



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال هشتم / شماره سی‌ام / تابستان ۱۳۹۸

## عوامل فرهنگی و قدرت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاری شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار ایران\*

محمدعلی متفکرآزاد

استاد گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد مدیریت و بازرگانی، دانشگاه تبریز، ایران.  
m.motafakker@gmail.com

حسین اصغرپور

دانشیار گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد مدیریت و بازرگانی، دانشگاه تبریز، ایران.  
asgharpurh@gmail.com

محسن امینی خوزانی

دانشجوی دکتری اقتصاد، دانشکده اقتصاد مدیریت و بازرگانی، دانشگاه تبریز، ایران (نویسنده مسئول)  
amini\_k\_m@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۵/۱۱ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۸/۲۱

### چکیده

پژوهش حاضر با هدف بررسی تاثیر عوامل فرهنگی بر قدرت ریسک‌پذیری شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار ایران انجام گرفت. شرکتهای مورد بررسی شامل ۱۷۸ شرکت به روش نمونه‌گیری حذفی بر اساس شرایط تعیین شده انتخاب گردیدند. برای برآورد تاثیر عوامل فرهنگی بر ریسک شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار ایران و تحلیل روابط بین متغیرهای ارایه شده در مدل مربوطه با استفاده از داده‌های پانلی (تابلویی) استخراج شده از گزارش‌های مالی در بورس و سایر گزارش‌های منتشر شده نهادهای آماری و نیز مذهبی و فرهنگی استفاده گردید. در این پژوهش از روش پانلی استفاده گردید و قبل از آن از آزمون‌های چاو و هاسمن برای تعیین نوع آزمون استفاده شد. نتایج مربوط به بررسی اثر عوامل فرهنگی بر ریسک‌پذیری شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار نشان داد که عوامل فرهنگی اثر معناداری بر انحراف معیار بازدهی شرکت، انحراف معیار بازدهی دارایی ثابت شرکت و هزینه‌های تحقیق و توسعه شرکت دارد و جهت این ارتباط بر هر سه عامل مربوط به ریسک‌پذیری منفی است. یعنی در مجموع می‌توان نتیجه گرفت که ارتقاء عوامل فرهنگی در جامعه باعث اثرگذاری بر هر سه شاخص مربوط به ریسک‌پذیری شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار و در نتیجه کاهش میزان ریسک‌گریزی این شرکت‌ها می‌گردد.

**واژه‌های کلیدی:** ریسک‌پذیری، عوامل فرهنگی، شرکتهای فعال در بورس، بورس اوراق بهادار ایران.

\* این مقاله برگرفته از رساله دکتری محسن امینی خوزانی با عنوان "بررسی تاثیر عوامل فرهنگی و اعتماد بر ریسک شرکت‌ها و میزان مشارکت در بازار بورس اوراق بهادار ایران" در دانشگاه تبریز می‌باشد

## ۱- مقدمه

فرهنگ هر جامعه متشکل از نظام ارزش‌ها عقاید و نمادهای احساس عاطفی هدایت کننده و معنابخش اعمال اجتماعی و زندگی جمعی است. فرهنگ از یک سو مشتمل بر مؤلفه‌های درونی شده شخصیت عاملان فرد و از سوی دیگر، انگاره‌های نهادی شده نظام اجتماعی است. فرهنگ در مقایسه با بسیاری از پدیده‌های اجتماعی تمایل بیشتری به ثبات دارد. همچنین فرهنگ هم به حفظ ثبات و تداوم حیات جامعه سود می‌رساند و هم روابط کنش‌گران را تنظیم می‌کند. (ناظمی اردکانی، ۱۳۹۰).

