایین‌تر ارتباط مثبتی دارد. به طور کلی، با توجه به تخمین جنبه‌های شخصیت شخصی خود، فورنهام و چمورو-پرموزیک (2004) به این نتیجه رسیدند که افراد شخصیت خود را در رابطه با افسردگی، قاطعیت و نیاز به موفقیت نسبتاً خوب ارزیابی می‌کنند. با این وجود، با توجه به ساختارهای شخصیتی مشابه در تعریف نگرش ریسک، ارزیابی بسیار دشوارتر است. افراد توانایی کمتری در برآورد تحریک‌پذیری، آسیب‌پذیری یا هیجان‌پذیری خود دارند. علاوه بر این، هسه و وبر (1997) به پاسخ دهندگان معمایی را برای پاسخگویی ارائه می‌دهند تا خودشان را با اعتقاد بر اینکه دیگران چه پاسخی خواهند داد، مقایسه کنند. به عنوان مثال، از پاسخ دهندگان خواسته می‌شود از بین گزینه‌های زیر یکی را انتخاب کنند، الف: دریافت قطعی 1000 دلار. یا ب: انداختن یک سکه و در صورت خط، 2000 دلار یا در صورت شیر 0 دلار دریافت کنید. هسه و وبر (1997) به این نتیجه رسیدند که افراد به طور فرضی خود را با دیگران مقایسه می‌کنند، آنها به طور سیستماتیک ریسک‌پذیری خود را کم‌تر از حد برآورد می‌کنند. مطابق یافته‌های بارون و ساکت (2008)، سوگیری خود ارزیابی وابسته به فرهنگ است. آنها دریافتند که مدیران ژاپنی عملکرد خودشان را از سایر افراد سازمانشان پایین‌تر رتبه بندی می‌کنند. اما در کشورهای دیگر، از جمله هند و چین، این نتایج با یافته‌های غربی قابل مقایسه‌تر است. طبق این یافته‌ها، مدیران معمولاً سطح عملکرد خود را بالاتر از سرپرستان، همسالان یا افراد وابسته خود ارزیابی می‌کنند. لرنر و کلتنر (2001) چارچوب تمایل به ارزیابی را دنبال کردند و به این نتیجه رسیدند که حالت‌های عاطفی همان ارزش ممکن است تأثیرات متفاوتی بر قضاوت و فرآیندهای تصمیم‌گیری داشته باشند.

2.1. ریسک و مفهوم آن

ریسک یکی از عوامل بسیار مهم در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جهت انتخاب طرح‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد و در یک محیط متغیر و پرنوسان، عدم توجه به آن منجر به اتخاذ تصمیمات غلط می‌شود. طبق شواهد تجربی اکثر سرمایه‌گذاران از ریسک‌گریزانند و برای پذیرش ریسک بیشتر، خواهان بازده اضافی هستند. بنابراین بررسی ریسک، مفهوم آن، نحوه محاسبه آن و غیره از اهمیت بسزایی برخوردار می‌باشد. ریسک در زبان عرف عبارتست از خطری که به علت عدم اطمینان در مورد وقوع حادثه‌ای در آینده پیش می‌آید و هر چقدر این عدم اطمینان بیشتر باشد اصطلاحاً گفته می‌شود که ریسک بیشتر است. فرهنگ وبستر ریسک را "در معرض خطر قرار گرفتن" تعریف کرده است. ریسک در زبان چینی به معنای خطر و فرصت بیان گردیده است که شاید بتوان آن را یکی از کاملترین تعاریف ریسک به شمار آورد. گالیتز (1996) ریسک را هر گونه نوسانات در عایدی می‌داند از این تعریف می‌توان استنباط نمود که تغییرات چه مثبت و چه منفی می‌تواند منبع ایجاد ریسک گردد. گیل (2002) ریسک را هر پدیده‌ای تعریف می‌کند که بتواند نتیجه حاصل از آنچه سرمایه‌گذار انتظار دارد را منحرف سازد. دیدگاه دیگری نیز در خصوص تعریف ریسک وجود دارد که تنها به جنبه منفی نوسانات توجه دارد. به عنوان مثال هیوب (1998) ریسک را احتمال کاهش در آینده یا از دست دادن سرمایه تعریف می‌کند. بنابراین می‌توان ریسک یک دارایی را تغییر احتمالی بازده آتی ناشی از آن دارایی دانست که هر چه تغییرپذیری بازده بیشتر باشد، آن دارایی (سرمایه‌گذاری) دارای ریسک بیشتری است. در واقع بدون اینکه فعل مورد نظر رانندگی، سرمایه‌گذاری، راه رفتن در خیابان و غیره باشد هر فردی در معرض ریسک قرار دارد. خصوصیات شخصی فرد و روش زندگی او تعیین‌کننده مقدار ریسکی است که فرد می‌تواند تحمل نماید. به عبارت دیگر ریسک را می‌توان انحراف بازدهی واقعی مورد انتظار فرد تعریف نمود. ریسک یکی از مهمترین دغدغه‌های سرمایه‌گذاران می‌باشد و به عنوان یک معیار مهم جهت تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری است و سرمایه‌گذارانی که بدون در نظر گرفتن میزان ریسک تن به سرمایه‌گذاری می‌دهند، خود را در شرایط زیانباری قرار داده‌اند.

2.2. ریسک‌گریزی و ریسک‌پذیری

ریسک‌گریزی را می‌توان اینطور بیان کرد که سرمایه‌گذاران طرح‌های مخاطره‌آمیز را نمی‌پذیرند مگر اینکه بازده مورد انتظار طرح خیلی زیاد باشد (تهرانی، 1386). سرمایه‌گذاران را می‌توان از نظر پذیرش ریسک به سه دسته تقسیم نمود:

افراد ریسک‌گریز: این افراد استراتژی محافظه‌کارانه دارند. یک شخص ریسک‌گریز ترجیح می‌دهد که بازده مطمئن بدست آورد و در حالتی که درصد احتمال بالای موفقیت مطرح باشد شرکت خواهد کرد.

افراد ریسک‌پذیر: این افراد استراتژی جسورانه دارند و شخص در این حالت خواهان پذیرش ریسک است و تمایل دارد شانس خود را بیازماید.

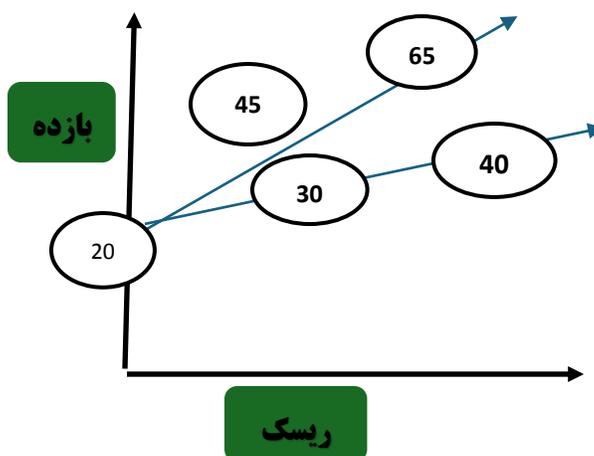
افراد بی تفاوت نسبت به ریسک: سومین گروه افرادی هستند که به اصطلاح آن‌ها را ریسک خنثی می‌نامند. این افراد ارزش پولی را مقدار ارزش اسمی آن می‌دانند (شهر آبادی، 1386).

