



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال هشتم / شماره بیست‌ونهم / بهار ۱۳۹۸

## بررسی رفتار سرمایه‌گذاران در انتخاب پرتفوی سهام (رویکرد مالی کلاسیک یا رویکرد مالی رفتاری)

مهدی برآسود

دکتری مالی - گروه مهندسی مالی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران، ایران (نویسنده مسئول)  
Barasoud@gmail.com

غلامرضا زمردیان

استادیار و عضو هیات علمی گروه مدیریت بازرگانی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکز، تهران، ایران.  
gh.zomorodian@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۳/۱۳ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۷/۰۱

### چکیده

رفتار سرمایه‌گذاران به عنوان کسانی که دارای رفتارهای عقلایی می‌باشند به دنبال بهینه‌سازی سود، همه چیز دان و بی‌نهایت منطقی می‌باشند؛ در دنیای واقعی به سختی قابل درک و فهم می‌باشد. حتی با فرض این که سرمایه‌گذاران واقف به همه چیز هستند، این واقعیت که آن‌ها ممکن است مجبور باشند در فرآیندهای جستجوی اطلاعات، تعامل داشته باشند و این که ممکن است دارای محدودیت عقلایی باشند، نادیده گرفته شده است. مطالعات انجام شده در کشور جهت تبیین رفتار ذی‌نفعان در بورس اوراق بهادار یا صرفاً مالی کلاسیک و یا صرفاً مالی رفتاری بوده و متغیرهای واسطه‌ای و تعدیل‌گر تأثیرگذار بر این رویکردها مورد بررسی قرار نگرفته‌اند. بنابراین خلاء پژوهش جامعی که سهم هر دو رویکرد را در تصمیم‌گیری تمامی ذی‌نفعان بورس به طور هم‌زمان بررسی کند، احساس گردید. هدف این پژوهش بررسی جایگاه دو رویکرد مالی رفتاری و مالی کلاسیک در نظام تصمیم‌گیری جهت انتخاب پرتفوی سهام می‌باشد، تا مشخص شود که بازیگران بازار سرمایه بیشتر بر اساس کدامین دیدگاه در این بازار رفتار می‌نمایند.

جامعه آماری این پژوهش کلیه کارگزاران بورس اوراق بهادار، خریداران سهام اعم از اشخاص حقیقی و حقوقی تحلیل‌گران بازار سرمایه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری فعال در بورس می‌باشند. برای آزمون فرضیه‌ها از آمار توصیفی و آزمون ویلکاکسون استفاده گردید. نتایج بررسی‌ها نشان داد که هیچ‌کدام از سه گروه مورد بررسی، پیروی کاملی از رویکرد خاصی نداشته‌اند و در این در حالی است که رویکرد مالی کلاسیک دارای میانگین بالاتری بوده است.

واژه‌های کلیدی: مالی کلاسیک، مالی رفتاری، سرمایه‌گذاری، بورس اوراق بهادار تهران.

## ۱- مقدمه

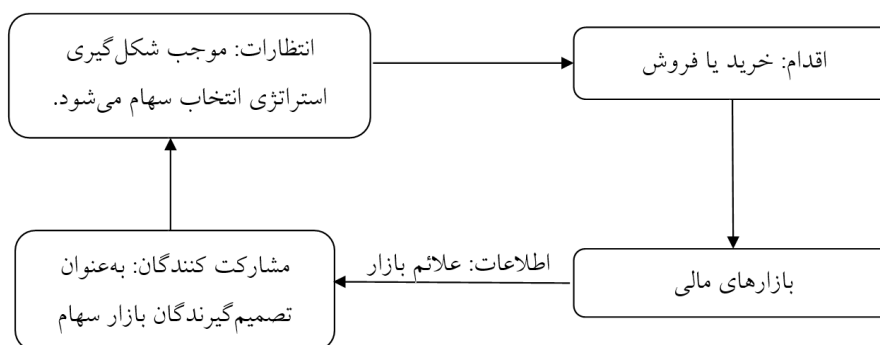
رفتار سرمایه‌گذاران به عنوان کسانی که به دنبال بهینه‌سازی سود، همه‌چیز دان و بی‌نهایت منطقی می‌باشند؛ در دنیای واقعی به سختی قابل درک و فهم می‌باشد. حتی با فرض این که سرمایه‌گذاران واقف به همه چیز هستند، این واقعیت که آن‌ها ممکن است، مجبور باشند در فرآیندهای جستجوی اطلاعات، تعامل داشته باشند و این که ممکن است دارای محدودیت عقلایی باشند، نادیده گرفته شده است (فتحی و دهقانی‌اناری، ۱۳۹۲).

نظریه استاندارد تصمیم‌گیری، بر این باور است که افراد بر اساس منطق و به صورت عقلایی عمل می‌کنند. نظریه پرتفوی مدرن ارائه شده توسط مارکوویتز در سال ۱۹۵۲ نشان می‌دهد که چگونه سرمایه‌گذاران عقلایی، بر اساس منطق، اساس تصمیمات خود در زمینه انتخاب پرتفوی را دو پارامتر ریسک و بازده قرار می‌دهند و با استفاده از بازده و واریانس، سبد سهام خود را متنوع کرده و از این طریق، یک پرتفوی بهینه ایجاد می‌نمایند. اما این مدل، قادر به توضیح رفتار سرمایه‌گذاران در شرایط واقعی نیست. این انحراف سیستماتیک از انتخاب سبد بهینه سهام در رویکرد مالی استاندارد، زمینه ارائه دیدگاه مالی رفتاری و مالی اقتصادی را فراهم نمود (خواجوی و فتحی، ۱۳۹۲). در این مطالعه تلاش می‌شود تا جایگاه این دو رویکرد در نظام تصمیم‌گیری جهت انتخاب پرتفوی سهام مورد بررسی و کنکاش قرار گیرد، تا مشخص شود که بازیگران بازار سرمایه بیشتر بر اساس کدامین دیدگاه در این بازار رفتار می‌نمایند. مسأله انتخاب سبد مالی یکی از مهم‌ترین مسائل علم مالی است، که همواره از اهمیت بالایی برخوردار بوده است. یکی از مشکلات اصلی تصمیم‌گیری در مورد انتخاب سبد مالی، غیر قطعی بودن بازدهی‌های آینده است (قره‌خانی و همکاران، ۱۳۹۲). تئوری‌های مالی مبتنی بر حداکثرسازی مطلوبیت مورد انتظار و ریسک‌گریزی می‌باشند (زنجیردار و همکاران، ۱۳۹۲). در حوزه انتخاب سبد مالی، دو پارادایم غالب وجود دارد: نخستین آن با انقلاب نئوکلاسیک‌ها با مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، تئوری بازار کارآ، مدل قیمت‌گذاری اختیار معامله و تئوری قیمت‌گذاری آربیتراژ شروع شد و دومین دگرگونی اساسی با انقلاب رفتاری در مباحث مالی بروز نمود (ابزری و همکاران، ۱۳۹۰).