تمرکز بسیاری از کارهای تازه بر روی اثر و برخورد فرهنگ بر اقتصاد و دانش مالی، در نقش فرهنگ در توسعه اقتصادی هر کشور دیده می‌شود. این نگرش به طرق مختلفی بر بازارهای مالی اثرگذار است. در وهله نخست، ممکن است کشور از اعتقادات درباره استفاده از ابزارهای مالی معین برخوردار باشد. مثلاً استفاده از اسناد بدهی<sup>۱</sup> در یک دین مانند اسلام ممنوع است و در نتیجه اسناد بدهی نقش کمتری در توسعه اقتصادی کشورهای مسلمان ایفا می‌کنند. کانال دیگری که فرهنگ در آن نفوذ دارد، روابط میان گروه‌های مختلف در یک کشور است که می‌تواند بر معامله و توسعه بازارها اثرگذار باشد. مطالعه عوامل و نیروهای موثر در یک گروه بشری و در تلاقی فرهنگ‌ها، می‌تواند نقشی کلیدی در معاملات بین‌المللی کشورها بازی کند. رابطه میان کشورها چه میزان به سمت فرهنگ هدایت می‌شود و می‌تواند بر معاملات فرامرزی تاثیر بگذارد. (رهنمای رودپشتی و زندیه، ۱۳۹۱)

در راستای اثرگذاری فرهنگ و مذهب بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری فریدر و سایرامانیام<sup>۲</sup> در سال ۲۰۰۴ اثرات روزهای مقدس مذهبی را بر بازدهی‌ها و حجم معاملات آزمون کردند و مستند کردند که دو روز مقدس مذهبی یهودیان به نام‌های روش‌هاشانه<sup>۳</sup> و یوم کیپور<sup>۴</sup> (روز کفار) بر حجم معاملات و بازدهی‌های بازار اثرگذار است، به طوری‌که حجم معاملات در هر دو روز نسبتاً پایین است که البته با توجه به خودداری معامله‌گران یهودی، بازارها در آن روزها قابل پیش‌بینی نمی‌نماید. متوسط بازدهی‌ها بلافاصله پس از روز کیپور، روزی که یهودیان برای جبران اشتباهات گذشته‌شان کفار به طور غیر معمولی منفی می‌شود. این اثرات به نظر سازگار با حس و حال مذهبی می‌باشد که در روزهای مقدس وجود دارد.

همچنین می‌توان گفت، تاثیر فرهنگ و مذهب بر تصمیم‌گیری‌های بنگاه‌های اقتصادی به صورت گسترده مورد مطالعه قرار نگرفته است. با این حال به نظر می‌رسد که بنگاه‌هایی که در شرایط محیطی فرهنگی و مذهبی متفاوتی فعالیت می‌کنند رفتار مالی متفاوتی از خود بروز خواهند داد. در حقیقت می‌توان بیان کرد بنگاه‌ها نیستند که تصمیم‌گیری می‌کنند بلکه این افراد و مدیران هستند که از این عوامل تاثیر می‌پذیرند و در نهایت بنگاه از این تصمیم‌ها متاثر می‌شود. لذا یک حوزه جدید و در حال توسعه در پژوهش‌ها بر روی فرهنگ و دانش اقتصاد مالی، اثر فرهنگ بر تصمیم‌گیری‌های درون شرکتی می‌باشد. حال سوال اساسی این است که آیا عوامل فرهنگی و مذهبی بر رفتار مالی مشارکت کنندگان در بازارهای مالی موثر بوده و آیا تاثیر این عوامل مواردی مانند ریسک را افزایش یا کاهش می‌دهد که این موارد نشان می‌دهد بررسی عوامل فرهنگی و سنجش تاثیر این عوامل بخصوص عوامل تاثیرگذار بر رفتار بازیگران بازار سرمایه دارای اهمیت بوده و می‌تواند باعث شناخت هر

چه دقیق تر رفتار شرکت‌های موجود در بازار بورس شده و در نتیجه موجبات رشد و توسعه بازار سرمایه و اقتصاد کشور را فراهم آورد. لذا میتوان عنوان نمود این پژوهش با هدف ارزیابی تاثیر عوامل فرهنگی بر روی ریسک‌پذیری شرکتهای فعال در بورس اوراق بهادار ایران فرصت تحقیق تجربی و عملیاتی بررسی این موارد را فراهم می‌سازد. از آنجا که عوامل فرهنگی طیف وسیعی میباشند در این تحقیق تاثیر عوامل فرهنگی به صورت برداری منتخب از عوامل فرهنگی بر عوامل مربوط به ریسک‌پذیری شرکت‌ها بررسی گردیده و همزمان نیز تاثیر برخی متغیرهای اهرمی نیز بررسی می‌گردد تا با تحلیل نقش عوامل فرهنگی در مباحث مربوط به بازار سرمایه و پیچیده‌گی رفتار شرکت‌ها در بازار بورس گامی نوآورانه در جهت روشن‌تر کردن زوایای پنهان علل این امر برداشته شود. که این پژوهش فرصت تحقیق تجربی بررسی تاثیرپذیری رفتار مالی بنگاه‌های اقتصادی در ارتباط با رفتارهای فرهنگی جامعه را فراهم می‌سازد. در این تحقیق سعی شد، بر روی تاثیر عوامل فرهنگی بر رفتار مالی شرکت‌های بورسی و به طور مشخص قدرت ریسک‌پذیری آنها تمرکز گردد.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