افراد ریسک پذیر به دلیل بالا بودن میزان بازدهی مورد انتظارشان، معمولاً به سرمایه‌گذاری‌هایی مثل سپرده‌های بانکی، خرید اوراق مشارکت و ... تمایل ندارند.

این دسته از افراد عموماً سرمایه‌گذاری در بورس را ترجیح می‌دهند، بنابراین تجزیه و تحلیل و تعیین ریسک سرمایه‌گذاری برای این گروه از سرمایه‌گذاران بسیار اهمیت دارد. در مقابل، افراد ریسک‌گریز بیشتر علاقه مند به سرمایه‌گذاری در سپرده‌های بانکی یا خرید اوراق مشارکت هستند، چون این گونه سرمایه‌گذاری‌ها تقریباً هیچ گونه ریسکی را متوجه آنها نمی‌کند و بازدهی‌اش، تضمین شده است.

گروه سوم هم افراد بی تفاوت به ریسک هستند، افرادی که به دلایل مختلف، هیچ عکس‌العملی نسبت به فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ریسک‌های مترتب بر آن از خود نشان نمی‌دهند. نمودار زیر تفاوت بین الگوهای تصمیم‌گیری یک سرمایه‌گذار ریسک‌پذیر در مقایسه با یک سرمایه‌گذار ریسک‌گریز، به خوبی نشان می‌دهد (عبدالحمید، 1392).

شکل (1)، رابطه ریسک و بازده را نمایش داده است.



شکل (1): ریسک و بازده

سرمایه‌گذار (الف) حاضر است در ازای دریافت 30٪ بازدهی به میزان مشخصی ریسک کند درحالی که سرمایه‌گذار (ب) در صورتی حاضر است همان اندازه ریسک را متحمل شود که حداقل 45٪ بازدهی کسب کند یعنی 15٪ بیشتر از سرمایه‌گذار الف. همچنین سرمایه‌گذار الف در صورتی که 40٪ بازدهی کسب کند حاضر خواهد شد ریسک بالاتری را بپذیرد درحالی که سرمایه‌گذار (ب) در صورتی ریسک بالاتر را خواهد

پذیرفت که حداقل 65٪ بازدهی بدست آورد. در نتیجه سرمایه‌گذار (الف) در مقایسه با سرمایه‌گذار (ب) راحت‌تر ریسک می‌کند. بنابراین ریسک پذیرتر است. بنابراین هرچه شیب نمودار کمتر باشد نشان دهنده آن است که سرمایه‌گذار قدرت ریسک‌پذیری بالاتری دارد.

2.3. فرآیند سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر

جریان سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر از سرمایه‌گذار به کسب و کارهای نوپا می‌تواند طی یک فرآیند و در چهار گام محقق شود (مایر و رافه‌ی،

2003)

(الف) تأمین مالی.

(ب) ارزیابی ایده، مطالعه امکان‌سنجی، تدوین طرح کسب و کار و نهایتاً سرمایه‌گذاری.

(ج) نظارت و کنترل، مشارکت در راهبری، مشاوره و ارزش افزوده برای شرکت.

(د) خروج موفقیت‌آمیز از صنعت و بازگشت سرمایه برای سرمایه‌گذاران.

2.4. تأمین مالی

امروزه شرکتهای سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بسیاری وجود دارند که تلاش می‌کنند وجوه در دسترسشان را برای سرمایه‌گذاری افزایش دهند. این وجوه می‌توند از منابع گوناگون گرد آید؛ سرمایه‌گذاران رسمی (صندوق‌های بازنشستگی عمومی و خصوصی، شرکت‌های بیمه، بانک‌ها، نهادها و...)، افراد ثروتمند مالکان، سرمایه‌گذاران شرکتی، سازمان‌ها و مراکز دولتی و سرانجام‌اهدایی به موسسات دانشگاهی. سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر منابع را با یک کاسه کردن همه موارد فوق افزایش می‌دهند به این معنی که از مجموعه آنها برای اهداف گوناگون سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند. سرمایه‌گذارهای ریسک‌پذیر در پرو‌ه‌هایی که در مرحله اول قرار دارند معمولاً در چندین نوبت تأمین مالی را به اجرا در می‌آورند به طوری که این امر پیچیدگی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری را تشدید می‌کند. از سوی دیگر تأمین مالی در چند نوبت به سرمایه‌گذار اختیار می‌دهد تا از طریق ساختار دادن و سازماندهی کردن قراردادهای چندگانه بتواند کنترل بیشتری را بر مدیریت اعمال کند. با این وجود حتی نزدیکی و آشنایی با کارآفرین نیز لزوماً منجر به دستیابی و افشای کامل اطلاعات نخواهد شد.

2.5. ارزیابی ایده و سرمایه‌گذاری

هدف سرمایه‌گذاران ریسک پذیر توسعه کسب و کارهای تازه راه اندازی شده و راهبری آنها به سوی رشد و سودآوری مناسب است. نظارت مستمر یک موضوع حیاتی است. اغلب اوقات سرمایه‌گذاران ریسک پذیر در مجموعه ای از شرکت ها قرار می گیرند و با تصمیم‌گیری های استراتژیک درگیر هستند. این سرمایه‌گذاران نه تنها سرمایه موردنظر را تهیه می‌کنند بلکه از تجربیات خود در جهت موفقیت کسب و کار نیز بهره می‌گیرند.

2.6. نظارت و کنترل

شرکت های جدید که با تغییرات شتابان و تندروانه سر و کار دارند با مشکل اختلاف اطلاعاتی میان افراد درون سازمانی و افراد برون سازمانی روبه رو هستند. در چنین مواردی، این نیاز وجود دارد که نظارت نسبتا دقیقی به عمل آید و متخصصان چنین نظارتی ممکن است به بازده های بالاتر از حد معمول برسند. سرمایه‌گذاران ریسک پذیر معمولا نقش فعالی را در تصمیم‌گیری در شرکت هایی که سرمایه‌گذاری کرده اند، ایفا می‌کنند.

همانگونه که در تعریف شرکت سرمایه‌گذاری ریسک پذیر اشاره شد، این شرکت ها در تامین مالی شرکت های کارآفرین تخصص دارند. این ویژگی موجب می شود که همراه با سرمایه خود، تخصص و مدیریت خود را نیز در این شرکت ها وارد کنند. مشاهده می شود که تفاوت این دسته از شرکت ها با نوع سنتی سرمایه‌گذاری، ورود توامان در بعد مالی و انسانی است و علت چنین رویکردی اطمینان از عملکرد مدیرعامل شرکت است. برخی پژوهشات عمده دلیل بازده بالاتر شرکت های کارآفرینی را نقش و ارتباط نزدیک سرمایه‌گذار تخصصی و کارآفرینی اعلام کرده اند. معمولا در شرکت های کارآفرین، حقوق ذیل به طور عمده در اختیار شرکت سرمایه‌گذاری ریسک پذیر قرار می گیرد:

1. حق رای؛ به معنی اعمال حق در مجامع عادی و فوق العاده و در تصمیم گیر یهای رسمی.
2. حق هیات مدیره؛ به معنی عضویت در هیات مدیره و اعمال هدایت، نظارت و تصمیم‌گیری از طریق هیات مدیره و ارجاع به مدیران شرکت برای اجرا.
3. حق نقدینگی؛ برای تعیین پایان مهلت سرمایه‌گذاری و اقدام به فروش شرکت کارآفرین.
4. حق تسویه عملیات فروش دارایی ها و پرداخت بدهی و بستن حساب های شرکت.