البته طی دهه گذشته، بازارهای مالی ملی و بین‌المللی دچار بحران‌های مالی فراوانی شده‌اند، مدل‌های رفتار انطباقی (رفتار انطباقی هنجاری، رفتار انطباقی اطلاعاتی) نیز در بررسی رفتار مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه مورد توجه قرار گرفته‌اند (فتحی و دهقانی‌اناری، ۱۳۹۲). مطالعات اندیشمندان حوزه مالی همواره از یک سو، درصدد تبیین و شناخت علل وقایع بازارهای مالی و از سوی دیگر به دنبال تبیین نقش تصمیم‌سازان و تصمیم‌گیران در بروز این وقایع بوده‌اند، که این موضوع در قالب نمودار شماره یک مشهود است.

مطالعات انجام شده در کشور جهت تبیین رفتار ذی‌نفعان در بورس اوراق بهادار یا صرفاً مالی کلاسیک و یا صرفاً مالی رفتاری بوده و متغیرهای واسطه‌ای و تعدیل‌گر تأثیرگذار بر این رویکردها مورد بررسی قرار نگرفته‌اند. بنابراین خلاء پژوهش جامعی که سهم هر دو رویکرد را در تصمیم‌گیری تمامی ذی‌نفعان بورس به‌طور هم‌زمان بررسی کند، احساس می‌گردد. پرسش‌هایی که این پژوهش به دنبال پاسخ‌گویی به آن‌ها می‌باشد، از این قرار می‌باشند: سبک تصمیم‌گیری کارگزاران بورس اوراق بهادار، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، خریداران و تحلیل

گران سهام چگونه می باشد؟ آیا سبک تصمیم گیری آن‌ها بیشتر پس زمینه مالی رفتاری دارد یا بیشتر مالی کلاسیک؟ و وجوه افتراق و اشتراک شیوه تصمیم گیری این فعالان عرصه بازار سرمایه چگونه می باشد؟



نمودار ۱- تعامل بین سرمایه گذاران به عنوان تصمیم گیرندگان بازار مالی و بازارهای مالی

صوفیان<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۳)

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

یکی از ویژگی‌های بازارهای مالی، غیرقابل پیش‌بینی بودن ریسک دارایی‌های مالی است (رستمی و حقیقی، ۱۳۹۲). بنابراین، داشتن یک نگرش سیستماتیک به بازار سرمایه، کنش‌ها و واکنش‌های آن در دستیابی به شناختی درست از آن ضروری است. تئوری پرتفوی مارکویتز، اساس و شالوده مباحث مالی استاندارد را بنا نهاد. فرض اساسی این تئوری، کارائی بازار است. مالی کلاسیک‌ها، مفروضات خود را در بستر ایده‌آل بنا می‌کنند و چنین فرض می‌کنند که افراد، عقلایی رفتار می‌کنند و در فرآیند تصمیم‌گیری، همه اطلاعات را در نظر می‌گیرند. عقلانیت در این مکتب، از این راه ظهور پیدا می‌کند که افراد، در بازار بر اساس تئوری مطلوبیت مورد انتظار، تصمیم‌گیری می‌کنند و بر اساس تئوری مطلوبیت مورد انتظار، انسان زیان‌گریز است.

سایمون با مطرح ساختن عقلانیت محدود و تصمیمات رضایت‌بخش مدیران (هچ، ۱۳۸۷) در تصمیم و پیشینه‌سازی مطلوبیت نهایی، تشکیک کرد. اولین مطالعات تجربی در زمینه رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سرمایه به دهه هفتاد برمی‌گردد. از جمله محققانی که نتایج پژوهش او پایه‌های سرمایه‌گذاری عقلایی را لرزاند، کاهنمن بود (اسلامی بیدگلی و کردلوئی، ۱۳۸۹). تئوری چشم‌انداز، چهار بخش مهم از ابعاد رفتاری سرمایه گذاران را در بر می‌گیرد که عبارتند از: (۱) زیان‌گریزی؛ (۲) حسابداری ذهنی؛ (۳) کنترل شخصی؛ و (۴) پیشیمان‌گریزی (شادمان و همکاران، ۱۳۹۱).

به‌طور کلی بهینه‌سازی پرتفوی عبارتست از فرآیند تجزیه و تحلیل پرتفوی و مدیریت دارایی‌های موجود به‌گونه‌ای که حداکثر بازده برای سطح مشخصی از خطر بدست آید، راهبرد مدیریت سرمایه‌گذاری یا پرتفوی دو نوع است:

الف) راهبرد غیرفعال مدیریت پرتفوی: بر فرض کارآمد بودن بازار استوار است. به این معنی که در یک بازار کارآمد مجموعه اطلاعات به‌طور کامل و به سرعت در قیمت‌های بازار منعکس می‌شود. در راهبرد غیرفعال مدیریت برای تشکیل پرتفوی اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات گذشته در مورد قیمت و بازده آن‌ها، اوراق بهادار مناسب را انتخاب می‌نماید. وجه مشخصه این نوع راهبرد، خرید اوراق بهادار و حفظ آن‌ها برای مدت طولانی است.