### ۲-۱- مبانی نظری

عوامل فرهنگی تأثیرهای قابل توجهی بر حرکات، اعمال و تصمیم انسان‌ها دارند و همین مسائل است که افراد را از درون با یکدیگر متمایز کرده است، ولی در پاره‌ای از اوقات این عوامل نسبت به سایر موارد کمتر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است. هیلاری و هوئی<sup>۵</sup> در سال ۲۰۰۹ برای بررسی اثر فرهنگ در تصمیمات شرکتی نمونه‌ای از شرکت‌های ایالات مختلف آمریکا و فعالیت‌های فرهنگی و مذهبی رایج در آن جامعه را در نظر گرفتند. ایشان نحوه نفوذ مشارکت فرهنگی و مذهبی یک جامعه را در تصمیمات شرکتی بنگاه‌های اقتصادی نشان دادند. نتایج پژوهش‌های ایشان ارتباط برخی موارد رفتار مالی از جمله ریسک شرکت‌ها و نفوذ عوامل فرهنگی و مذهبی در جوامع را بیان نمود. هر چند که تاثیر این نوع عوامل در نگاه اول آنچنان مهم ارزیابی نمی‌گردند لیکن درک درست فـرآیندهای رفتاری و پیامدهای آن برای برنامه ریزان اقتصاد مالی از اهمیت بسیار زیادی برخوردار است و می‌تواند به آنها در جهت تدوین استراتژی‌ها و تجهیز و تخصیص منابع مالی کمک شایانی کند. این عوامل مثال کوه یخی است که در آب فرو رفته و فقط قله و نوک آن (سایر عوامل) از سطح آب بیرون و قابل مشاهده است و بیشترین بخش این کوه یخ در زیر سطح آب پنهان است. لذا با توجه به اینکه بورس اوراق بهادار یکی از ارکان بازار سرمایه و اقتصاد هر کشور می‌باشد و رشد و توسعه این بازار، توسعه اقتصاد ملی را به همراه خواهد داشت، با شناخت بیشتر تاثیر این عوامل، به ذهنیات درونی و در نتیجه رفتارهای بیرونی افراد (سرمایه‌گذاران آتی) به صورتی علمی و حساب شده پی برده و موجبات تشخیص بهینه دیدگاه‌ها، حالات و رفتار سرمایه‌گذاران می‌گردد و در نتیجه رشد و پیشرفت این بازار را فراهم می‌آورد. بر این اساس در سال‌های اخیر ادبیات درحال توسعه‌ای برای اثر فرهنگ بر شرکت‌ها و رفتار سرمایه‌گذاران به وجود آمده است. این ادبیات نقشی را که فرهنگ در شکل‌گیری رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در راستای مطالعه فرهنگ بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ایفا می‌کند مورد آزمون قرار می‌دهد. (رهنمای رودپشتی و زندیه، ۱۳۹۱)