2.6. استراتژی خروج

با فرض اینکه سرمایه‌گذاران ریسک پذیر در یک سرمایه‌گذاری به موفقیتی طولانی برسند و شرکت کوچک تبدیل به یک کمپانی بزرگ شود، زمان آن است که به بازده دست یابند. استراتژی های بسیاری برای خروج وجود دارد. از جمله استراتژی های خروج می توان به روش های عرضه

سهام به عموم، عرضه سهام یک شرکت به شرکت‌های دیگر، معاوضه سهام شرکت‌ها، فروش شرکت به شرکت‌های دیگر و فروش به خود شرکت (کارآفرین)، فروش به یک سرمایه‌گذار، عرضه اختیار خرید، تجدید ساختار و سرانجام انحلال اشاره کرد.

در آمریکا انتشار سهام در بورس اوراق بهادار (عرضه عمومی اولیه) از رایج‌ترین روش‌های خروج است. البته در اروپا به این منوال نیست؛ در این قاره و در سال 1997 تنها 7٪ از خروج‌ها این گونه بوده که البته این نگرش در حال تغییر است و این روش خروج در سال 1999 به 20.7٪ رسیده است.

2.7. ریسک مالی و ریسک پذیری سرمایه‌گذاران

سرمایه‌گذاری فرآیندی پیچیده است که دربرگیرنده پردازش چندین عامل و گام‌های متفاوتی است. تصمیمات سرمایه‌گذاران برگرفته از مدل‌های پیچیده مالی می‌باشد. این مدل‌ها مبتنی بر ریسک و بازده مورد انتظار از یک سرمایه‌گذاری و مدل‌های مبتنی بر ریسک قیمت‌گذاری دارایی‌ها، مانند مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌گذاری میباشند. اما تصمیمات همواره بر اساس منابع شخصی و مدل‌های پیچیده اتخاذ نمی‌شوند و در آن عوامل موقعیتی لحاظ نمی‌شوند (کندران و کندران، 2014).

یکی از مفاهیم اساسی در مدیریت مالی، مفهوم ریسک و بازده است. افراد تمایل دارند در اموری سرمایه‌گذاری کنند که دارای بازدهی مورد انتظار بالایی باشد تا مطلوبیت خود را حداکثر سازند. از طرفی میدانیم کسب بازدهی بالا خود نیازمند پذیرش ریسک متناسب با آن است. اکثر نظریه‌های اقتصادی و مالی بر این فرض استوارند که سرمایه‌گذاران در زمان تصمیم‌گیری به صورت کاملاً عقلایی عمل می‌کنند و تمامی جوانب را در نظر می‌گیرند ولی در برخی مواقع عواملی باعث بروز رفتار غیرعقلایی می‌شود و نحوه تصمیم‌گیری آنها را تحت تأثیر قرار میدهد که می‌توان از طریق شناسایی ویژگی‌های شخصیتی و انحرافات رفتاری سرمایه‌گذاران و ارائه برنامه‌هایی که تأثیر این انحرافات را در مالی رفتاری کاهش می‌دهد، میزان انحراف از تصمیمات بلندمدت را کاهش داده و به سرمایه‌گذاران برای دستیابی به اهداف مالی بلندمدت خود کمک نمود. عرصه ظهور علوم رفتاری در مباحث مالی، یک رویکرد جدید نسبت به مطالعات بازارهای مالی است. این رویکرد به این موضوع می‌پردازد که بر خلاف مباحث و نظریه‌های مالی استاندارد، گرایش‌های رفتاری و شناختی می‌تواند بر ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران تأثیرگذار باشد. از مطالعات صورت گرفته در این حوزه می‌توان به اشنابدر (1982)، ویس و بورسکو (1989) و توماس (1988) اشاره نمود که با ارائه مقالات در زمینه مالی- رفتاری نقش مهمی در مدیریت مالی ایفا نموده و سهم عظیمی جهت کمک به سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیمات مالی را دارا می‌باشند.

همچنین در مطالعاتی که فیلیک و همکاران (2005) انجام داده‌اند نشان دادند تیپ‌های شخصیتی توضیح دهنده رفتار سرمایه‌گذاران است (دوستار و همکاران، 1393). تحمل ریسک مالی و رفتار ریسک‌پذیری، از مهمترین پدیده‌ها در شاخه علوم مدیریت، مالی، روانشناسی و اقتصاد

هستند، درک رفتار ریسک مالی افراد می‌تواند برای ارائه‌دهندگان خدمات مالی و سیاستگذاران مفید باشد، چراکه به دنبال ارائه محصولات مالی نوین می‌باشند. تحمل ریسک مالی، از عواملی است که توانایی سرمایه‌گذاران برای انتخاب سرمایه‌گذاری‌های پرریسک را افزایش می‌دهد (اروین، 1993) شخصی که تمایل به ریسک‌ها دارد، رفتارهای ریسک پذیرانه بیشتری، مانند رفتار ریسک‌پذیری مالی از خود نشان خواهد داد که دارای ارتباطی مستقیم با تحمل ریسک مالی میباشد (گریبل و همکاران، 2008). بنابراین، اهمیت درک تحمل ریسک مالی برای سرمایه‌گذاران و ارائه‌دهندگان خدمات مالی، روز به روز در حال افزایش است. در مورد ریسک‌پذیری نیز مطالعات گسترده‌ای انجام شده که تلاش کرده‌اند با استفاده از متغیرهایی مشهود همچون جنسیت، وضعیت تأهل به توضیح آن بپردازند. در این رابطه گفتنی است مطالعات پیشین نشان داده‌اند که زنان نسبت به مردان، محافظه‌کارتر هستند که این تفاوت، برگرفته از خصوصیات شخصی آنان جستجوگر هیجان و جستجوگر احساسات است (روسزکوسکی و همکاران، 1993).

علاوه بر این، سن و عمر افراد یکی از مهمترین و پذیرفته‌ترین عواملی است که تاکنون مطرح شده است. افراد پیر نسبت به افراد جوان، تمایل دارند که ریسک کمتری را بپذیرند، شاید به این خاطر که افراد پیر، زمان کمتری برای دستیابی به اهداف خود دارند (گیبل و لیتون، 1999). بنابر باور عمومی و همچنین شواهد ارائه شده در پژوهش‌ها، زوج‌های متأهل نسبت به افراد مجرد، گرایش بیشتری به مسئولیت‌پذیری دارند. زوج‌های متأهل به علت تعهدات مالی که دارند و شمار بیشتر وابستگی‌ها، ریسک‌های مالی کمتری را می‌پذیرند. از سوی دیگر، افراد آموزش‌دیده به‌علت توانایی بهتری که در ارزیابی ریسک و بازده سرمایه‌گذاری دارند، ریسک بیشتری را تحمل می‌کنند. علاوه بر این، نتایج پژوهشات و باور عمومی موید این موضوع است که افراد شاغل انفرادی و کسانی که به‌طور مستقل فعالیت می‌کنند نسبت به کسانی که حقوق‌بگیر هستند، گرایش بیشتری به ریسک‌پذیری بالا و گزینش سرمایه‌گذاری‌های دارای ریسک بالاتر دارند (ماکریمان و وهرانگ، 1986) همچنین، ماکریمان و وهرانگ (1986) معتقدند که افراد عموماً تلاش می‌کنند که بخشی از درآمد خود را صرف سرمایه‌گذاری کنند تا ارزش دارایی‌های خود را افزایش دهند. کسانی که درآمد بالاتری را دارا می‌باشند، تمایل دارند که ریسک‌بالاتری را نسبت به افراد با درآمد پایینتر بپذیرند. باتوجه به جمیع توضیحات ارائه شده، انتظار می‌رود عوامل شخصیتی و جمعیت‌شناختی در تحمل ریسک مالی و رفتار ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران موثر باشند. دوستار و همکاران (1396) در پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر رفتار توده‌وار در ریسک‌پذیری مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران» به این نتیجه رسیدند که بین ریسک‌پذیری و رفتار توده‌وار مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری، رابطه‌ای معکوس وجود دارد.