ب) راهبرد فعال مدیریت پرتفوی: این راهبرد فرض کارآمدی بازار را نمی‌پذیرد. راهبرد فعال مدیریت به‌طور مستمر متغیرهای کلان اقتصادی، قیمت و بازده اوراق بهادار موجود در بازار را بررسی کرده و به‌دنبال پیدا کردن اوراق بهاداری هستند که بیشتر یا کمتر از ارزش واقعی، قیمت گذاری شده‌اند. با این اوصاف وجه مشخصه این راهبرد، انتخاب پرتفوی از اوراق بهادار است که ساختار آن به‌طور مداوم، مورد بازبینی قرار گرفته و تغییر خواهد کرد (کشتکار، ۱۳۸۷).

چالش ذهنی اساسی مدیران سرمایه‌گذار، تحلیل‌گران و مشاوران مالی در بازار سهام این است که تحلیل‌ها و مشاوره‌ها بایستی بر چه اساسی صورت گیرد؟ ظهور مکتب مالی رفتاری بنیان‌های مالی استاندارد را برانداخت و خود به پارادایم مستقلی دست یافت. ولی سوءگیری‌هایی در مالی رفتاری به وجود آمد که قابل تبیین نبود و منجر به ورود دانش پزشکی در عرصه اقتصاد مالی و سرمایه‌گذاری شد و حوزه جدیدی در مدیریت مالی تحت عنوان نورو فاینانس (مالی عصبی) متولد شد. این رویکرد جدید به تصمیم‌گیری بوده و بیان می‌کند که حس و حال درونی فرد به تفکرات، مشاهدات و برداشتها و وقایع تا حدی وابسته است که درون وی را متفاوت می‌سازد (اسلامی‌بیدگلی و کردلوئی، ۱۳۸۹).

با بررسی سیر تحول رویکردها و پارادایم‌های مختلف تصمیم‌گیری مالی این سؤال مطرح می‌شود که با توجه به اختصاصات فرهنگ، نظام تصمیم‌گیری، میزان شفافیت اطلاعاتی، فرآیندهای تصمیم‌گیری، ذی‌نفعان حوزه بورس اوراق بهادار، میزان مداخله دولت در سیاست‌گذاری در این حوزه، تجربه فعالان این حوزه و... نهایتاً سبک تصمیم‌گیری چگونه است؟

تلنگی (۱۳۸۳) در مقاله خود تحت عنوان "تقابل نظریه نوین مالی و نوین رفتاری"، تقابل نظریه‌های نوین مالی را با مالی رفتاری مورد بررسی قرار داد. وی نظریه خود را با هدف ادغام روان‌شناسی با اقتصاد تحت عنوان استثناهای بازار در مقابل نظریه دیگری با نام مالی رفتاری به چالش کشید. هدف این مقاله مرور مفاهیم، مطالعه‌های انجام شده در هر دو حوزه از تاریخ شکل‌گیری آن‌ها، بررسی ضعف و قوت هر دو نظریه و چالش‌های پیش روی آن‌هاست. نتیجه‌گیری نهایی از مطالعه شواهد موجود بیانگر این واقعیت است که نقش مالی رفتاری در تبیین رفتار عامل‌های اقتصادی غیرقابل انکار است.

رهنمای رودپشتی و همکاران (۱۳۸۷) در پژوهشی تحت عنوان "کارکرد مالی رفتاری در تبیین پایگاه علمی برای تجزیه و تحلیل سهام" به تبیین کارکرد مالی رفتاری در تجزیه و تحلیل سهام با رویکرد علمی و کاربردی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج مطالعه نشان داده است که اولاً این رویکرد تحلیل سهام اطلاعات قابل اتکاتری فراهم می‌نماید. ثانیاً کارکرد مالی رفتاری، در پیش‌بینی رفتار سرمایه‌گذاران تأثیرگذار می‌شود.

اسلامی بیدگلی و کردلوئی (۱۳۸۹) در پژوهشی تحت عنوان "مالی رفتاری، مرحله گذر از مالی استاندارد تا نوروفاینانس" را مورد مطالعه قرار دادند. آن‌ها در این مقاله به بررسی آنچه در بازارهای مالی و اقتصادی تا به حال به عنوان پایه و اساس تحقیقات وجود داشته و به عنوان مالی استاندارد نام برده می‌شده پرداختند و نتایج حاکی از این بوده است که وجود سوءگیری‌هایی باعث گردیده است که به وجود مالی رفتاری پی برده شود. اما از آنجا که این مکتب نیز فقط آثار و علائم را نشان داده و از ذکر علت‌ها عاجز مانده است، محققان مکتب دیگری را یافته‌اند که علت سوءگیری‌های رفتاری از آنجا نشأت گرفته است. این مکتب جدید که برگرفته از سیستم عصبی انسان‌ها و اثر آن بر تصمیمات به خصوص تصمیمات مالی و اقتصادی است به مکتب نوروفاینانس معروف شده است.

