



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال چهارم / شماره سیزدهم / بهار ۱۳۹۴

ارائه الگوی ذهنی ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران

فریدون رهنمای رودپشتی

استاد و عضو هیات علمی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران

احمد ناطق گلستان

دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران، (مسئول مکاتبات)
a.nateq@gmail.com

احمد یعقوب نژاد

دانشیار و عضو هیات علمی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی،
A_yaghoubnzhad@iau-tnb.ac.ir

تاریخ دریافت: ۹۳/۶/۲۲ تاریخ پذیرش: ۹۳/۱۰/۵

چکیده

احساسات، حالات سرمایه‌گذاران و سایر عوامل، بر ادراک اثر می‌گذارند و به همین علت بر تصمیمات سرمایه‌گذاران نیز مؤثر می‌باشند. ادراک ریسک سرمایه‌گذاران، قضاوت ذهنی سرمایه‌گذاران از ریسک است که ممکن است بیشتر و یا کمتر از ریسک واقعی برآورد گردد. این ریسک ذهنی یا ادراک شده تحت تأثیر عوامل غیر اقتصادی متعددی قرار گرفته و هر زمان این عوامل حضور پر رنگ‌تری داشته باشند، ریسک ادراک شده فاصله بیشتری از ریسک واقعی خواهد داشت که منجر به اتخاذ تصمیمات متفاوت از سوی سرمایه‌گذاران می‌گردد. در این تحقیق تحت پارادایم پراگماتیسم در سطح خرد به بررسی عوامل مؤثر بر ادراک ریسک پرداخته شده است؛ که به دو روش قیاس و استقرا در مرحله کیفی ضمن اتخاذ استراتژی پدیدارنگاری، مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته عمیق با خبرگان بازار سرمایه که به صورت هدفمند انتخاب شدند، صورت پذیرفت. اطمینان از روایی و پایایی در تحقیق کیفی از طریق اجرای الزامات ارائه شده در مفهوم قابلیت اعتماد در کنار تحلیل عاملی اکتشافی حاصل گردید. داده‌های حاصل از مصاحبه‌ها با استفاده از روش تحلیل محتوا مورد تحلیل قرار گرفت که چهل و پنج مولفه در پنج مقوله شناسایی گردید و بر اساس آن پرسشنامه بخش کمی تحقیق طراحی شد. ۵ دسته مولفه مؤثر بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران: ۱- عامل زمان، ۲- عوامل (متغیرهای) جمعیت شناختی (فردی)، ۳- عوامل رفتاری، ۴- عوامل فرهنگی و ۵- عوامل شخصیت می‌باشد؛ معیارهای روایی محتوایی و روایی سازه و همچنین آلفای کرونباخ نشان دهنده اعتبار بالای پرسشنامه بود. مدل معادلات ساختاری یا تحلیل چند متغیری با متغیرهای مکنون یک رویکرد آماری جامع برای آزمون فرضیه‌هایی درباره روابط بین متغیرهای مشاهده شده و متغیرهای مکنون می‌باشد، که با استفاده از نرم Amos Graphics16، مشخص گردید، بجز عامل جمعیت شناختی بقیه عوامل در سطح اطمینان ۹۵ درصد مؤثر بر

ادراک ریسک بودند که عوامل رفتاری و زمان به ترتیب بیشترین و کمترین تاثیر در الگوی ذهنی ادراک ریسک بر اساس فراگرد شکل‌گیری ادراک را دارا بوده است.

واژه‌های کلیدی: ارزش، ادراک ریسک، فرهنگ سرمایه‌گذاری، مولفه فرهنگی.

۱- مقدمه

طی چندین دهه، عقلانیت کامل سرمایه‌گذاران فرضیه اصلی بسیاری از تحقیقات دانشگاهی به شمار می‌رفت (چاندرا و رویندر، ۲۰۱۱). در نظریات کلاسیک، رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه بر مبنای نظریه مطلوبیت اقتصادی تفسیر می‌شد (نلسون و همکاران، ۲۰۰۸). از طرفی سیر تحول تئوری‌های مالی و سرمایه‌گذاری به زعم اندیشمندان چون رابرت هاگن به سمتی است که پارادایم حاکم را مالی نوین دانسته و ناکارایی بازار را ناشی از رفتارهای غیر عقلایی سرمایه‌گذاران بیان می‌کنند؛ که در واقع همان مالی و سرمایه‌گذاری رفتاری می‌باشد. لذا بر خلاف پارادایم رایج در نظریه کلاسیک مالی، که بیان می‌کند تصمیم‌گیرندگان دارای رفتار کاملاً عقلایی بوده و در پی حداکثرسازی منفعت خود هستند، مطالعات صورت پذیرفته در حوزه مالی رفتاری نشان می‌دهند تصمیم‌گیری انسانی یک فرایند کاملاً عقلایی و با توجه به تمامی اطلاعات نیست، بلکه تصمیم‌گیرنده میانبرهای ذهنی را در این فرایند به کار می‌گیرد که ممکن است به تصمیماتی غیر بهینه نیز منجر شود. و این مسئله اهمیت پژوهش در این خصوص را بیشتر و بیشتر می‌نماید.

مرور مطالعات نشان می‌دهد که عوامل گوناگونی در ادراک ریسک و تصمیمات سرمایه‌گذاران دخیلند. که از آن جمله می‌توان عوامل فردی، شرکتی، جمعیتی، شناختی، سیاسی-اقتصادی و عوامل تقویمی را نام برد که می‌توان به دو دسته رفتاری و اقتصادی دسته‌بندی نمود؛ که البته عوامل اقتصادی خود موثر بر عوامل رفتاری می‌باشند.

هدف از این پژوهش شناسایی عوامل رفتاری موثر بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تحت پارادایم پراگماتیسم و روش پدیدار نگاری و ارائه الگوی ذهنی ادراک ریسک می‌باشد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

مفهوم شناسی ادراک و ادراک ریسک

بطور کلی در ادبیات ریسک رفتاری یک مفهوم شناسی دقیق از واژه "ادراک" صورت نگرفته است. که شاید علت آن نه عامدانه که غافلانه باشد. و تنها در محدود مقالات اقتصادی مثل شوارتز (۱۹۹۸) و وبر (۲۰۰۴) این مفهوم بکار رفته است. همچنین بیشتر در رفتار سازمانی بکار رفته است و نه در مالی رفتاری.

از آن جا که ادراک از پدیده‌ها بر برآورد‌های ذهنی و در نتیجه تصمیم‌گیری و رفتار انسان‌ها اثر گذار است از اهمیت زیادی برخوردار می‌باشد. اغلب گفته می‌شود که «هر کس دنیا را با دیدگاه متفاوتی می‌بیند» (بارون و گرینبرگ، ۱۹۹۰) هنگامیکه اشخاص در معرض اطلاعات، وضعیت‌ها یا رخداد‌های واحدی قرار می‌گیرند اغلب واکنش‌های کاملاً متفاوتی از خود نشان می‌دهند و هر کس مایل است که نظر خودش را درست بداند. بنابراین شناخت تصمیم‌گیربهای افراد و رفتار آن‌ها بدون شناخت ادراک و چرایی تفاوت دیدگاه‌های

مختلف در برابر مشاهده رخداد واحد ممکن نیست. تفاوت دیدگاهها بیانگر این نکته است که بر خلاف آنچه شعور متعارف حکم می‌کند انسان دنیای اطراف خود را بی‌پیرایه و مستقیم درک نمی‌کند؛ به عبارت دیگر شخص از طریق ادراکات، صرفاً نظاره‌گری انفعالی بر گستره زندگی خود نیست بلکه بازیگری است که فعالانه تصویر یا جلوه‌ای از دنیای پیرامون خود را از طریق فراگرد پیچیده و پویای ذهنی می‌سازد و بر اساس آن برنامه زندگی خود را تدوین کرده و ایفای نقش می‌کند. ادراک هر موجودی به اندازه سعه وجودی اوست. (رضائیان، ۱۳۸۲)

فراگرد دریافت و تعبیر و تفسیر محرک‌های محیطی را ادراک گویند. در تعریف دیگری ادراک در واقع به این معناست که ادراک‌کننده بر اساس شفافیت اطلاعات احساس شده خویش از پدیده قابل ادراک بر اساس تخصص و تجربیات گذشته خویش به قضاوت نهایی در مورد آن پدیده می‌پردازد. (ریکاردی، ۲۰۰۸) در دنیای مملو از محرک‌های پیچیده، ادراکات آدمی در طبقه بندی و سازماندهی احساسات دریافتی به او کمک می‌کند. رفتار فرد بر اساس تفسیر و تعبیر وی از واقعیتی است که مشاهده می‌کند. یعنی تصمیم‌گیری افراد بر اساس ادراک وی از واقعیتی است که مشاهده می‌کند نه خود واقعیت. در نتیجه واقعیتی که افراد ادراک می‌کنند با یکدیگر متفاوت است. (رضائیان، ۱۳۸۲) یکی از واقعیت‌ها در فضای سرمایه‌گذاری و در بازارهای مالی ریسک می‌باشد. که سرمایه‌گذاران ادراکات متفاوتی از این پدیده دارند. ادراک از آن جهت که به «دید ادراک‌کننده» بستگی دارد مانند زیبایی است. بطوریکه دید مثبت همه عیوب را می‌پوشاند و دید منفی عیب‌ها را آشکار می‌کند. (رابینز، ۱۹۸۹)

ادراک ریسک بیان می‌کند که در ریسک یک جزء کیفی و یا ذهنی وجود دارد که در محاسبات کلاسیک مالی، حسابداری و اقتصاد مطرح نمی‌شود. (ریکاردی، ۲۰۰۸) به عبارت دیگر ادراک ریسک یک فرایند ذهنی تصمیم‌گیری خواننده می‌شود که در جهت محاسبه میزان ریسک و یا عدم اطمینان به کار گرفته می‌شود. و همین پدیده ادراک باعث می‌گردد تا آنچه یک سرمایه‌گذار در رابطه با سهم خاصی ادراک می‌کند به عنوان یک ریسک اصلی تلقی نموده درحالی که سرمایه‌گذار دیگری به عنوان ریسک جزعی تلقی نماید. در واقع ادراک ریسک به دنبال توضیح میزان ریسک یک پدیده ریسکی توسط سرمایه‌گذار تحت تاثیر متغیرهای (محرک‌های) مختلف پیرامونی و درونی است.