ابراهیمی و همکاران (1396) در پژوهشی با عنوان «ارزیابی اهمیت ویژگی‌های شخصیتی تحلیل‌گران بازار سرمایه به‌عنوان بعد سوم موفقیت آن‌ها» به این نتیجه رسیدند که ارتباط معنی‌داری بین ویژگی‌های برون‌گرایی، سازگاری، مسئولیت‌پذیری و کنترل شخصی با درجه ریسک‌گریزی

تحلیل‌گران وجود دارد. اما هیچ ارتباط معنی داری بین ویژگی‌های شخصیتی و بازده پرتفوی تحلیل‌گران مشاهده نشد. علاوه بر آن بین نوع تحلیل بنیادی یا تکنیکال تحلیل‌گران و درجه ریسک‌گریزی آن‌ها نیز ارتباط معنی داری مشاهده نشده است.

محمدزاده و همکاران (1398) ارایه مدلی برای بررسی تأثیرات ترکیبی ریسک‌پذیری، ویژگی‌های فردی و فرهنگی بر بروز رفتار توده وار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که مدل ارایه شده از برازش مطلوبی برای بیان ارتباط عوامل موثر بر بروز رفتار توده وار سرمایه‌گذاران برخوردار است و می‌تواند ارتباطات و اثرات میانجی بین ویژگی‌های فردی و فرهنگی، ریسک‌پذیری و رفتار توده وار را در سرمایه‌گذاران مشخص نماید.

لئو و همکاران (2016) در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه بین ویژگی‌های شخصیتی و ترجیحات ریسک سرمایه‌گذاری» براساس نمونه‌ای متشکل از 600 نفر سرمایه‌گذار از بورس یونان و هنگ‌کنگ به این نتیجه رسیدند که ویژگی‌های شخصیتی رابطه معناداری با ترجیحات ریسک سرمایه‌گذاری دارد.

تاوور (2019) در پژوهشی با عنوان «نگرش نظری و رفتار واقعی افراد نسبت به ریسک» به این نتیجه رسیدند که براساس نمونه کل، افراد در رفتار واقعی خودشان نسبت به نگرش ذهنی از نوع غیر مستقیم خودشان تمایل به سطح ریسک‌گریزی کمتری دارند در حالی که، افراد در رفتار واقعی خودشان نسبت به نگرش ذهنی از نوع مستقیم خودشان تمایل به سطح ریسک‌گریزی بیشتری دارند. نتایج همچنین نشان می‌دهد که براساس زیرگروه‌های جمعیت شناختی، با توجه به جنسیت، سن و وضعیت تأهل، سطح ریسک‌گریزی در نگرش نظری متفاوت است. اما هیچ کدام از زیرگروه‌های جمعیت شناختی در سطح ریسک‌گریزی در رفتار واقعی تأثیرگذار نیستند. نتایج همچنین نشان می‌دهد سطح ریسک‌گریزی در نگرش ذهنی با سطح ریسک‌گریزی در رفتار واقعی رابطه مثبتی دارد.

با توجه مبانی نظری مطرح شده فرضیه‌ها به شرح زیر تدوین شده‌اند.

2.8. فرضیه‌های پژوهش

فرضیه 1: جنسیت بر نگرش نظری نسبت به ریسک‌پذیری تأثیر دارد.

فرضیه 2: وضعیت تأهل بر نگرش نظری نسبت به ریسک‌پذیری تأثیر دارد.

فرضیه 3: سن بر نگرش نظری نسبت به ریسک‌پذیری تأثیر دارد.

فرضیه 4: درآمد بر نگرش نظری نسبت به ریسک‌پذیری تأثیر دارد.

فرضیه 5: تحصيلات بر نگرش نظری نسبت به ريسک‌پذیری تأثیر دارد.

فرضیه 6: وضعیت شغلی بر نگرش نظری نسبت به ريسک‌پذیری تأثیر دارد.

فرضیه 7: نگرش نظری نسبت به ريسک‌پذیری بر رفتار واقعی نسبت به ريسک‌پذیری تأثیر دارد.

3. روش‌شناسی پژوهش

این مقاله از جنبه هدف، از نوع پژوهشات کاربردی به شمار می‌رود، زیرا نتایج حاصل از آن می‌تواند در تصمیمات کارگزاران، تحلیل‌گران، سرمایه‌گذاران و شرکتهای سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار گیرد. در این مقاله از هر دو روش گردآوری اطلاعات یعنی روش‌های کتابخانه‌ای و روش‌های میدانی استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش حاضر کلیه خریداران سهام اعم از اشخاص حقیقی که در بورس فعال هستند می‌باشند. نمونه نیز با استفاده از فرمول نمونه‌گیری جامعه نامحدود انتخاب می‌شود. برای تعیین حجم نمونه ساده‌ترین روش استفاده از فرمول کوکران می‌باشد. تعداد نمونه برگزیده برای خریداران سهام و تحلیلگران بازار سرمایه، 395 نفر می‌باشد که پس از حذف پرسشنامه‌های ناقص 370 پرسشنامه وارد تحلیل شدند. قلمرو زمانی این پژوهش نیمسال اول 1403 می‌باشد و پرسشنامه‌ها در کارگزاری‌های بورس و اوراق بهادار تهران، شرکت‌های تامین سرمایه و همایش‌های مالی در بین شرکت‌کنندگان توزیع شد. ابزار اندازه‌گیری متغیرهای پرسشنامه می‌باشد.

ريسک‌پذیری: برای اندازه‌گیری ريسک‌پذیری از پرسشنامه تکه و ییلماز (2015) استفاده شد. این پرسشنامه دارای 4 سؤال است. سؤالات بر اساس طیف لیکرت پنج درجه‌ای از کاملاً مخالفم (1) تا کاملاً موافقم (5) اندازه‌گیری شدند.

(1) از دست دادن دستمزد، بسیار خطرناک و نگران‌کننده است.

(2) ورشکستگی بسیار خطرناک و نگران‌کننده است.

(3) اعلام فرارسیدن سررسید بدهی از طرف طلبکاران، بسیار خطرناک و نگران‌کننده است.

(4) از دست دادن مالکیت خودروی شخصی، بسیار خطرناک و نگران‌کننده است.