رهنمای رودپشتی و همکاران (۱۳۹۱) در مطالعه‌ای تحت عنوان "بررسی الگوی ریاضی انتخاب پرتفوی سرمایه‌گذاری مبتنی بر مالی رفتاری"، ضمن بررسی مفاهیم مالی رفتاری، به تبیین الگوی انتخاب پرتفوی در چارچوب تئوری‌های مالی رفتاری پرداختند و مفاهیم مالی را در قالب الگوی ریاضی ارائه کردند. سپس با استفاده از داده‌های ده ساله بازدهی شاخص قیمت و بازدهی نقدی، به آزمون مدل بر اساس داده‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بدین منظور، ضمن تفکیک داده‌ها به دو بخش داده‌های آزمون و ارزیابی، بر اساس بازدهی‌های دوره‌های سه ماهه هفت سال اول، پرتفوی‌های پیشنهادی مبتنی بر الگوی مالی استاندارد و الگوی مالی رفتاری تشکیل و محاسبه بازدهی برای ۸۴ پرتفوی پیشنهادی برای دوره سه ساله، مورد بررسی قرار گرفت. آزمون مقایسه میانگین‌ها در سطح خطای ۵ درصد حاکی از عدم تأیید فرضیه، یعنی برابری بازدهی حاصل از الگوی رفتاری در مقایسه با الگوی استاندارد در بازار مالی ایران بوده است.

ولکک (۲۰۰۵) در مطالعه‌ای تحت عنوان "انتخاب پرتفوی بر اساس زیان‌گریزی، رفتار ریسک‌پذیری نامتقارن و تفکیک فرصت‌های بدون ریسک"، مدل دو دوره‌ای را ارائه نمودند که در آن، اولویت‌های فرد سرمایه گذار از طریق تئوری دورنما توصیف شده است که توسط کاهنمن و تورسکی ارائه شده‌اند. آن‌ها نشان دادند که تغییرات در وزن پرتفوی به طور مستقیم متأثر از نقطه مرجع و نسبت میان نقطه مرجع و سطح ثروت و به طور غیرمستقیم، متأثر از عملکرد دارایی ریسکی می‌باشد.

هانتون (۲۰۰۵) بر اساس تئوری بازارهای کارآ به بررسی مالی رفتاری سهامداران در بورس سهام شیکاگو در ارتباط با نحوه تصمیم‌گیری آن‌ها در مورد سهام شرکت‌های دارای فناوری بالا پرداخت. بر اساس نتایج این پژوهش، تصمیم‌گیری سهامداران در مورد این گروه از سهام با تئوری‌های موجود در مدیریت مالی همخوانی ندارد و علی‌رغم سود کم و EPS پایین این شرکت‌ها، به دلیل انتظارات بالای سهامداران از آینده درخشان این شرکت‌ها، تقاضای خرید این گروه از سهام به شدت افزایش یافته و متغیرهای مالی ضعیف این شرکت‌ها، مانع از خرید سهام آن‌ها نشده است.

فرناندز و همکاران (۲۰۰۹) در مقاله‌ای با عنوان "مالی رفتاری و ریسک تخمین در فرآیند بهینه‌سازی پرتفوی تصادفی"، به بررسی هم‌زمان چهار متغیر رفتاری: زیان‌گریزی، حسابداری ذهنی، ریسک‌پذیری نامتقارن و تابع وزن‌دهی احتمال پرداختند. آن‌ها در این پژوهش ضمن جمع و آزمون هر چهار پدیده مذکور در فرآیند

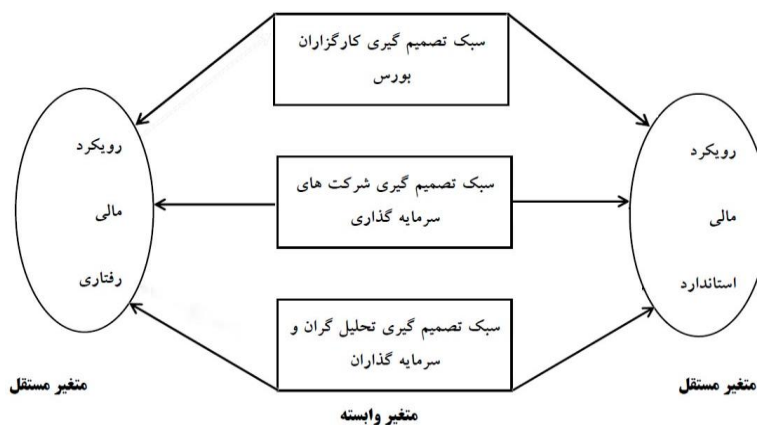
انتخاب پرتفوی در دوره‌های زمانی چندگانه، به بررسی ریسک تخمین متغیرهای مورد بررسی بر اساس تغییرات شاخص روزانه بورس در ۲۶ کشور پرداختند.

سولتانا (۲۰۱۰) در مطالعه‌ای تحت عنوان "مطالعه تجربی رفتار سرمایه‌گذاران فردی هند"، به بررسی رفتار سرمایه‌گذاران خرده‌پا در بازار سهام هند پرداخت. در این پژوهش، ویژگی‌هایی از قبیل جنسیت و سن در رابطه با سوءگیری رفتاری و ریسک آن‌ها بررسی شد که نتایج این پژوهش نشان داد یک همبستگی قوی و منفی بین سن و ریسک سرمایه‌گذاران وجود دارد.

تکه و ییلماز (۲۰۱۵) در مطالعه‌ای تحت عنوان "آیا سرمایه‌گذاران فردی سهام، اعتماد به نفس بیش از اندازه دارند؟ شواهدی از بازار نوظهور"، به بررسی اعتماد به نفس بیش از اندازه سرمایه‌گذاران در بازار سهام ترکیه پرداختند. نتایج بررسی‌های آنان نشان داد که رفتار بیش از اندازه معتمد به نفس، در بین سرمایه‌گذاران فردی سهام، متداول است. مردان، جوانان، سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاران با ارزش پرتفوی کمتر و سرمایه‌گذاران با درآمد و آموزش پایین‌تر، رفتار بیش از اندازه معتمد به نفس بیشتری از خود نشان می‌دهند. جناب آقای براسود چند تا از پیشینه کم شود.