عوامل رفتاری موثر بر فراگرد شکل‌گیری ادراک ریسک

در پژوهش‌های صورت گرفته در دنیا دسته بندی‌های متنوعی از عوامل موثر بر ادراک ریسک مطرح گردیده که هر کدام از رویکرد خاصی به این پدیده پرداخته‌اند. به اعتقاد پامپین عوامل موثر بر ادراک ریسک در دو طبقه اصلی جای می‌گیرند. شناختی و احساسی که هر دو گونه می‌تواند قضاوت‌های و رفتارهای غیر عقلایی^۳ را موجب شود. برخی نویسندگان از تمایلات رفتاری با عنوان قواعد سرانگشتی یاد می‌کنند، در حالی که گروهی دیگر آن‌ها را باورها، قضاوت‌ها یا ترجیحات می‌نامند. به اعتقاد هورنز، ادراک ریسک در انسانها ناشی از دو دسته سوگیری‌های مبتنی بر ادراک و مبتنی بر احساس (سوگیری‌های ادراکی و احساسی) است که منطبق بر فرایند

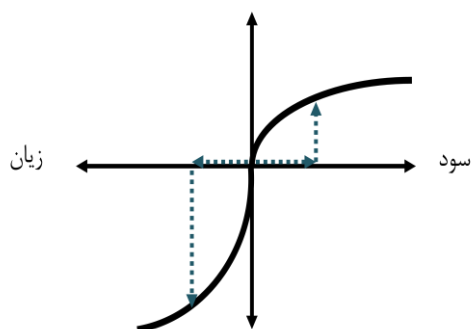
تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران به نظر می‌رسد. هیلسن و ماری (۲۰۰۸) در یک دسته بندی عوامل موثر بر ادراک ریسک را به سه دسته ۱- خود آگاه: که این عوامل بر اساس ویژگی های قابل رؤیت و قابل اندازه گیری یک وضعیت می باشند که در آن تصمیمی اتخاذ می شود. ۲- عوامل نا خودآگاه: این عوامل شامل میان برهای ذهنی ساخته شده می شود که به منظور تسهیل در تصمیم گیری (ابتکار) و سایر منابع تعصب شناختی هستند. ابتکارها در هر دو سطح فردی و گروهی عمل می نمایند و مکانیزم هایی برای تشخیص شرایط نامعین و پیچیده را فراهم می آورند. بر اساس تجربه قبلی بسیاری از این ابتکارها مفید هستند، به این دلیل که آنها فیلتر سریع داده ها را به منظور تعیین مهم ترین عناصر اجازه می دهند و کار تصمیم گیری را آسان می کنند. و ۳- عوامل احساسی- عاطفی است که آن ها عکس العمل هایی بر اساس جرأت درونی مبتنی بر احساسات غریزی و یا احساسات بنیادین عمیق می باشند تا مبتنی بر ارزیابی های عقلانی. از طرفی همه انسان ها خاطرات احساسی خود را در سیستم لیمبیک در درون مغز ذخیره می کنند و این احساسات به طور خودکار در شرایطی که مشابه حافظه ذخیره شده ادراک می شوند، مورد هدف قرار می گیرند. طیف گسترده ای از احساسات یا حالات عاطفی مؤثر می توانند تصمیم گیری را تحت تأثیر قرار دهند طبقه بندی می کند. که بصورت یک رشته سه گانه بر ادراک ریسک موثر است. این موضوع که فرایندهای ابتکاری و سوگیری‌ها چرا و چگونه شکل می‌گیرند، به چرایی و چگونگی فرایند تحلیل داده‌ها توسط انسان مرتبط است. فرایند تحلیل داده‌ها پس از مواجهه با پدیده‌ها با دو سیستم انجام می‌شود. سیستم اول تحلیل شهودی و دیگری تحلیل از روی تفکر عمیق^۴ است. این طبقه‌بندی توسط بسیاری از محققین مورد توجه بوده و بر اساس آن مدل‌هایی نیز ارائه شده است.

در پژوهش های مختلف بصورت مجزا عواملی موثر بر ادراک ریسک مطرح گردیده که بعضی از آن ها به قرار زیر می باشد:

تئوری چشم انداز، کانمن در تحقیقات خود به این نتیجه رسید که تحت شرایط عدم اطمینان، تصمیمات انسان به طور سیستماتیک، از تصمیمات پیش‌بینی شده توسط تئوری‌های اقتصادی فاصله می‌گیرد. ویژگی مهم روش شناختی تئوری چشم انداز این است که از سه فرض اصلی تشکیل می‌شود (گیگرنزر و سلتن، ۲۰۰۲):

- ۱) افراد عقیده متفاوتی نسبت به سود و زیان دارند. لذتی که مردم از مقدار خاصی از سود می‌برند بسیار کمتر از رنجی است که از همان مقدار زیان متحمل می‌شوند.
- ۲) تلقی نتیجه مورد نظر به عنوان سود یا زیان، به چگونگی قالب بندی آن بر مبنای یک نقطه مرجع وابسته است که می‌توان آن را با ثروت، درآمد، تجارب گذشته، توقعات آتی و ... تعیین کرد.
- ۳) انسانها معمولا در دامنه سود از ریسک پرهیز کرده و در حوزه زیان به دنبال پذیرفتن ریسک می‌باشند.

بنابراین، تئوری چشم انداز، نحوه ارزیابی سود و زیان توسط افراد را توصیف می‌کند. بر طبق تابع ارزش ارایه شده توسط کانمن و تورسکی شیب تابع مطلوبیت ثروت قبل از نقطه عطف در حال افزایش و پس از آن با افزایش ثروت در حالت کاهش می‌باشد. نقطه عطف هم برای هر فردی متفاوت می‌باشد و بستگی به این دارد که چه مقدار ثروت را مد نظرش قرار داده باشد. نمودار تابع ارزش کانمن و تورسکی در شکل زیر نشان داده شده است



شکل شماره ۱: تابع ارزش سرمایه‌گذاران با رویکرد رفتاری منبع: رهنمای رودپشتی به نقل از بابلارد و دیگران، ۱۳۸۹

تحقیقات رفتاری بر مبنای تئوری چشم انداز به بررسی سوگیری‌های مختلفی می‌پردازند که مهمترین آن‌ها که در تحقیقات کانمن و تورسکی ارائه و زمینه توسعه این حوزه شده است - عبارتند از:

- ✓ نماگری^۵ (نمایندگی، نمایشگری)؛
- ✓ دسترسی^۶؛
- ✓ لنگر و تعدیل^۷؛

در دسته بندی دیگری تئوری چشم انداز در طی سال‌های دهه ۸۰ توسط دانشمندان دیگری نظیر تالر، شیلر و جانسون تکمیل شده که ۴ بخش مهم از ابعاد رفتاری سرمایه‌گذاران را دربرمی‌گیرد عبارتند از: ۱- ضررگریزی^۸؛ ۲- حسابداری ذهنی^۹؛ ۳- کنترل شخصی^{۱۰}؛ ۴- دوری از تأسف و پشیمانی^{۱۱}؛

نظام ارزشی حاکم بر افراد دیگر عامی موثر بر ادراک ریسک، که مطالعه عمومی ارزش‌ها به عنوان ارزش شناسی^{۱۲} شناخته می‌شود. ارزش شناسی در واقع پاسخ به سه پرسش اصلی است: آیا ارزش‌ها ذهنی اند یا عینی، آیا ارزش‌ها در حال دگرگونی هستند یا همیشگی و مداومند و سر انجام آیا سلسله مراتبی از ارزش‌ها وجود دارد یا خیر؟ (رابینز ۱۳۷۷، ۲۴۵). پارسونز معتقد است که ارزش عنصری از یک سیستم نمادین و در برگیرنده معیار و ملاکی برای گزینش استاندارد نسبت به موقعیت‌ها می‌باشد^{۱۳} (فرهنگی ۱۳۸۷، ۲۰۴).

جبر باوری یا اختیار باوری عامل موثر دیگری است که در حقیقت معادل مفهوم مرکز کنترل^{۱۴} است که در مفاهیم رفتار سازمانی مطرح گردید و به ادراک انسان از توانایی خود در کنترل شرایط و رویداد‌های محیطی اشاره دارد. (Trotter 1996, 200) از این حیث افراد به دو دسته دارای مرکز کنترل درونی (اختیار باور) و دارای مرکز کنترل بیرونی (جبر باوری) می‌باشند. (شولتز ۱۳۸۷، ۱۷۸) در واقع درون‌گراها افرادی مستعد، پر تلاش، لایق و افراد برون‌گرا، کم تلاش متزلزل و منفعل می‌باشند. (اورنسون ۱۳۶۴، ۲۳۸).

خوش بینی یاد بد بینی؛ به اعتقاد نظریه پردازان حوزه فرهنگ، انسانها در دو سر طیف خوشبینی و بدبینی جای می‌گیرند. افراد خوش بین انتظار دارند امور مطابق نظر آن‌ها پیش رود و دیدگاه مثبتی از زندگی دارند. از

طرف دیگر افراد بدبین یا بر احساسات خود پافشاری می‌کنند یا از طریق خیال پردازی از مشکل می‌گریزند. (Peterson 1987, 347)

الگوی مصرف (عادت به پس انداز در افراد)؛ که به میزان نرخ بهره از پیش تعیین شده بستگی دارد و اینکه چه مقدار افراد روحیه خطر پذیری را دارا می‌باشند و از آن جا که در یک اقتصاد می‌توان تمام داراییها را بر حسب میزان خطری که هر یک دارند، درجه بندی کرد. در چنین حالتی میتوان استدلال کرد که پس انداز تابعی است از نرخ بازده داراییهای متفاوت و خطری که برای هر یک وجود دارد. (خان ومیرآخور ۱۳۷۵، ۳۲-۲۷). ریسک پذیر یا ریسک گریز بودن عامل دیگری است که بر ادراک ریسک سرمایه گذاران اثر گذار است. افراد به ۳ دسته ریسک پذیر، ریسک گریز و ریسک خنثی طبقه بندی می‌گردند (برانسون ۱۳۸۷، ۴۲۱). افراد ریسک پذیر حساسیتشان نسبت به بازده بیشتر از زیان است به عبارتی دیگر خوشحالی ناشی از یک واحد افزایش بازده برای آن‌ها بیشتر از ناراحتی حاصل از یک واحد بازده می‌باشد. (Pompion 2002, 268). افراد ریسک گریز با تغییر شرایط خود را همراه کرده تا کمترین زیان ناشی از تغییرات را متحمل شود این پدیده می‌تواند به تفسیر و توضیح تمایل سرمایه گذاران به نگه داشتن سهامی که دچار زیان شده و در عین حال فروش سریع سهامی که دارای عایدی بوده است کمک شایانی کند. (راعی و تلنگی ۱۳۸۳، ۱۴۰). برای افراد ریسک خنثی، خوشحالی و ناراحتی مزبور به یک میزان است.