جنسیت: مرد = 1؛ و زن = صفر (تکه و ییلماز، 2015)

سن: عمر یا سن پاسخ‌دهنده به سال (تکه و ییلماز، 2015)

وضعیت تأهل: متأهل = صفر؛ و مجرد = 1 (تکه و ییلماز، 2015)

تحصیلات: تحصیلات آکادمیک و دانشگاهی در مورد سرمایه‌گذاری و بورس دیده باشد = 1؛ در غیر این صورت = صفر (تکه و بیلماز، 2015)

وضعیت شغلی: شاغل شخصی شغل آزاد = 1؛ حقوق‌بگیر = صفر (تکه و بیلماز، 2015)

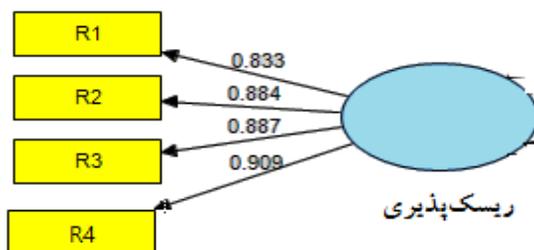
درآمد سالانه: مقدار ریالی درآمد سالانه شخص پاسخ‌دهنده (تکه و بیلماز، 2015)

در تجزیه و تحلیل داده‌ها از تحلیل توصیفی برای ایت‌های جمعیت شناختی استفاده شده است. در این مقاله از مدل‌سازی معادلات ساختاری استفاده می‌کند که برای تخمین شبیه‌سازی و آزمون روابط بین متغیرها استفاده شد.

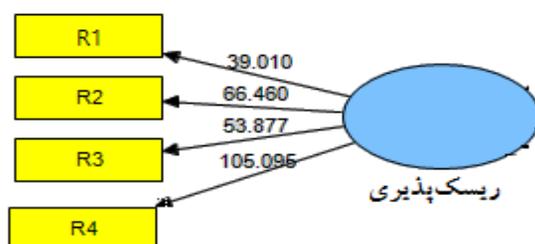
4- تجزیه تحلیل داده‌ها

در این پژوهش رابطه معناداری جنسیت، سن، وضعیت شغلی، درآمد سالانه و تحصیلات با ریسک‌پذیری بررسی خواهد شد. شکل (2) نتایج تأیید عاملی تأییدی ریسک‌پذیری، شکل (3) ضرایب تی نتایج تحلیل عاملی تأییدی ریسک‌پذیری، و جدول (1) پایایی ترکیبی و میانگین واریانس استخراج شده ریسک‌پذیری را نشان می‌دهد.

4.1. تحلیل عاملی تأییدی ریسک‌پذیری



شکل (2): نتایج تأیید عاملی تأییدی ریسک‌پذیری



شکل (3): ضرایب تی نتایج تحلیل عاملی تأییدی ریسک‌پذیری

جدول (1) : پایایی ترکیبی و میانگین واریانس استخراج شده ریسک‌پذیری

متغیر / شاخص	cp	AVE	α
ریسک‌پذیری	0.93	0.77	0.90

در شکل‌های (1) الی (3) و جدول (1) نتایج تحلیل عاملی تأییدی ریسک‌پذیری آورده شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، تمام سؤال‌ها بارهای معناداری روی ریسک‌پذیری دارند.

4.2. بررسی اعتبار ابزارهای اندازه‌گیری

جدول (2) : بارهای عاملی متقاطع برای بررسی روایی

ریسک‌پذیری	سؤال / متغیر
0.52	TR ₁
0.44	TR ₂
0.48	TR ₄
0.83	R ₁
0.88	R ₂
0.89	R ₃
0.91	R ₄

با توجه به جداول فوق تمامی ابعاد بیشترین بار عاملی را بر سازه خودشان دارند و حداقل فاصله بین بارعاملی مربوط به سازه خودشان بیش از 0.1 می‌باشد که نشان می‌دهد سازه‌های پژوهش از روایی مناسبی برخوردار هستند. در جدول 3 نتایج مربوط به بررسی همبستگی و ملاک دوم روایی گزارش شده اند.

جدول (3) : ماتریس همبستگی و جذر میانگین واریانس استخراج شده

متغیر	1	2	3	4	5	6	7
سن	1.00000						
جنسیت	0.14	1.000000					
وضعیت تاهل	0.35	0.33	1.000000				

			1.000000	0.24	0.54	0.30	وضعیت شغلی
		1.000000	0.35	0.34	0.46	0.40	درآمد سالانه
	1.000000	0.49	0.27	0.33	0.45	0.34	آموزش حرفه ای
1.000000	0.45	0.47	0.40	-0.35	0.49	-0.50	ریسک پذیری

با توجه به جدول (3)، جذر میانگین واریانس استخراج شده تمامی متغیرهای پژوهش بیشتر از همبستگی آنها با متغیرهای دیگر است. بنابراین ملاک دوم بررسی روایی واگرا متغیرهای پژوهش برقرار است. علاوه بر این اعداد زیر قطر ماتریس همبستگی برای بررسی رابطه بین متغیرها گزارش شده است. همانطور که مشاهده می‌شود ضریب همبستگی جنسیت، وضعیت شغلی، درآمد سالانه و تحصیلات با ریسک پذیری مثبت و معنادار است اما ضریب همبستگی سن و وضعیت تأهل با ریسک پذیری منفی و معنادار است.

4.3. شاخص‌های توصیفی متغیرهای اندازه گیری شده

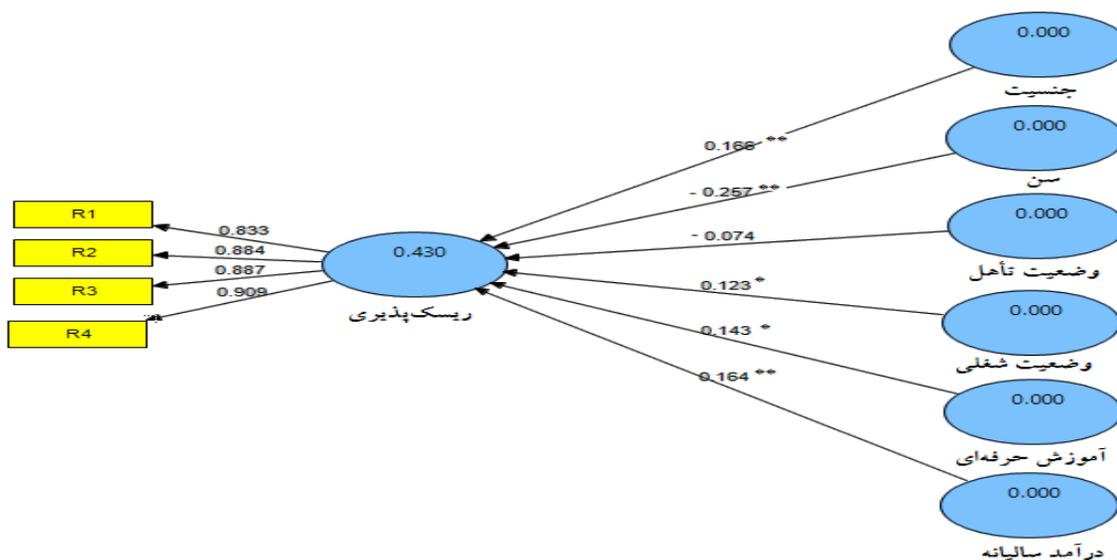
جدول (4): اطلاعات آماری مربوط به متغیرهای اصلی پژوهش