### ۳- روش شناسی پژوهش

بررسی طی بهار و تابستان سال ۱۳۹۴ در مطالعه حاضر، جامعه آماری پژوهش عبارت است از کلیه کارگزاران بورس اوراق بهادار، خریداران سهام اعم از اشخاص حقیقی و حقوقی تحلیل‌گران بازار سرمایه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری که در بازار سرمایه فعال هستند. و اطلاعات این پژوهش شامل ۳۵۴ نفر از سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران، ۵۱ شرکت، صندوق سرمایه‌گذاری و ۴۴ شرکت کارگزاری می‌باشد که مبنای تجزیه و تحلیل‌ها قرار گرفتند، زیرا نتایج حاصل از آن می‌تواند در تصمیمات کارگزاران، تحلیل‌گران، سرمایه‌گذاران و شرکت‌های سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار گیرد.



نمودار ۲- مدل تحقیق

#### ۴- بحث و بررسی

مورد بررسی طی بهار و تابستان سال ۱۳۹۴، شامل ۳۵۴ نفر از سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران، ۵۱ شرکت و صندوق سرمایه‌گذاری، و ۴۴ شرکت کارگزاری می‌باشد که مبنای تجزیه و تحلیل‌ها قرار گرفتند. سپس بررسی وضعیت نرمال بودن یا نبودن متغیرها پرداخته شود. با توجه به نتایج آزمون جارج برا، سطح معناداری برای متغیرها کمتر از ۰/۰۵ است و لذا نرمال بودن متغیرها رد می‌شود و از روش‌های ناپارامتریک استفاده گردید، و همچنین با توجه به نتیجه فوق از دو رویکرد استفاده خواهد شد. توضیح این‌که در روش نخست، به بررسی میانگین مقادیر رویکردهای مالی رفتاری و مالی کلاسیک و قیاس آن‌ها پرداخته می‌شود و در روش دوم، از آزمون ویلکاکسون استفاده می‌شود. با جمع‌بندی این نتایج می‌توان فرضیه‌ها را به طور کامل مورد بررسی قرار داد.

#### رویکرد نخست

در این قسمت به بررسی و قیاس میانگین مقادیر به‌دست آمده پرداخته می‌شود. نتایج اجرای این رویکرد در جدول شماره یک ارائه شده است.

باتوجه به نتایج ارائه شده در جدول شماره یک، مقدار میانگین پاسخ‌های داده شده به مالی کلاسیک برای هر سه گروه "سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران"، "شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری" و "کارگزاران بورس" بیشتر از مالی رفتاری است. لذا می‌توان گفت که هر سه گروه مورد بررسی، تمایل بیشتری به مالی کلاسیک دارند. به این ترتیب، تا کنون فرضیه‌های اول، سوم و پنجم پژوهش، اولویت بیشتری نسبت به فرضیه‌های دوم، چهارم و ششم دارند. البته برای بررسی دقیق‌تر در ادامه از آزمون ویلکاکسون استفاده خواهد شد.

جدول ۱- مقدار میانگین پاسخ‌های داده شده

گروه	میانگین امتیاز مالی رفتاری	میانگین امتیاز مالی کلاسیک
سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران	۴/۱۴۷	۴/۳۵۷
شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری	۴/۲۷۸	۴/۵۶۵
کارگزاران بورس	۴/۲۳۵	۴/۵۷۳

منبع: یافته‌های تحقیق

#### رویکرد دوم - گروه کارگزاران

##### فرضیه شماره یک

در این قسمت به انجام آزمون ویلکاکسون و بررسی فرضیه‌ها پرداخته می‌شود. نتایج اجرای این آزمون برای فرضیه اول پژوهش مبنی بر این که "بین سبک تصمیم‌گیری کارگزاران بورس اوراق بهادار در انتخاب پرتفوی بهینه سهام و رویکرد مالی استاندارد (کلاسیک) رابطه معنی‌داری وجود دارد".

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول شماره دو، تفاوت معناداری بین میانگین امتیازات داده شده توسط کارگزاران به پرسش‌های راجع به مالی کلاسیک و امتیازات مورد نظر برای پیروی کامل از مالی کلاسیک وجود دارد و لذا کارگزاران، پیروی کاملی از مالی کلاسیک ندارند (فرض صفر رد نمی‌شود). به این ترتیب فرضیه اول این مطالعه قابل قبول نخواهد بود.

جدول ۲- رتبه‌های آزمون ویلکاکسون

سطح معناداری	آماره Z ****	جمع رتبه‌ها	میانگین رتبه	تعداد	
۰/۰۰۳	-۲/۹۳۴	۰/۰۰	۰/۰۰	۰	رتبه‌های منفی*
		۶۶/۰۰	۶/۰۰	۱۱	رتبه‌های مثبت**
		۰/۰۰	۰/۰۰	۰	رتبه‌های برابر***

\* = امتیاز میانگین پاسخ‌های داده شده، بیشتر از امتیاز مورد نظر برای مالی کلاسیک است؛

\*\* = امتیاز میانگین پاسخ‌های داده شده، کمتر از امتیاز مورد نظر برای مالی کلاسیک است؛ و

\*\*\* = امتیاز میانگین پاسخ‌های داده شده، برابر با امتیاز مورد نظر برای مالی کلاسیک است.

منبع: یافته‌های تحقیق

### فرضیه شماره دوم

نتایج اجرای آزمون ویلکاکسون برای آزمون فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اینکه "بین سبک تصمیم‌گیری کارگزاران بورس اوراق بهادار در انتخاب پرتفوی بهینه سهام و رویکرد مالی رفتاری رابطه معنی داری وجود دارد".

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول شماره سه تفاوت معناداری بین میانگین امتیازات داده شده توسط کارگزاران به پرسش‌های راجع به مالی رفتاری و امتیازات مورد نظر برای پیروی کامل از مالی رفتاری وجود دارد و لذا کارگزاران، پیروی کاملی از مالی رفتاری ندارند (فرض صفر رد نمی‌شود). به این ترتیب فرضیه دوم این مطالعه قابل قبول نخواهد بود.