حسابداری ذهنی؛ عامل موثر دیگری است که قسمتی از تئوری انتظار است. افرادی که دارای حسابداری ذهنی هستند از نظر شخصیتی در دسته B قرار می‌گیرند؛ بسیار پر حوصله، صبور، دقیق و با نگرش بلند مدت نگر می‌باشند. (رضائیان ۱۳۸۷، ۲۲۴) خطر پذیری این افراد کمتر است و بیشتر به دنبال سهام با پشتوانه محکم تری می‌باشند و از نظر عکس العمل نسبت به متغیرهای بیرونی کندتر از شخصیت نوع A عمل می‌کنند. (شهبابی ۱۳۸۵، ۱۶۴).

حرکت های توده ای یا هم‌رنگ جماعت شدن یا رفتار همانند جماعت^{۱۴} شکلی از ایجاد تجربه عملی است که طی آن افراد از طریق پیروی کردن از تصمیمات اکثریت مردم، خود را با آن‌ها منطبق می‌کنند. در این گونه رفتار که شخصیت افراد غالباً از استدلال کمی بر خوردار است، اعتماد به نفس پائین، قدرت خطر پذیری کم، اعتماد بیش از حد به بازار، انعطاف پذیری بالا، برخورداری از احساسات بالا، روحیه زن‌گرایی، عدم تحمل ابهام از مشخصه های آن می‌باشد. (صدقی خوراسگانی ۱۳۸۴، ۲۸)

اعتماد بیش از حد^{۱۵} در افراد باعث می‌شود که خود را بالاتر از بازار بدانند و تصور کنند آنچه را آنان می‌دانند افراد دیگر از آن بی‌اطلاعند. در حقیقت این افراد از شنیدن زیاد خودداری می‌کنند و دامنه اطلاعاتشان نیز خیلی وسیع نیست. این افراد برخی از سهام را به عنوان سهام رو به رشد طبقه بندی می‌کنند در حالیکه از احتمال اینکه تعداد کمی شرکت وجود دارند که رشد خواهند کرد، چشم‌پوشی کنند. (کرابی ۱۳۸۸، ۱۳۸)

میل به موفقیت فرهنگ را می‌توان به دو بعد پرهیز کننده و کامیابی جو تقسیم بندی نمود. در فرهنگ کامیابی جو افراد فعال بوده و همواره احساس نیاز به دگرگونی و انطباق دارند. (مشبکی ۱۳۷۷، ۱۴۵) در این نوع فرهنگ، افراد به دنبال نیل به موفقیت بوده و به نظر مازلو در سطح خود شکوفایی قرار دارند. میل به توفیق

طلبی در واقع باعث ریسک پذیری بیشتر در افرادی می‌گردد، که انتظار بازده بالاتری را دارند. (رضائیان ۱۳۸۷، ۳۴۶)

تفسیر و درک از تغییر و تحول، دیگر ویژگی است که به میزان ادراک فرد از ماهیت تغییر و تحول اشاره دارد؛ به این معنی که ممکن است با توجه به تصور فرد از تغییر میزان مقاومت از یک طرف و استقبال وی از تغییر متفاوت باشد و همچنین بر اساس میزان تغییر نیز پذیرش و عدم پذیرش آن متفاوت خواهد بود. (رهنمای رودپشتی، ۱۳۸۹، ۶۱)

میزان احساس امنیت دیگر مولفه‌ای است که در پژوهش‌ها بدان اشاره شده است. این عامل توضیح می‌دهد اینکه فرد چه میزان احساس امنیت در ابعاد حقوقی، اقتصادی و... داشته باشد بر رفتار فرد اثر گذار است. هر چه قدر این احساس امنیت بالاتر باشد میزان سرمایه‌گذاری آن بیشتر و هر چه قدر این احساس امنیت کمتر باشد فرد احساس ترس و محتاطانه‌تر بر خورد می‌کند. (سعیدی، ۱۳۹۱، ۱۲۰)

زودباور یا دیرباور بودن عامل مهم اثرگذار بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران است. انسانها از حیث شخصیت به دو دسته زودباور و دیرباور تقسیم می‌شوند. افراد دیرباور، کم اعتماد، بدگمان و دارای ذهنیت منفی می‌باشند. (واعظی و همکاران ۱۱، ۱۳۸۷) در مقابل، افراد زود باور بوده دارای ذهنیت مثبت و سالم نیست به یکدیگر و محیط پیرامونی می‌باشند. این دو دسته افراد نسبت به خرید سهام، متفاوت عمل می‌کنند. (شهابی ۱۳۸۵، ۲۰۷)

میزان توسعه زیرساختی و سهولت در دسترسی به مکان‌های فیزیکی مرتبط با بورس و توسعه آن‌ها از یک طرف و عدم وجود آن‌ها از طرف دیگر، دسته بندی دیگری از فرهنگ به حساب می‌آید که به فرهنگ توسعه ای و غیر توسعه ای مربوط می‌گردد. در فرهنگ توسعه ای، افراد به سهولت می‌توانند به مکان‌های خرید و فروش سهام در کمترین زمان دسترسی پیدا کنند. (کریمی ۱۳۸۰، ۱۴۰)

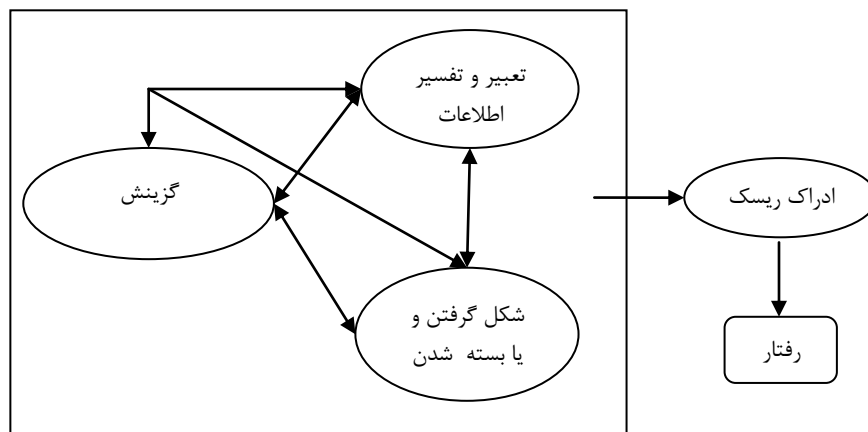
صفات جمعیت شناختی از جمله ویژگی‌هایی از جمله جنسیت، سن، میزان تحصیلات و سطح درآمد و هزینه‌های افراد، رشته تحصیلی، دانشگاه محل تحصیل، شهر محل تحصیل، جمعیت منطقه و شهر و ویژگی‌هایی از این قبیل رفتار سرمایه‌گذاران را تحت تاثیر قرار می‌دهد. هافستد در دسته بندی فرهنگی خود فرهنگ مرد سالار و زن سالار را تشریح می‌کند که موید این موضوع است که ویژگی‌های جمعیت شناختی خود موضوعی، فرهنگی موثر می‌باشد. (فرهنگی ۱۳۸۷، ۴۱۱)

براساس اینکه فرهنگی به زمان و دقت زمانی اهمیت می‌دهد افراد به دو دسته وقت شناس و بی دقت در زمان قابل تقسیم بندی می‌باشند. در فرهنگ وقت شناسی افراد به موقع در سر کار حاضر شده و به موقع از محل کار خارج شده و برای عنصر زمان اهمیت ویژه‌ای قائلند. براساس این دو دسته فرهنگ دو دسته رفتار در فضای سرمایه‌گذاری قابل تعریف است. افراد وقت شناس، افرادی هستند که برنامه ریزی بالا، حسابگری دقیق، استفاده دقیق از وقت و زمان، قائل به رفتار بوروکراسی گونه از ویژگی‌های رفتاری آنان است. (Kreitner&kinicki2008,126)

افراد از نظر رفتار اجتماعی به دو دسته فعال و انفعالی قابل تقسیم می‌باشند که افراد فعال دارای روحیه ریسک‌پذیری بالا، خودجوشی، گرم و صمیمی، جریان‌ساز، محور قرار گرفتن و دارای شخصیت مستقل کارآفرین می‌باشند در مقابل افراد منفعل افرادی تابع، ریسک‌گریز، همراه، منزوی می‌باشند که همراه با موج حرکت می‌کنند. که این دو دسته رفتار دو نوع سرمایه‌گذار متفاوت را ایجاد خواهد نمود. (شهرباری ۱۳۸۶، ۲۳۸) این عامل نیز بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار موثر است.