دیدگاهی که در آن فرهنگ عامل تعیین کننده مهمی در موسسات اقتصادی می‌باشد، از سابقه طولانی حداقل از زمان کارهای تحقیقی وبر<sup>۸</sup> در سال ۱۹۳۰ برخوردار است. این دیدگاه سنتی، بحث‌های قوی را پیرامون علت پشتیبانی برخی فرهنگ‌ها از بازارهای مالی نسبت به دیگر فرهنگ‌ها باعث گردیده است. وبر در کار خود بحث می‌کند که تغییرات فرهنگی، که اصلاحات یا تذهیب‌های کالونیستی<sup>۹</sup> نامیده می‌شوند، نقش بحرانی در توسعه سرمایه‌داری و رشد موسسات برآمده از آن ایفا کرده است. بسیاری از دیگر اندیشمندان همچون ل<sup>۱۰</sup> در سال ۱۹۹۹، بر اهمیت فردگرایی غربی به عنوان توضیحی بر رشد بازارها در غرب تاکید داشتند. در مقاله‌ای پایه‌ای که در زمینه نقش فرهنگ به عنوان عامل تعیین کننده در شکل‌گیری موسسات انجام شد، گریف<sup>۱۱</sup> در سال ۱۹۹۴، معامله‌گران مغربی را در قرن یازدهم و معامله‌گران جنوایی را در قرن دوازدهم مقایسه کرد و نتیجه گرفت که تفاوت‌ها در سازمان اجتماعی دو جامعه از معامله‌گران، می‌تواند به طور سازگاری به عنوان اعتقادات برآمده از فرهنگ‌های متنوع و متفاوت دو جامعه، موجه قلمداد شود. وی همچنین بیان کرد که یافته‌هایش اهمیت نظری و تاریخی فرهنگ را با نقشی تعیین کننده در سازمان‌های اجتماعی، پیش به سوی مسیر استقلال از چارچوب‌های نهادی مورد بحث قرار می‌دهد و در پذیرش موفق بین جوامع بدوی نهادها موثر است.

فرهنگ‌ها در پاسخ به تغییرات اقتصادی تغییر کرده و خود را تطبیق داده‌اند، لیکن عموماً این تغییرات به تدریج شکل می‌پذیرد. اگر ارزش‌های حاکم و غالب در برخی کشورها جنبه حمایتی کمتری از تعاملات بازار نسبت به دیگر کشورها داشته باشد، احتمالاً به چند دلیل بایدانتظار داشت که از حقوق سرمایه‌گذاران به خوبی حمایت نشود. اول آنکه، برای تقویت این حقوق، کمتر بر شهروندان و سیاستمداران این کشورها فشار وارد می‌شود. دلیل دوم آنکه، ممکن است موسسات و نهادها در این کشورها با فرهنگ اعتقاد به کم ارزش بودن بازارهای مالی شکل گرفته و رشد کرده باشند. مثلاً، خانواده‌ها و خاندان‌های بزرگ در جوامع مختلف، بهره‌گیری از بازارها را محدود کرده باشند. زیرا بسیاری از مبادلات و معاملات در درون این خانواده‌ها و خاندان‌ها که خود به نوعی جوامع کوچک تلقی می‌شوند صورت گیرد به طوری که آنها را از استفاده از بازارهای مشابه بی‌نیاز سازد. سومین دلیل آنکه، امکان دارد این کشورها از بنیان‌های اقتصادی متفاوتی برخوردار باشند که تعاملات درونی بازار را بی‌ارزش سازد. به طور مثال، گلائسر و شینکمان<sup>۱۲</sup> مدلی را در سال ۱۹۹۸ طراحی کردند که در آن قوانین رباخواری در ابزارهای بدوی صنعت بیمه ارائه می‌شد. در مدل ایشان، شرایط اقتصادی می‌توانست چنین قوانینی را مفید جلوه دهد. هر چند در همین زمان، وجود چنین شکلی از بیمه اجتماعی، نوآوری‌های مالی را کم سودتر می‌ساخت و در نتیجه توسعه اقتصادی جوامع را کند می‌کرد. این دو پژوهشگر بحث کردند که اگر فرهنگ بتواند تفاوت‌های شیوه حمایت از سرمایه‌گذاران را در جوامع مختلف توضیح دهد، آنگاه می‌تواند نماینده‌ی بهتری برای تفاوت‌های بنیادی تر در شرایط اقتصادی حاکم بر کشورها باشد

کافی<sup>۱۳</sup> در سال ۲۰۰۱ بحث کرد که خصوصیات فرهنگی به تشریح دلایل تفاوت منافع خصوصی سازی نسبت به کسب کنترل یک شرکت، در میان کشورهای مختلف کمک می‌کند. نوا<sup>۱۴</sup> در سال ۲۰۰۳ دریافت که منافع حاصل از بدست آوردن کنترل شرکت‌ها در کشورهای برخوردار از قانون سنتی تمدن اسکاندیناوی نسبت

به کشورهای دارای قوانین عمومی، کمتر است. کافی این نکته را خاطر نشان کرد که قانون سنتی تمدن اسکانداوی آن قدر شبیه قوانین سنتی دیگر است که منافع کمتر آن نسبت به بدست آوردن کنترل شرکت‌ها، در کشورهای اسکانداوی نمی‌تواند به وسیله تمایز در رژیم‌های قانونی و حقوقی شان توصیف شود. بنابراین او نتیجه گرفت که هنجارهای اجتماعی در اسکانداوی ممکن است رفتار غارتگری را به وسیله وضع قوانینی که درباره کنترل شرکت‌ها به کار می‌رود سست تر و کم جلوه تر سازد.