جدول ۳- رتبه‌های آزمون ویلکاکسون

سطح معناداری	آماره Z	جمع رتبه‌ها	میانگین رتبه	تعداد	
۰/۰۰۱	-۳/۴۰۸	۰/۰۰	۰/۰۰	۰	رتبه‌های منفی
		۱۲۰/۰۰	۸/۰۰	۱۵	رتبه‌های مثبت
		۰/۰۰	۰/۰۰	۰	رتبه‌های برابر

منبع: یافته‌های تحقیق



### گروه شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری

#### فرضیه شماره سه

نتایج اجرای آزمون ویلکاکسون برای آزمون فرضیه سوم پژوهش مبنی بر اینکه "بین سبک تصمیم‌گیری شرکت‌های سرمایه‌گذاری در انتخاب پرتفوی بهینه سهام و رویکرد مالی استاندارد رابطه معنی داری وجود دارد". با توجه به نتایج ارائه شده در جدول شماره چهار، تفاوت معناداری بین میانگین امتیازات داده شده توسط شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری به پرسش‌های راجع به مالی کلاسیک و امتیازات مورد نظر برای پیروی کامل از مالی کلاسیک وجود دارد و لذا شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، پیروی کاملی از مالی کلاسیک ندارند (فرض صفر رد نمی‌شود). به این ترتیب فرضیه سوم این مطالعه قابل قبول نخواهد بود.

جدول ۴- رتبه‌های آزمون ویلکاکسون

سطح معناداری	آماره Z*	جمع رتبه‌ها	میانگین رتبه	تعداد	
۰/۰۰۳	-۲/۹۳۶	۰/۰۰	۰/۰۰	۰	رتبه‌های منفی
		۶۶/۰۰	۶/۰۰	۱۱	رتبه‌های مثبت
		۰/۰۰	۰/۰۰	۰	رتبه‌های برابر

منبع: یافته‌های تحقیق

#### فرضیه شماره چهار

نتایج اجرای آزمون ویلکاکسون برای آزمون فرضیه چهارم پژوهش مبنی بر این که "بین سبک تصمیم‌گیری شرکت‌های سرمایه‌گذاری در انتخاب پرتفوی بهینه سهام و رویکرد مالی رفتاری رابطه معنی داری وجود دارد"، با توجه به نتایج ارائه شده در جدول شماره پنج، تفاوت معناداری بین میانگین امتیازات داده شده توسط شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری به پرسش‌های راجع به مالی رفتاری و امتیازات مورد نظر برای پیروی کامل از مالی رفتاری وجود دارد و لذا شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، پیروی کاملی از مالی رفتاری ندارند (فرض صفر رد نمی‌شود). به این ترتیب فرضیه چهارم این مطالعه قابل قبول نخواهد بود.

جدول ۵- رتبه‌های آزمون ویلکاکسون

سطح معناداری	آماره Z	جمع رتبه‌ها	میانگین رتبه	تعداد	
۰/۰۰۱	-۳/۴۰۸	۰/۰۰	۰/۰۰	۰	رتبه‌های منفی
		۱۲۰/۰۰	۸/۰۰	۱۵	رتبه‌های مثبت
		۰/۰۰	۰/۰۰	۰	رتبه‌های برابر

منبع: یافته‌های تحقیق

## گروه سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران

## فرضیه شماره پنج

نتایج اجرای آزمون ویلکاکسون برای آزمون فرضیه شماره پنج مبنی بر این‌که "بین سبک تصمیم‌گیری تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران در انتخاب پرتفوی بهینه سهام و رویکرد مالی استاندارد رابطه معنی داری وجود دارد"

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول شماره شش، تفاوت معناداری بین میانگین امتیازات داده شده توسط سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران به پرسش‌های راجع به مالی کلاسیک و امتیازات موردنظر برای پیروی کامل از مالی کلاسیک وجود دارد و لذا سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران، پیروی کاملی از مالی کلاسیک ندارند (فرض صفر رد نمی‌شود). به این ترتیب فرضیه پنجم این مطالعه قابل قبول نخواهد بود.

## جدول ۶- رتبه‌های آزمون ویلکاکسون

سطح معناداری	آماره Z	جمع رتبه‌ها	میانگین رتبه	تعداد	
۰/۰۰۳	-۲/۹۳۴	۰/۰۰	۰/۰۰	۰	رتبه‌های منفی
		۶۶/۰۰	۶/۰۰	۱۱	رتبه‌های مثبت
		۰/۰۰	۰/۰۰	۰	رتبه‌های برابر

منبع: یافته‌های تحقیق

## فرضیه شماره شش

نتایج اجرای آزمون ویلکاکسون برای آزمون فرضیه ششم پژوهش مبنی بر این‌که "بین سبک تصمیم‌گیری تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران در انتخاب پرتفوی بهینه سهام و رویکرد مالی رفتاری رابطه معنی داری وجود دارد"

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول شماره هفت، تفاوت معناداری بین میانگین امتیازات داده شده توسط سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران به پرسش‌های راجع به مالی رفتاری و امتیازات مورد نظر برای پیروی کامل از مالی رفتاری وجود دارد و لذا سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران، پیروی کاملی از مالی رفتاری ندارند (فرض صفر رد نمی‌شود). به این ترتیب فرضیه ششم این مطالعه قابل قبول نخواهد بود.