نقش‌پذیری و برخورداری از شخصیت انتقالی به زعم دفت بر ادراک افراد اثر گذرا است. فرهنگ‌ها بر اساس پیچیدگی محیطی و کانون توجه به چهار دسته تقسیم‌بندی می‌شوند که دو دسته آن فرهنگ انعطاف‌پذیری و در مقابل آن فرهنگ رویه‌ای می‌باشد. در فرهنگ انعطاف‌پذیری، نقش‌پذیری و برخورداری از شخصیت انتقالی وجود دارد که در شرایط مختلف تغییرات محیطی افراد خود را تغییر می‌دهند و اصطلاحاً سازگاری برقرار می‌کنند. در حالیکه در فرهنگ رویه‌ای انجام کارهای ثابت، داشتن روحیه غیر قابل انعطاف و لذت بردن از کارهای یکنواخت از جمله ویژگی‌های افراد است. (دفت ۱۳۷۲، ۲۵۸)

برای اولین بار مدل ادراک لیتر (۱۹۶۵) توسط گدینگ (۱۹۷۳) در ادبیات مالی) مورد استفاده واقع گردید. (شکل ۱) این مدل نحوه شکل‌گیری ادراک و اثر گذاری آن بر رفتار افراد را نشان می‌دهد. در این مدل دو ورودی (خارجی) وجود دارد که بر این فرایند مفهومی اثر گذار است. یکی اطلاعات (به عنوان مثال، اطلاعات مالی) و دیگری تجربیات گذشته فردی (به عنوان مثال فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار). این مکانیزم شکل‌گیری ادراک است که توسط سرمایه‌گذار توسعه پیدا می‌کند. این مکانیزم‌ها عبارتند از: ۱- مکانیزم‌گزینش شدن؛ ۲^{۱۶}- مکانیزم تعبیر و تفسیر؛ ۳^{۱۷}- مکانیزم شکل‌گیری و بسته شدن^{۱۸}.



شکل شماره ۱- فرایند شکل‌گیری ادراک ریسک

پژوهش‌های صورت گرفته در زمینه ادراک ریسک سرمایه‌گذاران

مرور مطالعات نشان می‌دهد که عوامل گوناگونی در ادراک ریسک و تصمیمات سرمایه‌گذاران دخیلند. در جدول زیر به تحقیقات مختلفی که این عوامل را در ادراک ریسک و تصمیمات سرمایه‌گذاران مورد بررسی قرار داده‌اند، اشاره شده است:

جدول شماره ۱: سطح خرد تحلیل ادراک ریسک (سرمایه‌گذاران)

عوامل تاثیرگذار	مطالعات انجام شده
ویژگیهای (عوامل) فردی و مالی-رفتاری	کانمن و تورسکی (۱۹۷۴ و ۱۹۷۹)، اکلند (۱۹۷۶)، شفرین و استاتمن (۱۹۸۵)، لندبرگ (۱۹۹۴)، هریسون و دیگران (۱۹۹۷)، هرلس و پترسون (۱۹۹۸)، باربر و اودن (۲۰۰۲)، کانمن (۲۰۰۲)، چن و دیگران (۲۰۰۴)، ماهانی و پاتشمن (۲۰۰۵)، ریکاردی (۲۰۰۴ و ۲۰۰۶)، نافسینگر (۲۰۰۵)، فارلین (۲۰۰۶)، دمیرر و همکاران (۲۰۰۷)، نلسون و همکاران (۲۰۰۸)، کریس و مکولووا (۲۰۰۷)، هیلسون و موری وبستر (۲۰۰۸)، شفران و بنزین (۲۰۰۹)، نیکولسی (۲۰۰۹)، ینشان و چنگ (۲۰۱۰)، فوربس و کارا (۲۰۱۰)، یزدی پور (۲۰۱۰)، کلیگر و لوی (۲۰۱۰)، کرتیدیس (۲۰۱۱)
عوامل شرکتی	بیکر و هالم (۱۹۷۴ و ۱۹۷۷)، گیولی و لاکشینک (۱۹۷۹)، پنمن (۱۹۸۴)، اپستاین و فریدمن (۱۹۹۴) جیبسون (۲۰۰۵)، چنگ و کارن (۲۰۰۸)، العجمی (۲۰۰۹)، کنگ (۲۰۱۰)
عوامل جمعیت شناختی	وارتون، کان و لولن (۱۹۷۵)، لولین و همکاران (۱۹۷۷)، رایلی و چو (۱۹۹۲)، دایر و دیگران (۲۰۰۲)، فنگ و سیشلز (۲۰۰۸)
عوامل سیاسی و اقتصادی	دومین و دیگران (۱۹۹۶)، تسی (۲۰۰۰)، فریمن (۲۰۰۰)، استیونس (۲۰۰۰)، رابرت (۲۰۰۱)، ایونیو و دیاکول (۲۰۰۱)، بارگادا (۲۰۰۲)، پرست و دوور (۲۰۰۵)، چن و دیگران (۲۰۰۷)
عوامل فرهنگی	گیسو و دیگران (۲۰۰۴، ۲۰۰۶، ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹)، چویی (۲۰۱۰)، اندرسون و دیگران (۲۰۱۱)
اثرات تقویمی (زمان)	کیم (۱۹۸۳)، ریتز (۱۹۸۸)، بارون (۱۹۹۰)، بروکس و کیم (۱۹۹۷)، چن و همکاران (۲۰۰۱)، جونز و لیژن (۲۰۰۷)
ترکیب عوامل	ناجی و ابنبرگر (۱۹۹۴)، نافسینگر (۲۰۰۱)، مریکاس و همکاران (۲۰۰۳)، کاماسکا (۲۰۰۳)، التیمی (۲۰۰۶)، هامس و واگنر (۲۰۰۸)، یولیا (۲۰۱۱)، بنت (۲۰۱۱)

۳- روش شناسی پژوهش

روش شناسی این پژوهش در دو بعد کیفی و کمی قابل تبیین است. که در بعد کیفی انجام مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته عمیق از خبرگان تا رسیدن به غنای اطلاعاتی کامل در شناسایی عوامل موثر بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران و تحلیل محتوای مصاحبه‌ها روش پژوهش می‌باشد.

در بعد کمی، از آنجایی که هدف پژوهش، شناسایی عوامل ذهنی موثر بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران و در نهایت ارائه الگوی ذهنی است لذا پارادایم تحقیق پراگماتیسم، فلسفه تشکیل دهنده تحقیق تفسیرگرایی و پوزیتیویسم، طرح تحقیق ترکیبی و استراتژی‌های تحقیق پدیدارنگاری و

پیمایش و جمع‌آوری داده است. تحقیق از نظر هدف، کاربردی و از نظر نحوه گردآوری اطلاعات، در بعد تئوریک و پیشینه: مطالعات کتابخانه‌ای و در بعد کیفی: مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته عمیق و به طور مشخص مبتنی بر مدل معادلات ساختاری^{۱۹} است. مدل معادلات ساختاری یا تحلیل چند متغیری با متغیرهای مکنون^{۲۰} یک رویکرد آماری جامع برای آزمون فرضیه‌هایی درباره روابط بین متغیرهای مشاهده شده و متغیرهای مکنون می‌باشد. در مدل تحقیق، مولفه‌های تشکیل دهنده عوامل موثر بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار شناسایی و تأثیر آنها تبیین شده است؛ ابزار اصلی گردآوری اطلاعات پرسشنامه است. برای سنجش عوامل موثر بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار پرسشنامه‌ای با ۴۵ گویه در قالب ۵ مولفه ذهنی دسته‌بندی می‌شود که ۱۰ گویه مربوط به مولفه «زمان»، ۸ گویه متعلق به مولفه «جمعیت شناختی»، ۱۹ گویه مربوط به مولفه «رفتاری»، ۴ گویه مربوط به مولفه «فرهنگی» و ۴ گویه مرتبط به مولفه «شخصیت» طراحی شد. این مولفه‌ها در واقع همان ۵ عامل اصلی شناسایی شده موثر بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران هستند. در طراحی گویه‌ها از نظرات خبرگان استفاده شده و طیف پنج‌تایی لیکرت به کار رفته است.

به منظور سنجش پایایی ابزار خودساخته پژوهش، یک نمونه اولیه شامل ۳۰ پرسشنامه پیش‌آزمون شده و سپس با استفاده از داده‌های بدست آمده از پرسشنامه، ضرایب اعتماد با روش آلفای کرونباخ محاسبه شد که مقدار ۰٫۸۶، بدست آمد که نشان می‌دهد پرسشنامه از قابلیت اعتماد و به عبارت دیگر از پایایی لازم برخوردار است. به منظور سنجش روایی سؤالات (گویه‌ها) از اعتبار عاملی استفاده شده است. اعتبار عاملی صورتی از اعتبار سازه است که از طریق تحلیل عاملی به دست می‌آید. تحلیل عاملی یک فن آماری است که در علوم انسانی کاربرد فراوانی دارد. در حقیقت استفاده از تحلیل عاملی در شاخه‌هایی که در آن‌ها از پرسشنامه و آزمون استفاده می‌شود و متغیرها از نوع مکنون می‌باشد، ضروری است. روش تحلیل عاملی با دو رویکرد اکتشافی و تأییدی به کار برده می‌شود. با توجه به اینکه ابزار تحقیق حاضر، خودساخته است، از روش تحلیل عاملی اکتشافی برای شناسایی مولفه‌ها و تبیین مدل تحقیق استفاده شد. مقدار KMO (Measure Kaiser-Meyer-Olkin) حاصل از تحلیل عاملی تأییدی (Confirmatory factor analysis) و عدد معناداری آزمون بارتلت مربوط به تحقیق در جدول شماره ۱ نشان داده شده است.

جدول شماره ۲

KMO and Bartlett's Test		
Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.	۷۲۷.	
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	596.443
	Df	231
	Sig.	۵.00

در مدل تحقیق حاضر پنج عامل اصلی جهت تبیین ادراک ریسک در نظر گرفته شده است که عبارتند از: زمان، جمعیت‌شناختی، رفتاری، فرهنگی و شخصیت. در پرسشنامه اولیه تحقیق، برای عامل زمان ۱۰ شاخص (سؤال)، برای عامل جمعیت‌شناختی ۱۸ شاخص، برای عامل رفتاری ۲۶ شاخص، برای عامل فرهنگی ۷ شاخص و برای عامل شخصیت ۴ شاخص در نظر گرفته شده بود که انتظار می‌رفت هر کدام از این شاخص‌ها به خوبی مبین عامل مربوط به خود باشند. جهت انجام تحلیل اکتشافی، از نرم‌افزار SPSS انجام یک تحلیل عاملی برای دسته‌بندی کل ۶۵ سؤال پرسشنامه (۴۵ گویه) در پنج عامل درخواست شد. بر این اساس مقدار آماره KMO برای این تحلیل عاملی برابر با ۰/۷۲۷ حاصل شد که به دلیل بزرگتر بودن از مقدار ۰/۷ نشان‌دهنده قابلیت خوب این مجموعه سئوال‌ات برای توصیف عوامل در نظر گرفته شده در تحقیق می‌باشد. هم‌چنین مقدار معنی‌داری برای آزمون بارتلت برابر با ۰/۰۰۵ محاسبه شد که نشان‌دهنده معنی‌دار بودن این آزمون است. بنابراین می‌توان گفت ماتریس همبستگی داده‌ها با ماتریس همانی یکسان نیست و بنابراین سئوال‌ات طراحی شده در پرسشنامه از همبستگی کافی برای انجام تحلیل عاملی برخوردار هستند.