همچنین فرهنگ بر استراتژی‌های معاملاتی تاثیر می‌گذارد. برخی ویژگی‌های فرهنگی از سازگاری بیشتری با قدرت ریسک پذیری در سرمایه گذاری نسبت به دیگر ویژگی‌ها برخوردارند. همسو با این ایده چوئی و وی در سال ۲۰۰۹ در یافتند که تفاوت‌های فرهنگی بر بازدهی استراتژی‌های معاملاتی مبتنی بر مومنتوم اثرگذار است. آنها با بهره‌گیری از تفاوت در معیارهای فرهنگی تبیین شده توسط هافستد در سال ۲۰۰۱ نشان دادند که کشورهای دارای گرایش بالاتر به سمت فردگرایی حجم مبادلات بیشتر و نوسان پذیری بالاتر قیمت‌ها را شاهد هستند. رفتار سرمایه‌گذاران در آن کشورها به طور قوی به سودآوری‌های بالاتر وابسته می‌باشد. این سه پژوهشگر همچنین بحث کردند که فردگرایی در رابطه با فرا اعتمادی و سو گیری خود اسنادی قرارداد. در خصوص ارتباط بین ریسک گریزی و مذهب نیز تحقیقات مختلفی انجام گرفته است. به عنوان مثال شیلر و هافرماندر<sup>۱۳</sup> سال ۱۹۹۵ ارتباط منفی بین پایبندی به مذهب و پذیرش ریسک و خطر را در سطح فردی گزارش نموده است. بدین معنا که افرادی که پایبندی به خدمات مذهبی دارند و در اکثر مواقع اعتقاد قوی به متون مذهبی دارند کمتر علاقه به پذیرش ریسک دارند. با این حال این تحقیق به دنبال کاربرد این نتایج در سطوح تصمیم‌گیری بنگاه‌ها می‌باشد به این معنا که آیا رابطه معناداری در زمان تغییر در بهبود سطح فرهنگ جامعه و پایبندی به مذهب و دین با تصمیم‌های دارای ریسک در سطح بنگاه‌های مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری بورسی) وجود دارد.

سوگیری‌های فرهنگی، همچنین در رابطه با جنبه‌های دیگری از تصمیمات شرکتی قرار دارند. رامیرز و تادسه نشان دادند که فرهنگ با نگهداری وجه نقد توسط بنگاه‌های اقتصادی رابطه دارد. آنها در این مطالعه بحث می‌کنند که بنگاه‌های اقتصادی در کشورهای دارای ملاحظاتی بیشتری در پرهیز از عدم قطعیت هستند و سطح استرس در جامعه شان در هنگام مواجهه با آینده نامعلوم بیشتر است، وجه نقد بیشتری به منظور پوشش موقعیت‌های نامطلوب در جهان عدم قطعیت، نزد خود نگهداری می‌کنند. (رهنمای رودپشتی، ۱۳۹۱)

مذاهبی که به تشویق و ترغیب صرف پول‌ها در حوزه‌های خاصی از اقتصاد می‌پردازند، منابع را به سرمایه گذاری در برخی بخش‌های تولیدی سوق می‌دهند یا از سرمایه‌گذاری در برخی دیگر از بخش‌های تولید دور می‌نمایند. (الحاجیه، ۲۰۱۱)

فرهنگ نقش مرکزی را در بسیاری از جنبه‌های دانش مالی از جمله تصمیمات پرتفوی سرمایه‌گذار به همان اندازه تصمیمات مدیریت در یک شرکت ایفاء می‌کند. شواهدی سازگار با این ایده در ادبیات مستند شده است. تفاوت اصلی در بسیاری از بخش‌های این ادبیات در سطح سرمایه‌گذار و شرکت، معیار فرهنگی این دو می‌باشد. به نظر می‌رسد که پژوهشگران، این ادبیات را بیشتر در معیارهای ابعاد فرهنگی بخش بندی کرده‌اند تا منبع این