شاخص‌ها	رفتار واقعی	ریسک پذیری
تعداد	370	370
میانگین	4.13	3.29
انحراف استاندارد از میانگین	0.03	0.095
انحراف معیار	0.56	1.45

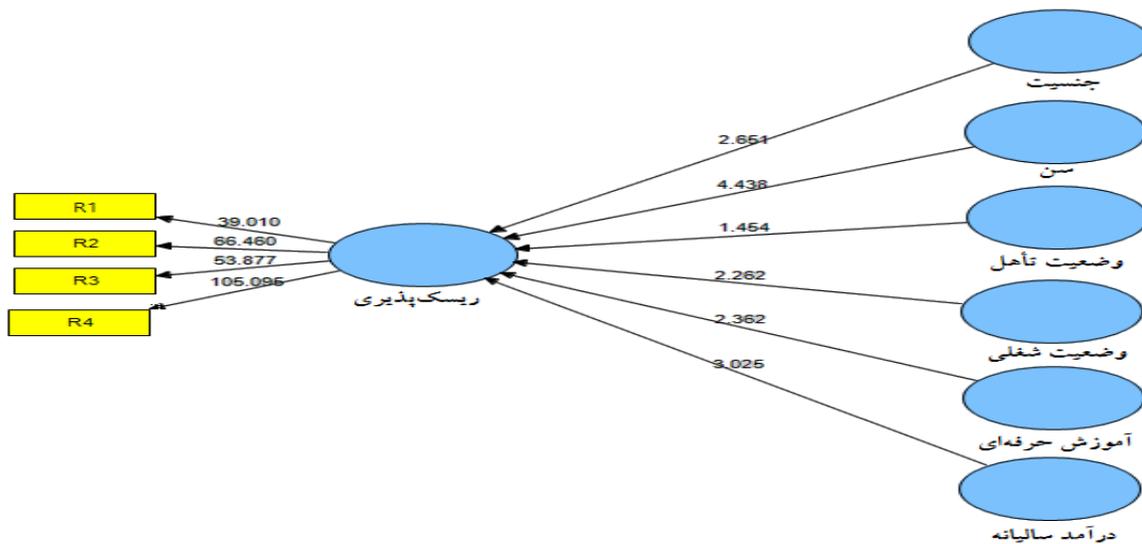
لازم به ذکر است که هر کدام متغیرهای بالا، چند سوال در پرسش‌نامه را به خود اختصاص داده‌اند که مقادیر آن‌ها از میانگین ارزش این سوالات استخراج شده است.

4.4. آزمون الگوی ساختاری ریسک پذیری

برای پیش بینی ریسک‌پذیری، الگوی مفهومی پیشنهاد شده از طریق روش الگویابی معادلات ساختاری بررسی و با توجه به فرضیه‌های پژوهش، از روش حداقل مجزورات جزئی برای برآورد الگو استفاده شد. شکل (4)، الگوی آزمون شده پژوهش را نمایش داده است.



شکل (4): الگوی آزمون شده پژوهش



شکل (5): ضرایب تی الگوی آزمون شده پژوهش

شکل (5) ضرایب تی مسیره‌های پژوهش را نشان می‌دهد ضرایب تی بالای ± 1.96 تا ± 2.58 در سطح 0.05 معناداری می‌باشد و ضرایب تی بالاتر از ± 2.58 در سطح 0.01 معنی‌دار هستند. همچنین در جدول 5 برآورد ضریب مسیر و واریانس تبیین شده مدل پژوهش گزارش شده است.

جدول (5) : ضرایب مسیر و واریانس تبیین شده

متغیرها	ضرایب مستقیم	واریانس تبیین شده
به روی سطح ریسک پذیری از:		
سن	0.26	0.43
جنسیت	0.17	
وضعیت تأهل	-0.07	
شغل	0.12	
درآمد سالیانه	0.16	
آموزش حرفه ای	0.14	

با توجه جدول (5) به تأثیر جنسیت، وضعیت شغلی، درآمد سالانه و آموزش حرفه ای بر ریسک پذیری مثبت و معنادار است. تأثیر سن بر ریسک پذیری منفی و معنادار است. اما تأثیر وضعیت تأهل بر ریسک‌پذیری معنادار نیست.

جدول (6) اعتبار اشتراک و حشو متغیر ریسک‌پذیری را نشان می‌دهد. همانطور که در جدول مشاهده می‌شود مقادیر اعتبار اشتراک و حشو مثبت هستند که نشان دهنده ی کیفیت مناسب و قابل قبول مدل پژوهش حاضر می‌باشند.

جدول (6) : اعتبار اشتراک و حشو متغیرها

متغیرهای پژوهش	Q2 (CV-Redundancy)	CV- Communality
ریسک پذیری	0.106	0.722

4.5. برازش مدل ساختاری

در نهایت جهت نشان دادن اعتبار یافته‌های مدل پژوهش از شاخص‌های برازش مدل‌های معادلات ساختاری به روش حداقل مربعات جزئی استفاده شد. در پژوهش حاضر برای الگوی آزمون شده شاخص برازش مطلق GOF، $0/57$ به دست آمد که مقدار به دست آمده برای این شاخص برازش نشانگر برازش مناسب الگوی آزمون شده است.

5. نتیجه‌گیری

در مجموع می‌توان گفت که تحمل ریسک مالی و رفتار ریسک‌پذیری، از مهمترین پدیده‌ها در شاخه علوم مدیریت، مالی، روانشناسی و اقتصاد هستند (روسزکوسکی و همکاران، 1993). درک رفتار ریسک مالی افراد می‌تواند برای ارائه دهندگان خدمات مالی و سیاستگذاران مفید باشد، چراکه به دنبال ارائه محصولات مالی نوین می‌باشند. تحمل ریسک مالی، از عواملی است که توانایی سرمایه‌گذاران برای انتخاب سرمایه‌گذاری‌هایی با ریسک زیاد را افزایش می‌دهد (اروین، 1993) شخصی که تمایل به ریسک‌ها دارد، رفتارهای ریسک‌پذیرانه بیشتری مانند رفتار ریسک‌پذیری مالی از خود نشان خواهد داد که دارای ارتباطی مستقیم با تحمل ریسک مالی می‌باشد (گریبل و همکاران، 2008) در مورد ریسک‌پذیری نیز مطالعات گسترده‌ای انجام شده که تلاش کرده‌اند با استفاده از متغیرهایی مشهود همچون جنسیت، وضعیت تأهل و... به توضیح آن بپردازند. نتایج نشان داد که مردان نسبت به زنان ریسک‌پذیرتر هستند. مطالعات پیشین نشان داده‌اند که زنان نسبت به مردان، محافظه‌کارتر هستند که این تفاوت، برگرفته از خصوصیات شخصی آنان جستجوگر هیجان و جستجوگر احساسات است (روسزکوسکی و همکاران، 1993). نتایج در رابطه با تأثیر سن بر ریسک‌پذیری همخوان با پژوهش‌های قبلی است. نتایج نشان داد که سن تأثیر معناداری بر ریسک‌پذیری دارد پژوهش‌های قبلی نیز نشان داده‌اند که افراد پیرتر نسبت به افراد جوان، تمایل دارند که ریسک کمتری را بپذیرند، شاید به این خاطر که افراد پیرتر، زمان کمتری برای دستیابی به اهداف خود دارند (گیبل و لیتون، 1999 و 1999). نتایج در رابطه با تأثیر وضعیت تأهل بر ریسک‌پذیری در تضاد با پژوهش‌های قبلی است. نتایج نشان داد که وضعیت تأهل تأثیر معناداری بر ریسک‌پذیری ندارد اما بنا بر باور عمومی و همچنین شواهد ارائه شده در پژوهش‌ها، زوج‌های متأهل نسبت به افراد مجرد، گرایش بیشتری به مسئولیت‌پذیری دارند (لی و هنا، 1991) زوج‌های متأهل به علت تعهدات مالی که دارند و شمار بیشتر وابستگی‌ها، ریسک‌های مالی کمتری را می‌پذیرند. نتایج نشان داد که افراد با تحصیلات ریسک‌پذیرتر هستند. افراد آموزش دیده به علت توانایی بهتری که در ارزیابی ریسک و بازده سرمایه‌گذاری دارند، ریسک بیشتری را تحمل می‌کنند (العجمی، 2008). نتایج نشان داد که افراد با شغل آزاد ریسک‌پذیرتر هستند. زیرا افراد شاغل انفرادی و کسانی که به‌طور مستقل فعالیت می‌کنند نسبت به کسانی که حقوق بگیر هستند، گرایش بیشتری به ریسک‌پذیری بالا و گزینش سرمایه‌گذاری‌های دارای ریسک بالاتر دارند (ماکریمان و وهرانگ، 1986). نتایج نشان داد که افراد با درآمد بیشتر و ریسک‌پذیرتر هستند. در این راستا ماکریمان و وهرانگ (1986) معتقدند که افراد عموماً تلاش می‌کنند که