به این ترتیب گویه‌های تحقیق در ۵ مولفه اصلی جای می‌گیرند که با توجه به گویه‌های مربوطه، به ترتیب مولفه «زمان» (ایام اول سال، ایام آخر سال، ایام اول ماه، ایام آخر ماه، اول هفته، آخر هفته، ایام ماه رمضان، ایام ماه محرم، فصل پاییز و زمستان و فصل بهار و تابستان)، «جمعیت‌شناختی» (جنسیت، سن، وضعیت تأهل، اعتقادات مذهبی، دانش تخصصی، خوشحالی، ناراحتی، غمگینی، ناراحتی و احساساتی بودن)، «رفتاری» (توده‌واری، تعلق خاطر، رفتارهای بیشتر از اندازه و کمتر از اندازه، پشیمان‌گریزی، زبان‌گریزی، خوش‌خیالی (بهینه‌بینی)^{۲۱}، تازه‌گرایی^{۲۲}، وابستگی به مرجع^{۲۳}، شکل‌گرایی^{۲۴}، آشناگرایی^{۲۵}، نمایندگی^{۲۶} (نمانگری)، باورگرایی^{۲۷} (خودتأییدی)، توهم کنترل، دسترسی اطلاعات، حسابداری ذهنی، سفسطه‌قماربازان^{۲۸}، فراعتمادی، خوداسنادی^{۲۹} (خوش خدمتی) و لنگر و اتکا)، «فرهنگی» (افق زمانی، ابهام‌گریزی (دگرگون‌گریزی)، جبرباوری و نظام ارزشی) و «شخصیت» (مطمئن، مضطرب، محافظه‌کار و بی‌پروا) (به ترتیب با ۱۰، ۸، ۱۹، ۴ و ۴ گویه) نامگذاری شدند. این مولفه‌ها در واقع همان پنج عامل رفتاری اصلی شناسایی شده موثر بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران هستند.

جامعه آماری در این مرحله، خبرگان بازار شامل مدیران کارگزاری‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سبدهای سرمایه‌گذاری، معامله‌گرهای ایستگاههای معاملاتی و تحلیل‌گران دارای مدارک حرفه‌ای و سابقه بالا می‌باشد. با توجه به نامشخص بودن جامعه در این بخش، فرایند نمونه‌گیری به صورت غیر تصادفی و با روش نمونه‌گیری غیر تصادفی در دسترس انجام گرفت. به منظور نمونه‌گیری، با توجه به نامشخص بودن جامعه آماری تحقیق برای تعیین حداقل حجم نمونه از فرمول زیر استفاده شده است.

$$n = \frac{Z_{\alpha/2}^2 p(1-p)}{\epsilon^2}$$

در این فرمول، $Z_{\alpha/2}$ آماره توزیع نرمال است که در سطح اطمینان ۹۹٪ برابر ۲/۳۳ است. P احتمال موفقیت (نسبت بروز رفتار غیر عقلایی) بوده که به منظور اطمینان بیشتر از حجم نمونه، برابر نیم (حداکثر مقدار) در نظر گرفته شده است، و ϵ دقت برآورد تحقیق، ۰/۷. / لحاظ گردید.

$$n = \frac{5/42 * 0/5 * 0/5}{0/07^2} = 287$$

بر این اساس حداقل حجم نمونه ۲۸۷ مورد می‌باشد. تعداد پرسشنامه‌ها جهت توزیع ۵۰۰ عدد در نظر گرفته شد که بین جامع هدف توزیع شد و سپس ۳۱۶ پرسشنامه معتبر جمع‌آوری گردید.

۴- فرضیه‌های پژوهش

در این تحقیق پنج فرضیه اساسی وجود دارد که پژوهش‌گر به دنبال بررسی آن می‌باشد. این فرضیات عبارتست از:

- (۱) از منظر خبرگان بازار سرمایه بین عوامل جمعیت شناختی و ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
- (۲) از منظر خبرگان بازار سرمایه بین عوامل شخصیتی و ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
- (۳) از منظر خبرگان بازار سرمایه بین عوامل فرهنگی و ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
- (۴) از منظر خبرگان بازار سرمایه بین اثرات تقویمی و ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
- (۵) از منظر خبرگان بازار سرمایه بین عوامل رفتاری و ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۵- نتایج پژوهش

نتایج توصیفی

بررسی جمعیت‌شناختی نمونه مورد بررسی نشان می‌دهد ۵۱,۲ درصد از نمونه مرد هستند. دو درصد حجم نمونه تحصیلات فوق لیسانس، ۶۳ درصد لیسانس، ۶ درصد فوق دیپلم و مابقی دیپلم و زیر دیپلم بوده‌اند. ۱۸ درصد نمونه مورد بررسی مسؤولیت سرپرستی داشته‌اند. ۴۳ درصد افراد کمتر از ۱۰ سال، ۱۳ درصد بالای ۲۰ سال، و ۳۴ درصد بین ۱۰ تا ۲۰ سال سابقه خدمت داشته‌اند. ۷ درصد نمونه زیر ۲۵ سال، ۸۱ درصد بین ۲۵ تا ۴۵ سال و ۱۲ درصد سنشان بالای ۴۵ سال بوده است.

نتایج حاصل از آزمون‌های آماری

در بعد کیفی و رسیدن به عوامل اصلی موثر بر ادراک ریسک پس از مطالعات کتابخانه‌ای، در ارائه الگوی ذهنی ادراک ریسک در بخش کیفی، مصاحبه‌های نیمه ساختار یافته عمیق، طراحی و انجام شد تا عوامل، مصادیق و مولفه‌های تاثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران بر اساس مقوله‌های شناسایی گردید. علت استفاده از مصاحبه، انعطاف این شیوه و غنای اطلاعاتی بالاتر آن نسبت به سایر شیوه‌های کیفی جمع‌آوری اطلاعات (مانند

مشاهده مشارکتی و ...) است. هدف اصلی در مصاحبه‌های صورت گرفته، جمع آوری توصیف‌هایی در مورد عوامل رفتاری تاثیرگذار بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران و تفسیر پدیده ادراک ریسک سرمایه‌گذاران از منظر خبرگان بازار سرمایه می‌باشد. بنابراین سوال آغازین در مصاحبه‌ها این بود که «آیا فرایند برآورد ریسک از سرمایه‌گذاران بورس عقلایی است؟» سوال مذکور به این دلیل طراحی و انتخاب شد که مصاحبه شونده بدون تفکر زیاد، قادر به پاسخگویی و طرح بحث باشد. بعد از پرسش اولیه، محورهایی از قبیل بیان و تحلیل شواهد دال بر انحراف از عقلانیت (سوگیری) در مرحله شناخت، احساس، تاثیر مقوله‌های فرهنگی، زمان و شخصیت مورد بحث قرار می‌گرفت. به همین تناسب سوالاتی درباره تجارب، برداشتها و تحلیلهای خبرگان نسبت به عوامل رفتاری، عوامل غیر عقلایی، انحرافات مشاهده شده از تئوریهای کلاسیک برآورد ریسک در مرحله شناخت، احساس و رفتار طراحی گردید تا مصاحبه‌ها به سمت ارائه توصیفهای دقیقتری از ادراک ریسک سرمایه‌گذاران هدایت شود. که پس از تحلیل محتوای اطلاعات با استفاده از روش آنروپی شانون، ۵ مولفه مذکور در فرضیات به عنوان متغیرهای مستقل شناسایی گردید.

جهت آزمون فرضیات اصلی پژوهش از روش تحلیل مسیر استفاده گردیده است. هدف از تحلیل مسیر، شناسایی علیت(تأثیر) بین متغیرهای چارچوب مفهومی تحقیق است. نتایج فرضیه‌های پژوهش حاضر در جداول ۳ به تفکیک آمده است.

جدول شماره ۳- خلاصه نتایج آزمون فرض ها

فرضیه‌ها	متغیر مستقل	متغیر وابسته	سطح معناداری (sig)	مقدار ضریب در مدل	نتایج آزمون آماری
۱	عوامل زمان	ادراک ریسک سرمایه‌گذاران	۰/۰۲۱	۰/۱۵۱	✓ حفظ فرضیه پژوهش
۲	عوامل جمعیت شناختی	ادراک ریسک سرمایه‌گذاران	۰/۰۶۵	۰/۲۰۲	✗ رد فرضیه پژوهش
۳	عوامل رفتاری	ادراک ریسک سرمایه‌گذاران	۰/۰۱۲	۰/۵۴۲	✓ حفظ فرضیه پژوهش
۴	عوامل فرهنگی	ادراک ریسک سرمایه‌گذاران	۰/۰۰۱	۰/۴۳۱	✓ حفظ فرضیه پژوهش
۵	عوامل شخصیت	ادراک ریسک سرمایه‌گذاران	۰/۰۰۵	۰/۳۵۹	✓ حفظ فرضیه پژوهش

نمودار شماره ۱ مدل ساختاری تحقیق را در حالت استاندارد نشان می‌دهد که به وسیله نرم افزار آموس محاسبه شده است. مدل ساختاری نشان میدهد ۴ مولفه «زمان»، «رفتاری»، «فرهنگی» و «شخصیت» که خود به ترتیب با ۰،۱۹، ۰،۴ و ۰،۴۵ گویه که جمعا ۴۵ گویه می‌شود به ترتیب با مقادیر ۰،۱۵، ۰،۵۴، ۰،۴۳ و ۰،۳۵ با ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنا دار مثبت دارند. دارند و مسیر بین ادراک ریسک و عوامل جمعیت‌شناختی معنی‌دار نیست.