سوگیری‌های فرهنگی. هنوز هم بسیاری از جنبه‌های قابل درک درباره تصمیمات مالی در سطح کشور، در بنگاه اقتصادی و فردی با استفاده از جستجو و کشف اثر فرهنگ بر مالی وجود دارد. (هیبتی، ۱۳۹۰)

لذا میتوان گفت از عواملی که میتواند بر رفتار مالی تاثیر گذار باشد فرهنگ و موارد مربوط به آن از جمله اعتقادات است. فرهنگ می‌تواند بر دانش اقتصاد مالی در سطح بنگاه‌های اقتصادی و توسعه آن حداقل در سه مسیر تاثیر بگذارد. مسیر اول ارزش‌هایی است که بر یک کشور یا گروه در نتیجه اثرگذاری فرهنگ بر آنها حاکم است. به طور مثال، پرداخت بهره می‌تواند در یک مذهب گناه تلقی شود و در دیگری خیر. مسیر دوم، فرهنگی است که بر نهادها و موسسات اثرگذار است. به طور مثال، ارزش‌های فرهنگی و اولویت‌های دینی بر شکل‌گیری سیستم حقوقی و قانونی موسسات یک کشور نافذ است. مسیر سوم، فرهنگی است که بر تخصیص بهینه منابع و جهت‌دهی سرمایه‌گذاری در اقتصاد یک کشور تاثیر می‌گذارد.

## ۲-۲- پیشینه تحقیق

شیلر<sup>۱۴</sup> در سال ۲۰۰۰ به تحقیقات کلاسیکی که به رابطه بین مذهب و ترس از نااطمینانی را اشاره می‌کنند. این تحقیقات سنتی پیشنهاد می‌کند که مذهب در افراد ریسک‌گریز را افرادی تعریف می‌کند که تلاش می‌کنند که میزان اضطراب در رابطه با ریسک و نااطمینانی را در زندگی شان کاهش نمایند.

گوئیسو و همکارانش<sup>۱۵</sup> در سال ۲۰۰۸ از سطح ایمان نسبی در کشورهای اروپایی برای آزمودن اثر ایمان بر مبادله دو طرفه بهره گرفتند. خروجی پژوهش آنها حاکی از آن بود که ایمان بالاتر منجر به شکل‌گیری حجم مبادلات بیشتر بین کشورهای می‌شود. در مطالعه‌ای دیگر از سوی این پژوهشگران گوئیسو، ساپیتزا و زینگالس مذهب نقش مهمی در بروز رفتار پس‌انداز گروه‌های مختلف بازی می‌کند.

مهدیان و همکارانش در سال ۲۰۰۸ عکس‌العمل سرمایه‌گذاران نسبت به حوادث اقتصادی و سیاسی غیرمنتظره را بورس اوراق بهادار ترکیه در قالب سازگاری با دو فرضیه بیش‌واکنش و عدم قطعیت اطلاعات در شرایط خاص سیاسی آزمون کرده‌اند. آنها دریافتند همانطور که در فرضیه بیش‌واکنش مطرح می‌شود، هیچ شواهدی از بازگشت‌های قیمتی معنی‌دار در پی ورود اخبار مثبت در ترکیه وجود ندارد، هر چند که یک فرایند تصحیح‌کننده بازده‌های مثبت و سازگار با فرضیه عدم قطعیت اطلاعات پس از اخبار مطلوب وجود دارد. یافته‌های آنها خاطر نشان می‌کند که سرمایه‌گذاران در ترکیه در پاسخ به اطلاعات غیرمنتظره به طور معنی‌داری قیمت‌های اوراق بهادار را پایین‌تر از ارزش بنیادی قرار می‌دهند.

فرناندز و دیگران<sup>۱۶</sup> در سال ۲۰۰۹ در تحقیق خود دریافتند که پارادایم غالب در تئوری‌های اقتصاد مالی مبتنی بر حداکثر سازی مطلوبیت انتظاری و ریسک‌گریزی است. در حالیکه در مطالعات تجربی از دنیای واقعی حجم‌های فراوانی را در سال‌های اخیر به تئوری‌های مدرن مالی و فرض انسان عقلایی وارد کرده است. مطالعات روانشناسان نشان می‌دهد انسان‌ها در عمل رفتاری متفاوت از آنچه که تئوری‌های مدرن مالی از انسان عقلایی ترسیم می‌کنند از خود بروز می‌دهند.