بخشی از درآمد خود را صرف سرمایه‌گذاری کنند تا ارزش داراییهای خود را افزایش دهند. کسانی که درآمد بالاتری را دارا میباشند، تمایل دارند که ریسک بالاتری را نسبت به افراد با درآمد پایینتر بپذیرند.

5.1. پیشنهاداتی مبتنی بر نتایج فرضیه

1. نتایج نشان داد که تحصیلات (آموزش حرفه ای) بر ریسک پذیری تأثیرگذار است. بنابراین به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که در دوره های آموزش حرفه‌ای یا آکادمیک و دانشگاهی در مورد سرمایه‌گذاری و بورس شرکت کنند تا ریسک‌پذیری آنان افزایش پیدا کند زیرا سرمایه‌گذاری نیازمند ریسک‌پذیری و افزایش سطح تحمل افراد است.

2. نتایج نشان داد درآمد سالیانه بر ریسک‌پذیری تأثیرگذار است. بنابراین به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که تنها منبع درآمد آنان سرمایه‌گذاری در بورس نباشد و منابع درآمدی دیگری جهت افزایش ریسک‌پذیری داشته باشند.

3. نتایج نشان داد وضعیت شغلی بر ریسک‌پذیری تأثیرگذار است. بنابراین پیشنهاد می‌شود که افراد حقوق بگیر تا حد امکان از سرمایه‌گذاری در بورس پرهیز کنند زیرا افراد با شاغل آزاد نسبت به کسانی که حقوق بگیر هستند، گرایش بیشتری به ریسک‌پذیری بالا و گزینش سرمایه‌گذاری های دارای ریسک بالاتر دارند.

4. نتایج نشان داد جنسیت بر ریسک‌پذیری تأثیرگذار است. بنابراین پیشنهاد می‌شود که زنان از سرمایه‌گذاری در شغل‌های با ریسک‌پذیری بالا پرهیز کنند چنین شغل‌هایی نیازمند سطح تحمل ریسک بالایی هستند که زنان کمتر دارای چنین ویژگی هستند.

5.2. پیشنهاداتی برای پژوهشات آتی

1. همانطور که عنوان شد در پژوهش حاضر تنها نمونه ای از خریداران سهام اعم از اشخاص حقیقی که در بورس فعال بودند شرکت کرده اند. پیشنهاد می‌شود مدل ارائه شده در این پژوهش بصورت طولی جهت اطمینان از یافته ها نیز به اجرا در آمده و نتایج مربوط به آن با نتایج این پژوهش مقایسه شود.

2. رویکرد پژوهش حاضر رویکرد کمی بوده است پیشنهاد می‌شود در پژوهش های آینده رویکرد پژوهش کیفی و یا تلفیقی از رویکرد کیفی و کمی (روش آمیخته) در ارائه الگویی برای شناسایی عوامل مؤثر بر ریسک‌پذیری استفاده شود.

3. محققان آینده می‌توانند دیگر عوامل مؤثر بر و ریسک‌پذیری را به مدل این پژوهش اضافه کرده و مجدداً به آزمون مدل بپردازند.

منابع

- آرین تبار، احمد. (1400). ویژگی‌های سرمایه‌گذاران و ریسک‌پذیری مالی در بازار سرمایه. تحلیل بازار سرمایه. دوره 1، شماره 2، ص 1-23.
- دوستار، محمد؛ محمدنژاد، علی رضا؛ جوادیان لنگرودی، مریم (1396). بررسی تأثیر رفتار توده‌وار در ریسک‌پذیری مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تأمین مالی. دوره 5، شماره 2، صص 129-148.
- میرهاشمی نسب، سید امیرحسین، محمدزاده، امیر، نوربخش لنگرودی، محسن محمد، آخوندی، نسرين؛ (1398) آرایه مدلی برای بررسی تاثیرات ترکیبی ریسک‌پذیری، ویژگی‌های فردی و فرهنگی بر بروز رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران فصلنامه چشم انداز مدیریت مالی، پیاپی 28 صفحات: 65-90
- ابراهیمی، خدیجه؛ دستگیر، محسن؛ لطیفی، زهره (1396). ارزیابی اهمیت ویژگی‌های شخصیتی تحلیل‌گران بازار سرمایه به عنوان بعد سوم موفقیت آن‌ها. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، شماره 22، صص 87-100.
- Bailey, J. J., & Kinerson, C. (2005). Regret avoidance and risk tolerance. *Financial Counseling and Planning*, 16(1), 23–28.
- Camerer, C. F. and Weber, M. (1992). Recent developments in Modeling preferences: Uncertainty and ambiguity. *Journal of Risk and Uncertainty*, 5, 325–370.
- Chang, C. C., DeVaney, S. A., & Chiremba, S. T. (2004). Determinants of subjective and objective risk tolerance. *Journal of Personal Finance*, 3(3), 53–67.
- Chen, T. (2013). Do Investors Herd in Global Stock Markets?. *Journal of Behavioral Finance*, 14(3), 230-239.
- Coleman, S. (2003). Risk tolerance and the investment behavior of Black and Hispanic heads of household. *Financial Counseling and Planning*, 14(2), 43–52.
- De Long, B., Shleifer, A., Summers, L. and Waldman, R. (1990). Noise Trader Risk in Financial Markets. *Journal of Political Economy*, 98, 703-738.
- Delpechitre, D., & DeVaney, S. A. (2006). Credit card usage among White, African American, and Hispanic households. *Consumer Interests Annual*, 52, 466–472.

Finke, M. S., & Huston, S. J. (2003). The brighter side of financial risk: financial risk tolerance and wealth. *Journal of Family and Economic Issues*, 24(3), 233–256.