و از نتایج حاصل از مولفه زمان مشخص می‌گردد که ادراک ریسک سرمایه‌گذاران در اوایل هفته، اول ماه هر سال و نیمه اول سال کمترین مقدار خود بوده که می‌تواند ناشی از خوش بینی آن‌ها به بازار و همچنین برای فصل، برگزاری مجامع شرکت‌ها، باشد.

در خصوص مولفه رفتاری، نتایج نشان دهنده این است که سرمایه‌گذاری که به انتشار اخبار خوب شرکت واکنش بیش از اندازه نشان می‌دهد در مقایسه با سرمایه‌گذاری که واکنش عادی دارد، ادراک ریسک کمتری دارد و بالعکس. همچنین سرمایه‌گذاری که دچار تورش حسرت‌گریزی و زیان‌گریزی در تصمیماتش است ادراک ریسکش بیشتر است. در نهایت سرمایه‌گذاری که فقط با اطلاعات در دسترس و موجود سهمی را خریداری می‌کند، نسبت به سرمایه‌گذاری که بر اساس کلیه اطلاعات سهم می‌خرد، ریسک کمتری را برآورد می‌کند.

در تحلیل مولفه فرهنگی بر اساس نتایج بدست آمده، مشخص گردید که سرمایه‌گذاری که افق زمانی مد نظرش کوتاه مدت است ریسک بیشتری را نسبت به سرمایه‌گذاری که افق بلند مدت دارد، برآورد می‌کند. همچنین سرمایه‌گذاری که تمایل به حفظ سهام موجود را داشته و میل به تغییر سهام خود را ندارد (حتی اگر سهام فعلیش مطلوب هم نباشد)، ریسک‌گریزتر است. از طرفی سرمایه‌گذاری که کسب سود و بازده را خارج از اراده خود دانسته و قائل به بخت و شانس است، ریسک‌پذیرتر از سرمایه‌گذار بدون این تفکر است. یعنی ادراک ریسکش کمتر است.

در تحلیل مولفه شخصیت مشخص گردید که سرمایه‌گذاران دارای شخصیت مطمئن بر خلاف افراد داری شخصیت مضطرب ادراک ریسکش کمتر و از طرفی شخصیت‌های محافظه‌کار بر خلاف متهور، ادراک ریسکش بیشتر است.

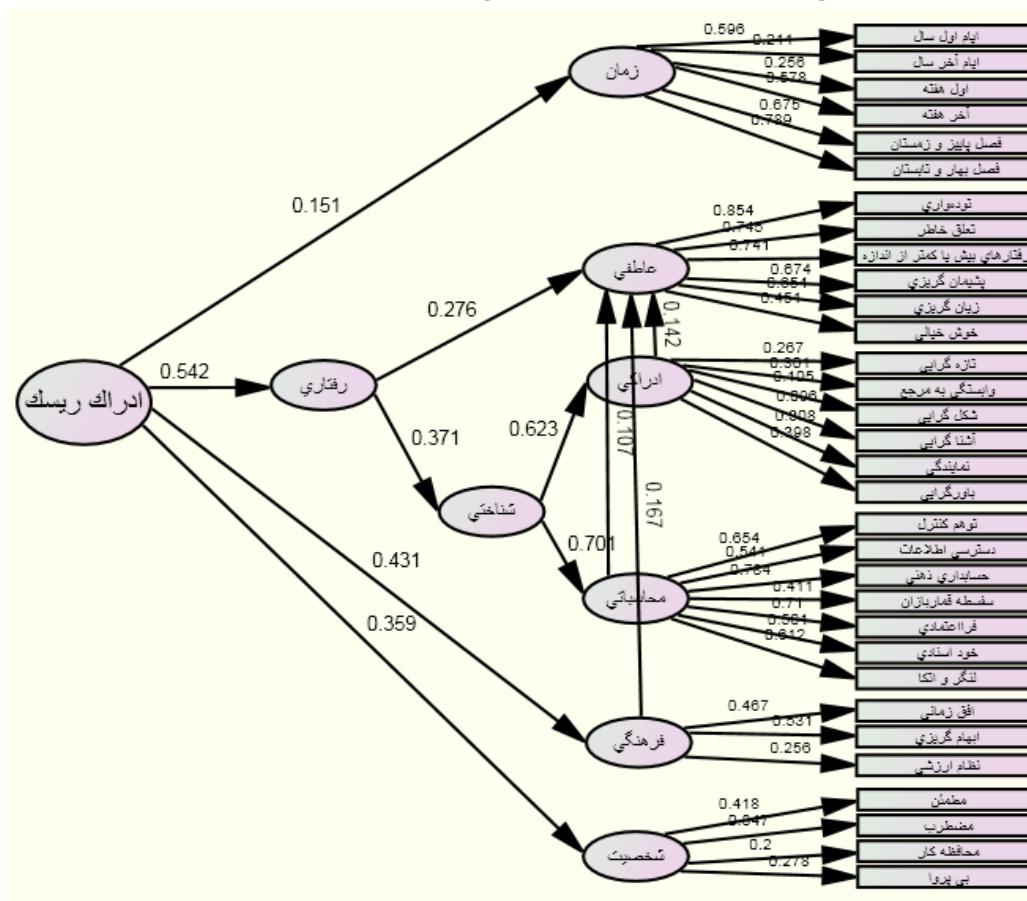
با نگاهی با نتایج خروجی آموس مشخص می‌شود مدل مفهومی تحقیق مدل مناسبی است چون مقدار شاخصهای تناسب مدل به این صورت است: نسبت کای دو به درجه آزادی برابر با ۲ (بین ۲ و ۳ مناسب است) نتایج تحلیل مسیرها به خوبی تاثیر عوامل زمان، رفتاری، فرهنگی و شخصیت را بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران مشخص می‌نماید. و عامل جمعیت شناختی رابطه معناداری با ادراک ریسک ندارد.

جدول شماره ۴- آزمون مسیرهای بین عوامل

مسیر	ضریب	خطای استاندارد	مقدار احتمال
ادراک ریسک < زمان	۰/۱۵۱	۰/۱۶۶	۰/۰۲۱
ادراک ریسک < جمعیت‌شناختی	۰/۲۰۲	۰/۰۵۷	۰/۰۶۵
ادراک ریسک < رفتاری	۰/۵۴۲	۰/۰۷۷	۰/۰۱۲
ادراک ریسک < فرهنگی	۰/۴۳۱	۰/۰۹۵	۰/۰۰۱
ادراک ریسک < شخصیت	۰/۳۵۹	۰/۰۵۵	۰/۰۰۵
جمعیت‌شناختی < عوامل فیزیکی	۰/۲۱۹	۰/۰۴۳	۰/۰۳۲

مقدار احتمال	خطای استاندارد	ضریب	مسیر
۰/۰۰۷	۰/۰۲۲	۰/۳۱۴	جمعیت‌شناختی < عوامل احساسی
۰/۰۲۴	۰/۰۱۴	۰/۲۷۶	رفتاری < عاطفی
۰/۰۰۹	۰/۰۹۹	۰/۶۲۳	رفتاری < شناختی
۰/۰۰۰	۰/۰۷۳	۰/۶۲۳	شناختی < ادراکی
۰/۰۰۰	۰/۰۸۷	۰/۷۰۱	شناختی < محاسباتی
۰/۰۰۰	۰/۰۹۶	۰/۱۶۷	فرهنگی < عاطفی
۰/۰۰۸	۰/۰۱۱	۰/۱۰۷	محاسباتی < عاطفی
۰/۰۲۵	۰/۰۴۷	۰/۱۴۲	ادراکی < عاطفی

الگو و حصول مسیرهای نهایی، الگوی تایید شده تحقیق به طور کلی به صورت زیر است:



شکل ۲- رابطه علی- معلولی عوامل موثر بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران

جهت تایید برازش مدل به شاخصه‌ها مطلق و نسبی PGFI, AGIF, GIF به قرار زیر می‌باشد:

جدول شماره ۴ - شاخصهای برازش: مطلق و نسبی

مقدار آماره	آماره	نوع شاخص
۰/۹۰	GFI ^{۳۰}	شاخص مطلق
۰/۸۷	AGFI ^{۳۱}	
۰/۷۲	PGFI	
۰/۸۸	NFI	شاخص نسبی
۰/۸۶	BRFI ^{۳۲}	
۰/۹۳	CFI ^{۳۳}	