## جدول ۷- رتبه‌های آزمون ویلکاکسون

سطح معناداری	آماره Z*	جمع رتبه‌ها	میانگین رتبه	تعداد	
۰/۰۰۱	-۳/۴۰۸	۰/۰۰	۰/۰۰	۰	رتبه‌های منفی
		۱۲۰/۰۰	۸/۰۰	۱۵	رتبه‌های مثبت
		۰/۰۰	۰/۰۰	۰	رتبه‌های برابر

منبع: یافته‌های تحقیق

## ۵- نتیجه گیری و بحث

در این مطالعه، فرضیه‌های مطرح شده بر اساس داده‌های گردآوری شده از ۳۵۴ نفر از سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران، ۵۴ شرکت و صندوق سرمایه‌گذاری، و ۵۱ شرکت کارگزاری طی بهار و تابستان ۱۳۹۴ و با استفاده از دو رویکرد مورد آزمون قرار گرفت. در ابتدا آماره‌های توصیفی ارائه گردید و سپس شش فرضیه اصلی به همراه فرضیه‌های فرعی مطرح شده مورد آزمون قرار گرفتند. نتایج بررسی فرضیه‌ها، به‌طور خلاصه حاکی از این بود که هر سه گروه "سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران"، "شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری" و "کارگزاران بورس" تمایل بیشتری به مالی کلاسیک نسبت به مالی رفتاری دارند. این در حالی است که هیچ‌کدام از این سه گروه، پیروی کاملی از مالی کلاسیک یا مالی رفتاری ندارند. نتایج بررسی‌ها نشان داد که هیچ‌کدام از سه گروه مورد بررسی، پیروی کاملی از رویکرد خاصی نداشته‌اند و در این در حالی است که رویکرد مالی کلاسیک دارای میانگین بالاتری بوده است و به این ترتیب، خلاصه نتایج تحقیق را می‌توان به صورت جدول شماره هشت ارائه نمود.

جدول ۸- خلاصه نتایج تحقیق

رویکرد مرجع	پیروی از رویکرد مالی کلاسیک	پیروی از رویکرد مالی رفتاری	
مالی کلاسیک	-	-	سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران
مالی کلاسیک	-	-	شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری
مالی کلاسیک	-	-	کارگزاران بورس

منبع: نتایج تحقیق

نتایج بررسی‌های این مطالعه همان‌طور که پیشتر نیز اشاره شد، بیانگر عدم پیروی فعالان بازار سرمایه از رویکردی خاص و متعاقباً پراکندگی روش‌های مورد استفاده بوده است که می‌تواند بیانگر عدم نائل آمدن سرمایه‌گذاران در بورس به پختگی کامل و به نوعی سردرگمی آنان در انتخاب رویکردهای بهینه باشد. این در حالی است که پیروی صرف بسیاری از سرمایه‌گذاران از شایعات اخبار غیر موثق می‌تواند یکی از علل اصلی شرایط جاری باشد. گفتنی است گرچه تمایل پاسخ‌دهندگان به مالی کلاسیک اندکی بیشتر از مالی رفتاری بوده است، اما از آنجا که تمایز آن‌ها از لحاظ آماری تأیید نشده است، نمی‌توان نتیجه‌گیری دقیقی در این باره انجام داد. گرچه پژوهشی به‌طور مستقیم به بررسی موضوع مطالعه حاضر نپرداخته اما از بین پژوهش‌های صورت گرفته می‌توان مورد مشابهی را استخراج نمود. نتیجه مطالعه حاضر در انطباق با نتیجه مطالعه هانتون (۲۰۰۵) است. هانتون (۲۰۰۵) بر اساس تئوری بازارهای کارآ به بررسی مالی رفتاری سهامداران در بورس سهام شیکاگو در ارتباط با نحوه تصمیم‌گیری آن‌ها در مورد سهام شرکت‌های دارای فناوری بالا پرداخت. بر اساس نتایج این پژوهش، تصمیم‌گیری سهامداران در مورد این گروه از سهام با تئوری‌های موجود در مدیریت مالی همخوانی

ندارد و علی‌رغم سود کم و EPS پایین این شرکت‌ها، به دلیل انتظارات بالای سهامداران از آینده درخشان این شرکت‌ها، تقاضای خرید این گروه از سهام به شدت افزایش یافته و متغیرهای مالی ضعیف این شرکت‌ها، مانع از خرید سهام آن‌ها نشده است.

یافته‌های آزمون فرضیه‌های اول تا ششم پژوهش نشان می‌دهند که بین سبک تصمیم‌گیری کارگزاران، سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران، شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری بورس اوراق بهادار در انتخاب پرتفوی بهینه با سهام رویکرد مالی استاندارد (کلاسیک) یا رویکرد مالی رفتاری رابطه معنی‌داری وجود ندارد که بنابراین به فعالان بازار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که با استفاده از تئوری‌های موجود در مدیریت مالی و بررسی دقیق‌تر و علمی‌تر وضعیت بازار، امکان کسب بازدهی بالاتری را برای خود فراهم آورند. توضیح این‌که پیروی بیشتر از هردو رویکرد مالی رفتاری و مالی کلاسیک خواهد توانست کمک قابل توجهی به انتخاب سهام بهینه به این شرکت‌ها نماید. پیشنهاد می‌شود که با پرهیز از شایعات و اتخاذ تصمیمات تصادفی، رویکردی مشخص و مدون برای سرمایه‌گذاری را در پیش گیرند.

باتوجه به مجموعه نتایج این مطالعه، به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود که در راستای توسعه سرمایه‌گذاری علمی و افزایش دانش مالی سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه، از روش‌های مختلف و قوی‌تر آموزش علمی استفاده نماید تا شاهد اتخاذ رویکردهای هرچه علمی‌تر از گروه‌های فعال در بورس باشیم.

براساس نتایج به‌دست آمده، مشهود است که مبانی پایه‌ای برای هر سه گروه مهم است و با این حال، تحلیل‌های بنیادین و مالی کلاسیک، دارای اهمیت و اولویت بالاتری است. توضیح این‌که در هر سه گروه، تمایل به سمت مالی کلاسیک از رتبه بالاتری برخوردار بوده است. لذا توجه بیشتر به مباحث مالی رفتاری پیشنهاد می‌گردد.