Frankfurter, G. M., & McGoun, E. G. (2002). Resistance is Futile: The Assimilation of Behavioral Finance. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 48, 375-389.

Ghosh, D. and Ray, M. R. (1992). Risk attitude, ambiguity intolerance and decision making: An exploratory investigation. *Decision Sciences*, 23(2), 431–444.

Grable, J. E., & Joo, S.-H. (2004). Environmental and biopsychosocial factors associated with financial risk tolerance. *Financial Counseling and Planning*, 15(1), 73–82.

Grable, J. E., & Lytton, R. H. (1999b). Assessing financial risk tolerance: do demographic, socioeconomic, and attitudinal factors work. *Family Relations and Human Development/Family Economics and Resource Management Biennial*, 3, 80–88.

Grable, J. E., & Roszkowski, M. J. (2008). The influence of mood on the willingness to take financial risks. *Journal of Risk Research*, 11(7), 905–923.

Grable, J., & Lytton, R. H. (1999a). Financial risk tolerance revisited: the development of a risk assessment instrument. *Financial Services Review*, 8(3), 163–181.

Hallahan, T. A., Faff, R. W., & McKenzie, M. D. (2004). An empirical investigation of personal financial risk tolerance. *FINANCIAL SERVICES REVIEW-GREENWICH-*, 13(1), 57–78.

Ho, J., Keller, L. R. and Keltya, P. (2002). Effects of outcome and probabilistic ambiguity on managerial choices. *The Journal of Risk and Uncertainty*, 24(1), 47–74.

Ho, J., Keller, L. R. and Keltya, P. (2005). How do information ambiguity and timing of contextual information affect managers' goal congruence in making investment decisions in good times vs. bad times? *The Journal of Risk and Uncertainty*, 31(2), 163–186.

Hunton, J. E. (2005). Toward an Understanding of the Risky Choice Behavior of Professional Financial Analysts, *Journal of Psychology and Financial Markets*, 2(4), 182–189.

Kahneman, D. and Tversky, A. (1973). On the Psychology of Prediction. *Psychological Review*, 80, 237-251.

Kengatharan, L. and Kengatharan, N. (2014). The Influence of Behavioral Factors in Making Investment Decisions and Performance: Study on Investors of Colombo Stock Exchange, Sri Lanka. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 6 (1), 1-23.

Kotof, D.(2013). Behavioral Biases and Corporate DecisioMaking on Investing Abroad. *MPRA*, 49858 ,1-11.

Lee, H., & Hanna, S. (1991). Wealth and stock ownership. *Proceedings of the Association for Financial Counseling and Planning Education*.

Maccrimmon, K., & Wehrung, D. A. (1986). *The management of uncertainty: Taking risks*. New York.

Markowitz, H. (1987). *Mean~Variance Analysis in Portfolio Choice & Capital Markets*, (Cambridge, 1987).

Menkhoff, L. & Nikiforow, M. (2009). Professionals' Endorsement of Behavioral Finance: Does it Impact their Perception of Markets and themselves?. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 71, 318–329.

Morin, R. A., & Suarez, A. F. (1983). Risk aversion revisited. *The Journal of Finance*, 38(4), 1201–1216.

Plummer, T. (1998). *Forecasting Financial Markets: The Psychological Dynamics of Successful Investing*. 3rd ed., Kogan Page, London.

Rosa, M. & Mayoral, E. (2012). The Interaction of Environmental Factors and Individual Traits on Investors Perception. *The Spanish Review of Financial Economics*, 10, 62-73.

Roszkowski, M. J., Snelbecker, G. E., & Leimberg, S. R. (1993). Risk tolerance and risk aversion. *The tools and techniques of financial planning*, 4, 213–225.

Roszkowski, M., & Grable, J. (2005). Estimating risk tolerance: the degree of accuracy and the paramorphic representations of the estimate. *Journal of Financial Counseling and Planning*, 16(2).

Schooley, D. K., & Worden, D. D. (1996). Risk aversion measures: comparing attitudes and asset allocation. *Financial Services Review*, 5(2), 87–99.

. Shleifer, A. and Vishny, R. (1997). Limits of Arbitrage. *Journal of Finance*, 52, 35-55.

Sung, J., & Hanna, S. (1996). Factors related to risk tolerance. *Financial Counseling and Planning*, 7(1), 11–20.

Van de Venter, G. (2006). Financial Planners' perceptions of risk tolerance. Paper presented in the Proceedings of the 10–14-06 at the Financial Management Association (FMA) Annual Meeting, Salt Lake City, UT.

Wang, H., & Hanna, S. (1998). Does risk tolerance decrease with age? *Financial Counseling and Planning*, 8(2).

Wang, L. X.; Shi, K. & Xia Fan, H. (2006). Psychological Mechanisms of Investors in Chinese Stock Markets. *Journal of Economic Psychology*, 27, 762-780.

Yao, R., Sharpe, D. L., & Wang, F. (2011). Decomposing the age effect on risk tolerance. *The Journal of Socio-Economics*, 40(6), 879–887.

Bajtelsmit, V.L., Bernasek, A., 1996. Why do women invest differently than men? *Financ. Counseling Plann.* 7, 1–10.

Cohn, R.A., Lewellen, W.G., Lease, R.C., Schlarbaum, G.G., 1975. Individual investor risk aversion and investment portfolio composition. *J. Finance* 30, 605–620.

Friedman, B., 1974. Risk aversion and the consumer choice of health insurance option. *Rev. Econ. Stat.* 56, 209–214.

Grable, J.E., 2000. Financial risk tolerance and additional factors that affect risk taking in everyday money matters. *J. Bus. Psychol.* 14, 625–630.

Halek, M., Eisenhauer, J.G., 2001. Demography of risk aversion. *J. Risk Insurance* 68, 1–24.

Hallahan, T.A., Faff, R.W., McKenzie, 2004. An empirical investigation of personal financial risk tolerance. *Financ. Serv. Rev.-Greenwich* 13 (1), 57–78.

Kwan, V.S.Y., John, O.P., Kenny, D.A., Bond, M.H., Robins, R.W., 2004. Reconceptualizing individual differences in self-enhancement bias: An interpersonal approach. *Psychol. Rev.* 111 (1), 94–110.

McInish, T.H., 1982. Individual investors and risk-taking. *J. Econ. Psychol.* 2, 125–136.

Moreschi, R.W., 2005. A pressing issue for financial planning. *J. Pers. Finance* 4 (4), 43–47.

Roszkowski, M.J., 1998. Risk tolerance in financial decisions. In: Cordell, D.M. (Ed.), *Readings in Financial Planning*. The American College, Bryn Mawr, PA, pp. 281–328.

Roszkowski, M.J., Grable, J.E., 2005. Estimating risk tolerance: The degree of accuracy and the paramorphic representations of the estimate. *Financ. Counseling Plann.* 16 (2), 29–47.

Schooley, D.K., Worden, D.D., 1996. Risk aversion measures: Comparing attitudes and asset allocation. *Financ. Serv. Rev.* 5, 87–99.

Schooley, D.K., Worden, D.D., 2003. Generation X: Understanding their risk tolerance and investment behavior. *J. Financ. Plann.* 16, 58–63.

Yuen, T.W.K., Chen, C.W.W., 2010. Investment risk tolerance, before and after recent financial tsunami: A survey in Hong Kong. *Glob. Econo. Financ. J.* 3 (2), 1–12.