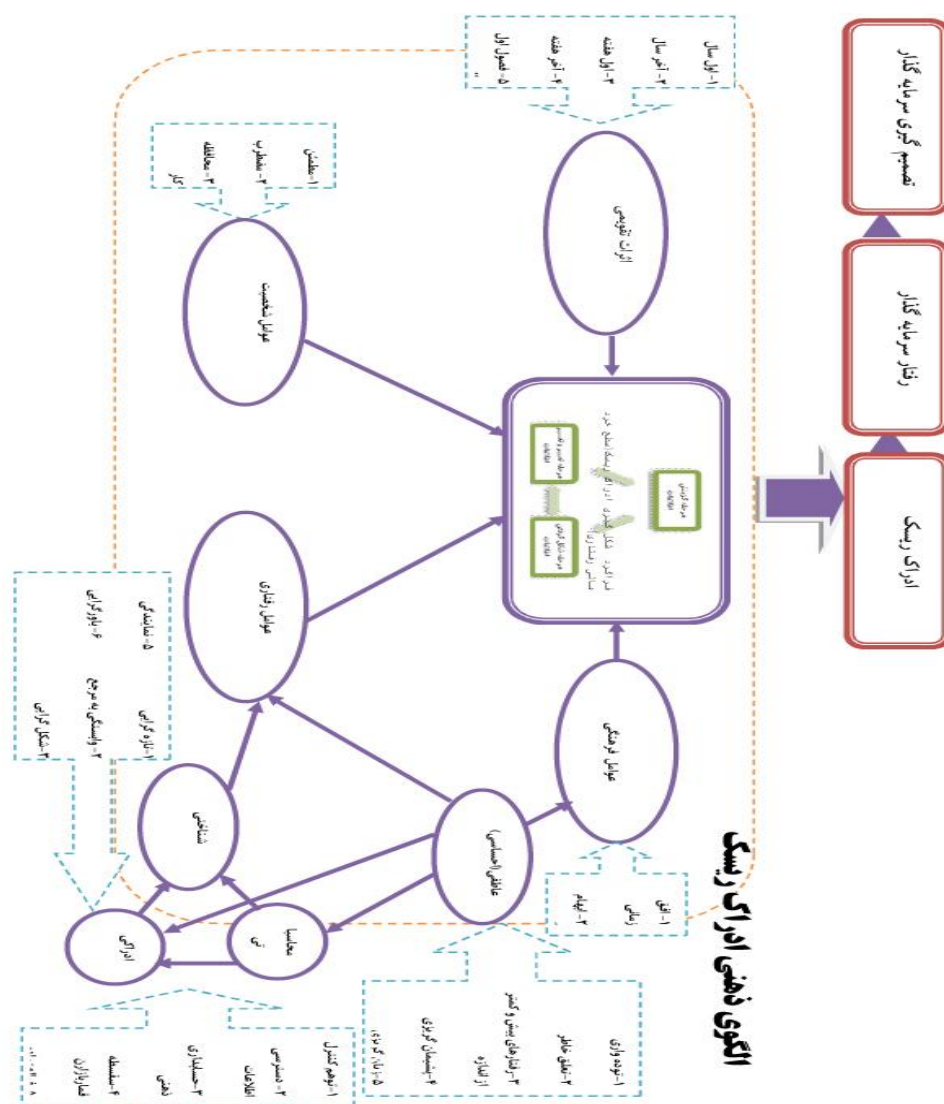
به طور کلی در مدل معادلات ساختاری هر چه مقدار RMSEA از ۰,۰۵ کمتر باشد مدل، مدل بسیار خوبی است و اگر بین ۰,۰۵ تا ۰,۰۸ باشد، مدل مناسب می‌باشد. جذر برآورد واریانس خطای تقریب (RMSEA^{۳۴}) برابر با ۰/۰۶۰ است و فاصله اطمینان ۹۰ درصدی آن بین ۰/۰۵۳ و ۰/۰۶۸ قرار دارد. پس از به دست آوردن مدل نهایی تحقیق و حائز شدن تمامی شرایط برای آن، با استفاده از ضریب مسیری که برای هر کدام از عوامل و مؤلفه‌ها و زیرمؤلفه‌های آن به دست آمده می‌توان اولویت‌بندی عوامل ادراک ریسک را مشخص کرد. در جدول زیر اولویت‌بندی عوامل بر حسب مقادیر ضرایب آن‌ها نشان داده شده است.

جدول شماره ۵ اولویت بندی عوامل بر اساس مدل نهایی تحقیق

عامل	ضریب مسیر	مؤلفه	ضریب مسیر	زیرمؤلفه	ضریب مسیر
رفتاری	۰/۵۴۲	(۱) شناختی	۰/۳۷۱	(۱) محاسباتی	۰/۷۰۱
				(۲) ادراکی	۰/۶۲۳
فرهنگی	۰/۴۳۱				
شخصیت	۰/۳۵۹				
زمان	۰/۱۵۱				

با توجه به جدول فوق می‌توان دید که در بین عوامل اصلی ادراک ریسک، عامل رفتاری با ضریب ۰/۵۴۲ در اولویت اول قرار گرفته و بعد از آن عوامل فرهنگی، شخصیت و زمان در مراتب بعدی قرار دارند. هم‌چنین بین مؤلفه‌های عامل رفتاری، مؤلفه شناختی با ضریب ۰/۳۷۱ در اولویت اول و مؤلفه عاطفی با ضریب ۰/۲۷۶ در

اولویت دوم قرار گرفته‌اند. برای مؤلفه‌های عاطفی نیز زیرمؤلفه محاسباتی با ضریب ۰/۷۰۱ در مرتبه اول و زیرمؤلفه ادراکی با ضریب ۰/۶۲۳ در مرتبه دوم قرار دارند. در نهایت کلیه فرضیه‌ها با جز فرضیه تاثیر عوامل جمعیت شناختی بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران اشاره نمود و الگوی نهایی پژوهش به قرار زیر ارائه شده است.



۶- نتیجه‌گیری و بحث

در این مقاله برای سنجش عوامل ذهنی موثر بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار پرسشنامه‌ای با ۶۰ سوال و ۴۵ گویه ذهنی در ۵ مولفه زمان، جمعیت شناختی، رفتاری، فرهنگی و شخصیت طراحی شد. در طراحی گویه‌ها از نظرات خبرگان استفاده شده و طیف پنج‌تایی لیکرت به کار رفته است. مدل معادلات ساختاری یا تحلیل چند متغیری با متغیرهای مکنون یک رویکرد آماری جامع برای آزمون فرضیه‌هایی درباره روابط بین متغیرهای مشاهده شده و متغیرهای مکنون می‌باشد، که با استفاده از نرم افزار آموس این تحلیل‌ها صورت گرفت. که به نتایج رسیدیم که همه فرضیات بجز فرضیه دوم که مربوط به عوامل جمعیت شناختی بود، تأیید گردید. این نتایج که به رابطه بین گونه‌های ذهنی و مولفه‌ها و ادراک ریسک سرمایه‌گذاران پرداخته است به قرار زیر است:

(۱) چهار مولفه «زمان»، «رفتاری»، «فرهنگی» و «شخصیت» به ترتیب با مقادیر ۰,۱۵، ۰,۵۴، ۰,۴۳ و ۰,۳۵ بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارند. که به معنای ضریب تأثیر می‌باشد و اینکه در ادراک از ریسک سرمایه‌گذاران ۴ گویه فوق نقش بسیار زیادی دارد که تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را به شدت متاثر می‌کند. البته عامل زمان کمترین تأثیر را بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار دارد. که منطبق بر مطالعات تجربی کاپلانسکی و لوی در سال ۲۰۰۹ در بورس ژاپن و آمریکا می‌باشد.

(۲) چنان‌که در این مدل مشاهده می‌شود ۱۰ گویه مربوط به مولفه «زمان»، ۱۹ گویه متعلق به مولفه «رفتاری»، ۴ گویه مربوط به مولفه «فرهنگی» و ۴ گویه مربوط به مولفه شخصیت می‌شود. در مدل اندازه‌گیری مشاهده می‌شود که بین عوامل فرهنگی با عاطفی، عاطفی با محاسباتی، عاطفی با ادراکی، محاسباتی با شناختی، شناختی با ادراکی، رفتاری با عاطفی و رفتاری با شناختی در تأثیر گذاری بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران رابطه وجود دارد.

(۳) چنان‌چه در الگوی نهایی مشاهده گردیده، ادراک ریسک بر رفتار و در نهایت بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران اثر گذار است که می‌تواند در کنترل هیجانات بازار از سوی مراجع ذی‌ربط حائز اهمیت باشد.

در تحقیقات پیشین، عوامل مالی و رویکرد اقتصادی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مد نظر قرار گرفته که با عنوان جریان تصمیم‌گیری کلاسیک (هنجاری) توصیف شده است. در پژوهش حاضر، الگوی رفتاری ادراک ریسک سرمایه‌گذاران ارائه گردید که آمیخته‌ای از رویکرد مالی رفتاری و نظریه‌های تصمیم‌گیری غیر عقلایی در مدیریت است.

- تحقیق حاضر با اتخاذ استراتژی پدیدار نگاری در بعد کیفی و استراتژی پیمایش در بعد کمی انجام شد که ترکیب دو استراتژی مذکور در رابطه با شناسایی عوامل رفتاری و اعتبارسنجی مدل حاصل از آن، موضوعی بدیع و نو است. رویکرد مطالعات پیشین مورد بررسی محقق، همگی مبتنی بر اتخاذ چارچوبی تئوریک جهت تایید فرضیه‌های تحقیق بوده‌اند. به عبارت دیگر، پارادایم حاکم بر آن‌ها،

پوزیتیویسم با رویکرد قیاسی-فرضیه‌ای بوده است. استفاده از استراتژی پدیدار نگاری مبتنی بر پارادایم تفسیرگرایی در بخش کیفی از نوآوری‌های تحقیق به شمار می‌رود.

- در تحقیقات مرور شده توسط محقق، تحلیل جامعی از عوامل احساسی-ادراکی انجام نشده است؛ هم به لحاظ کمی و هم به لحاظ کیفی. در بعد کمی، محقق به تحقیقی که در آن چند عامل احساسی - ادراکی مد نظر قرار گرفته و بررسی شده باشد برخورد نکرد. در بعد کیفی، رابطه علی و معلولی در نظریه‌های مدیریتی و مالی رفتاری در رابطه با عوامل احساسی - ادراکی ارائه نشده بود که در تحقیق حاضر، این مهم محقق گشت. نتایج نیز با نظریه‌های مبتنی بر تقدم عوامل شناختی (نظریه ساخت‌واره) در روان‌شناسی تطابق داشت.

- ارائه الگوی رفتاری ادراک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران به لحاظ انجام فرایند تحقیق و حصول نتایج، بدیع و جدید بود. چرا که قریب به تمامی تحقیقات بررسی شده - که آن‌ها نیز از جامعیت برخوردار نیست - در رابطه با سرمایه‌گذاران در تهران انجام شده و رفع این خلا مورد توجه مدیران نیز قرار گرفت که در تحقیق حاضر انجام شد. نتایج تحقیق در چند بخش نیز موید نوآوری در رابطه با ارائه مفاهیم جدید رفتاری تاثیرگذار بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران است. اولاً مقوله فرعی عوامل قضاوتی (محاسباتی، اسنادی) - که مشتمل بر سه مولفه بود - تا کنون در دسته‌بندی عوامل رفتاری در ادبیات موجود ارائه نشده بود. همچنین مفاهیم (مولفه‌های) توجه محدود، حسرت‌گریزی و ریسک‌پذیری فزاینده در تحقیق حاضر طرح گردید. مولفه‌های مزبور که از طریق مصاحبه‌های کیفی شناسایی و در مرحله پیمایش مورد تایید قرار گرفت، مفاهیمی هستند که در فرایند انجام تحقیق به بدنه دانش مالی رفتاری افزوده گشت.