در این مطالعه، به‌منظور بررسی پیروی فعالان بازار سرمایه از رویکردهای مالی رفتاری و مالی کلاسیک، از پرسشنامه استفاده شد و لذا پیشنهاد می‌شود با تدوین مدل‌های ریاضی در مطالعات آتی، موضوع مورد بررسی در این مطالعه مجدداً مورد آزمون قرار گیرد و نتایج مقایسه شوند.

در این پژوهش، فعالان در بورس اوراق بهادار تهران مورد پرسش قرار گرفتند و بنابراین، پیشنهاد می‌شود تا در پژوهش‌های آتی، این موضوع در سطح سایر بورس‌های کشور نیز بررسی گردد.

### فهرست منابع

- \* ابزری، مهدی؛ برجی دولت‌آباد، ابراهیم و عبادزاده، محمدعلی. (۱۳۹۰). بررسی اثر سوء‌گیری‌های رفتاری بر ساختار سرمایه. ششمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، ایران: تهران.
- \* اسلامی بیدگلی، غلامرضا و کردلوئی، حمیدرضا. (۱۳۸۹). «مالی رفتاری، مرحله گذر از مالی استاندارد تا نوروفاینانس». مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، ۱(۱)، ۱۹-۳۶.
- \* تلنگی، احمد. (۱۳۸۳). تقابل نظریه نوین مالی و مالی رفتاری. تحقیقات مالی، ۱۷، ۳-۲۵.

- \* خواجهوی، شکراله و فتاحی نافچی، حسن. (۱۳۹۲). «مالی عصبی، افق پیش روی مالی رفتاری» فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، ۲ (۷)، ۲۲-۳۴.
- \* رستمی، محمدرضا و حقیقی، فاطمه. (۱۳۹۲). «مقایسه روش‌های پارامتریک و نیمه‌پارامتریک در تخمین ارزش در معرض خطر» فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۲۲، ۱۳۹-۱۵۹.
- \* رهنمای رودپشتی، فریدون؛ حاجیه‌ها، زهره و زارعی سودانی، علی‌رضا. (۱۳۸۷). کارکرد مالی رفتاری در تبیین پایگاه علمی برای تجزیه و تحلیل سهام. تولید علم، ۷، ۱۸-۳۴.
- \* رهنمای رودپشتی، فریدون؛ هبیتی، فرشاد و موسوی، سیدرضا. (۱۳۹۱). بررسی الگوی ریاضی انتخاب پرتفوی سرمایه‌گذاری مبتنی بر مالی رفتاری. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار (مدیریت پرتفوی)، ۳ (۱۲)، ۱۷-۳۷.
- \* زنجیردار، مجید؛ موسوی، رضا و صابری، مریم. (۱۳۹۲). «تقابل مالی رفتاری و مالی استاندارد در انتخاب پرتفوی بهینه» کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت، ایران: شیراز.
- \* شادمان، مصطفی؛ جمال‌زاده، مصطفی و سعیدی، مجتبی. (۱۳۹۲). حسابداری مالی رفتاری. کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت. ۱۴ شهریور ماه ۱۳۹۲، شیراز.
- \* فتحی، سعید و دهقانی‌اناری، فرشید. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر عوامل جامعه‌شناختی بر رفتار انطباقی اطلاعاتی و هنجاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار. پژوهش‌های مدیریت ایران، ۱۷ (۳)، ۱-۲۵.
- \* قره‌خانی، محسن؛ سجادی، سیدجعفر و صفری، احرام. (۱۳۹۲). بهینه‌سازی استوار سبد مالی با رویکرد CAPM. مدیریت تولید و عملیات، ۴ (۱)، ۶۱-۶۸.
- \* کشتکار، مریم. (۱۳۸۷). «راهبردهای مدیریت پرتفوی و روش‌های انتخاب اوراق بهادار و تشکیل پرتفوی بهینه» فصلنامه بورس، ۷۱، ۲۰-۲۸.
- \* هیچ، ماری جو آن الکانیف. (۱۳۸۷). تئوری سازمان مدرن، نمادین - تفسیری پست مدرن، ترجمه حسن دانایی فرد. تهران: انتشارات موسسه کتاب مهربان نشر.
- \* Barasoud, M. and Zomorodian, Gh. (2015). Identifying and prioritizing the factors affecting the male and female investors' decisions in capital market (stock exchange) in order to avoid loss of stock selection through TOPSIS method. Journal of Applied Environmental and Biological Sciences. Accepted Article in Press.
- \* Fernandes, J., Pena, J.I. and Benjamin, T. (2009). Behavior Finance and Estimation Risk in Stochastic Portfolio Optimization. Banco Central Do Brasil, Working Paper No. 184.
- \* 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.
- \* Soufian, M., Forbes, W. and Hudson, R. (2014). Adapting financial rationality: Is a new paradigm emerging? Critical Perspectives on Accounting, 25 (8), 724-742.
- \* Sultana, S.T. (2010). An empirical study of Indian individual investors' behavior. Global Journal of Finance and Management, 2 (1), 19-33.
- \* Tekçe, B. and Yilmaz, N. (2015). Are individual stock investors overconfident? Evidence from an emerging market. Journal of Behavioral and Experimental Finance, 5 (March 2015), 35-45.

- \* Vlcek, M. (2006). Portfolio Choice with Loss Aversion, Asymmetric Risk-Talking Behavior and Segregation of Riskless Opportunities. Swiss Finance Institute, Research Paper, No. 27.

#### یادداشت‌ها

---

1. Markowitz
2. Soufian
3. Hech
4. Barasoud and Zomorodian
5. Vlcek
6. Hunton
7. Fernandes
8. Sultana
9. Tekçe and Yilmaz
10. Hunton