نتایج پژوهش حاصل شواهدی فراهم نمود که می‌توان موارد زیر را به محققان جهت پژوهش‌های آینده پیشنهاد نمود:

- ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران در فرایند ادراک ریسک آن‌ها تاثیر به‌سزایی دارد. همچنین ترکیب خود بیش‌نگری و خوش‌بینی باعث می‌شود که افراد نسبت به اتکا به دانش خود دچار افراط شوند، خود را غالب بر شرایط و وقایع دانسته و مخاطرات احتمالی موجود را به حساب نیاورند. تالر (۱۹۸۵) بیان می‌کند که چنین افرادی نسبت به وقایع و اخبار غیر منتظره و ناگهانی، عکس‌العمل مفرط نشان می‌دهند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران بورس دو صفت خود بیش‌نگری و خوش‌بینی را به طور نسبی دارا می‌باشند. از سوی دیگر با توجه به این که ویژگی‌های شخصیتی انسان‌ها و بالتبع سرمایه‌گذاران در طول زمان ثابت بوده و در عین حال ممکن است رفتارهای متفاوتی از آن‌ها بروز داده شود، لذا پیشنهاد می‌شود در یک تحقیق ترکیبی و پیمایش چند مقطعی، واکنش‌های سرمایه‌گذاران بورس (با در نظر گرفتن دو صفت مذکور) نسبت به اخبار، رویدادها و اتفاقات محیطی با تاکید بر ابعاد سیاسی، اقتصادی و شرکتهای انجام پذیرد و مقایسه‌ای بین رفتارهای بروز یافته سرمایه‌گذاران در طول زمان و ویژگی‌های شخصیتی آنان انجام پذیرد.

- در راستای تکامل تحقیقات مرتبط با موضوع ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود پژوهش‌هایی با رویکرد علم عصب شناسی و تاثیر عوامل بیوریتیم انجام گیرد. عواملی که جنبه خودآگاهی اندکی دارند و در عین حال بر ادراک ریسک تاثیر گذارند.
- در یک قسمت این پژوهش، عوامل رفتاری شناسایی شده، در واقع پاسخ‌هایی به سوالاتی از جنس چیستی بودند و در قسمت اعتبار سنجی الگو، نتایج حاصله پاسخ‌هایی به سوالاتی از قبیل چگونگی بودند که هر دو در فرایند ادراک ریسک سرمایه‌گذاران خود را نشان می‌دهند. اما موضوعی که برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود این است که نسبت به کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاران تبعی صورت گیرد تا مولفه‌های سنجش کیفیت تصمیمات علیرغم وجود سوگیری‌ها و انحراف از رفتار عقلایی شناسایی گردند. به عبارت دیگر، تحقیق پیشنهادی می‌بایست با اتخاذ رویکرد نتیجه‌گرایی در تصمیمات سرمایه‌گذاران، تعریف مفهوم موفقیت در سرمایه‌گذاری، جایگاه مولفه‌های شناختی و احساسی، نگرش و الگوی ذهنی سرمایه‌گذاران نسبت به مفاهیمی از قبیل ریسک و بازده و دستیابی به نتایج مطلوب را مورد بررسی قرار دهد.

فهرست منابع

- * ازکیا، مصطفی. (۱۳۸۰). جامعه شناسی توسعه. تهران: موسسه نشر حکمه.
- * جو هج، ماری. (۱۳۸۶). تئوری سازمان، از مدرن تا پست مدرن. ترجمه دانایی فرد، حسن. تهران: ترمه.
- * استیفن، پی. رابینز. (۱۳۷۴). مدیریت رفتار سازمانی. ترجمه پارسائیان، علی. و اعرابی، سید محمد. تهران: موسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی.
- * اورنسون، الیوت. (۱۳۶۴). روانشناسی اجتماعی. ترجمه شکوتن، حسین. اهواز: مرکز انتشارات و چاپ دانشگاه شهید چمران.
- * برانسون، اچ. (۱۳۸۷). تئوری و سیاستهای اقتصاد کلان. ترجمه شاکری، عباس. تهران: ترمه
- * راعی، رضا. تلنگی، احمد. (۱۳۸۳). مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته. تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاهها (سمت).
- * رضاییان، علی. (۱۳۸۷). مبانی مدیریت رفتار سازمانی. تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاهها (سمت).
- * رهنمای رودپشتی، فریدون و صالحی، اله کرم (۱۳۸۹). مکاتب و تئوریهای مالی و حسابداری مشتمل بر نظریات، مدل‌ها، تکنیکها. واحد تهران مرکزی، چاپ اول، تهران.
- * ریچارد ال، دفت. (۱۳۷۲). تئوری و طراحی سازمان. ترجمه پارسائیان، علی و اعرابی، سید محمد. تهران: موسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی
- * شولتز، دوان. و شولتز، سیدنی آل. (۱۳۷۸). نظریه‌های شخصیت. ترجمه سید محمدی، یحیی. تهران: موسسه نشر هما

- * شهایی، زیبا. (۱۳۸۵). بررسی رابطه تیپ‌های شخصیتی A/B و خوش‌بینی-بدبینی در کارمندان ادارات دولتی شهر تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد علوم تربیتی. دانشگاه الزهراء (س). دانشکده علوم تربیتی و روانشناسی.
- * شهریاری، سارا. (۱۳۸۶). بررسی و آزمون رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران با استفاده از انحرافات بازده سهام از بازده کل بازار در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴. پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی. دانشکده مدیریت. دانشگاه تهران.
- * سعیدی، علی و فراهانیان، سید محمد جواد (۱۳۹۰). مبانی اقتصاد و مالی رفتاری، تهران: انتشارات بورس.
- * صدقی خوراسگانی، حسین. (۱۳۸۵). بررسی، شناسایی و توصیف سبک‌های غالب رفتاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی. دانشکده معارف اسلامی و مدیریت. دانشگاه امام صادق (علیه السلام).
- * فرهنگی، علی اکبر. و [دیگران]. (۱۳۸۷). نظریه پردازان و مشاهیر مدیریت. تهران: انتشارات مرکز کارآفرینی دانشگاه تهران.
- * قلی‌پور، آریین. (۱۳۸۷). مدیریت رفتار سازمانی، سطح فرد. تهران: انتشارات سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).
- * کریمی، عبدالعلی. (۱۳۸۰). توسعه مالی و رفتار پس‌انداز در ایران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت. دانشکده مدیریت. دانشگاه شیراز.
- * کلاین، پل. (۱۳۸۰). راهنمای آسان تحلیل عاملی. ترجمه صدرالسادات سید جلال. تهران: سمت.
- * مشبکی، اصغر. (۱۳۷۷). مدیریت رفتار سازمانی، تحلیل کاربردی ارزشی از رفتار سازمانی تحولات تهران: ترمه.
- * میر آخور، عباس. و خان، محسن. (۱۳۷۵). مطالعات نظری در بانکداری و مالیه اسلامی. ترجمه بیگدلی، محمد رضائی. تهران: سمت
- * موسوی، سیدعباس (۱۳۸۵). ادراک و نقش آن در رفتار سازمانی. مجله اصلاح و تربیت شماره ۵۱، صص ۲۳-۲۵
- * واعظی، مظفرالدین. و [دیگران]. (۱۳۸۷). مروری بر فرهنگ سازمانی؛ ابعاد و کاربردهای تحقیقات. مهندسی فرهنگی. دوره ۷، شماره ۱۲.
- * هندی، چارلز. (۱۳۸۰). خدایان مدیریت. ترجمه کهزاد آذرهوش. تهران: فردا.
- * Chandra, Abhijeet and Kumar, Ravinder. (2011) "Determinants of individual investor behaviour: An orthogonal linear transformation approach". Jamia Millia Islamia (Central University), New Delhi
- * Gooding, A. E. (1973). Investors' evaluations of common stocks: Perceptions and information processed. Dissertation (PhD in Finance). Ohio State University.
- * Gigerenzer, G. (2002). Fast and frugal heuristics: The tools of bounded rationality. Blackwell handbook of judgment and decision making, 62-88.

- * Hubert Fromlet.(2001). Behavioral finance, Theory and practical application. Business Economies
- * Kreitner.R &kinicki.A .(2008). Organizational Behavior.Mc Graw Hill.
- * Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 263-291.
- * Nelson, M., Evelyne, M. and Enrico, U. (2008). The effects of behavioural factors in investment decision-making: A survey of institutional investors. *International Journal of Business and Emerging Markets*, Vol. 1, No. 1, 2008, pp 24-41
- * Pompion, Michael M. (2002). Behavioral finance and wealth management. Willy finance.
- * Peterson, c., Schwartz. S.M. and Seligman M.E.P.(1981). Self -blame and depressive symptoms. *Journal of Abnormal and social psychology*, 41.
- * Ricciardi,victor(2008).Handbook of Finance: Investment Management and Financial Managemen.ch10, Published by John Wiley & Sons.
- * Trotter, R.1. (1987). Stop blaming yourself.Psycology today, 35 .

یادداشت‌ها

- ¹ Schwartz
- ² Weber
- ³ Irrational Judgments
- ⁴ Intuitive and Deliberate Thought Processes
- ⁵ Representativeness
- ⁶ Availability
- ⁷ Adjustment and Anchoring
- ⁸ Loss Aversion
- ⁹ Mental Accounting
- ¹⁰ Illusion of Control
- ¹¹ Regret Aversion
- ¹² . Axiology
- ¹³ . Locus of Control
- ¹⁴ . Herd Behavior
- ¹⁵ . Over Confidence
- ¹⁶ Selectivity
- ¹⁷ Interpretation
- ¹⁸ Closure
- ¹⁹ . Structural Equation Modeling
- ²⁰ . Latent Variable
- ²¹ Excessive Optimism
- ²² Recency Bias
- ²³ Reference-Dependence
- ²⁴ Framing Effect
- ²⁵ Familiarity
- ²⁶ Representativeness
- ²⁷ Confirmation Bias
- ²⁸ Gambler, s Fallacy
- ²⁹ Self-Serving Bias
- ³⁰ Goodness of Fit Index
- ³¹ Adjusted Goodness of Fit Index
- ³² Bollen's Relative Fit Index
- ³³ Comparative Fit Index
- ³⁴ Root Mean Square Error of Approximation