هیلاری و هوئی<sup>۱۷</sup> در سال ۲۰۰۹ در تحقیق خود برای بررسی اثر فرهنگ در تصمیمات شرکتی نمونه‌ای از شرکت‌های آمریکایی و فعالیت‌های مذهبی رایج در ایالات متحده را در پژوهش خود به کار بردند. این مطالعه، نحوه نفوذ مشارکت مذهبی یک کشور را در تصمیمات شرکتی بنگاه‌های اقتصادی نشان می‌دهد. این پژوهشگران نشان دادند که شرکت‌ها در جوامع مذهبی‌تر از ریسک‌گریزی بیشتری برخوردارند و نرخ‌های بازدهی بالاتری را پیش از سرمایه‌گذاری طلب می‌کنند. متعاقب آن، این بنگاه‌های اقتصادی نرخ رشد کندی را در بلندمدت تجربه می‌کنند. این مطالعه همچنین نشان داد که سرمایه‌گذاران نسبت به سرمایه‌گذاری و تصمیم‌گیری‌های بنگاه‌های اقتصادی دارای مناسبات مذهبی بیشتر درخصوص تامین مالی، واکنش مثبت تری نشان می‌دهند. زیرا این گونه بنگاه‌های اقتصادی هنگامی مبادرت به تامین مالی می‌کنند که از کسب نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری بالا مطمئن باشند. در نهایت، مدیران اجرایی با احتمال زیادی به بنگاه‌های اقتصادی در کشورهایی مشارکت می‌کنند که از سطح مشابهی از مشارکت مذهبی برخوردارند. همان گونه که بنگاه‌های اقتصادی قبلی چنین کرده‌اند. این عمل سازگار با پیش‌بینی است که در آن فرهنگ شرکتی بر توزیع مدیران اجرایی در میان بنگاه‌های اقتصادی اثرگذار است.

هیثم‌الحاجیه و همکارانش<sup>۱۸</sup> در سال ۲۰۱۱ عکس‌العمل احساسی سرمایه‌گذاران و اثر خلاف قاعده‌های تقویمی را با مطالعه موردی اثر ماه مبارک رمضان بر معاملات بازار سهام کشورهای مسلمان منطقه از جمله ترکیه، اردن، بحرین، قطر، کویت، امارات، مصر و عربستان سعودی آزمون کردند. آنها از داده‌های معاملات سهام طی سال‌های ۱۹۹۲ تا ۲۰۰۷ در ماه رمضان در این کشورها استفاده کردند. نتایج نشان داد که استراتژی معاملاتی در بعضی روزهای ویژه مثل روز اول و آخر ماه رمضان در برخی از این کشورها دوام ندارد، لیکن اتخاذ استراتژی معاملاتی طی روزهای میانی این ماه به شرط آنکه هزینه‌های معاملاتی بدرستی پوشش داده شوند، می‌تواند سودمند باشد.

جی بیلاکوفسکی و همکاران<sup>۱۹</sup> در تحقیق خود در سال ۲۰۱۲ به احساسات سرمایه‌گذار و بازده‌های سهام در طول ماه رمضان پرداختند. ماه رمضان یکی از سنت‌های مذهبی مشهور است که بیش از ۱,۵ میلیارد مسلمان در جهان آن را برگزار می‌کنند. آنها بازده سهام در ماه رمضان را در ۱۴ کشور عمدتاً مسلمان در طول سال‌های ۱۹۸۹ الی ۲۰۰۷ بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهد که بازده سهام در ماه رمضان به میزان قابل توجهی بالاتر است و بی‌ثباتی کمتری نسبت به بقیه ماه‌های سال دارد. در این ماه هیچ کاهش قابل تشخیصی در نقدینگی بازار ثبت نشده است. این نتایج را مطابق با این مفهوم دریافتند که ماه رمضان تأثیری مثبت بر روانشناسی سرمایه‌گذار می‌گذارد، زیرا احساس همبستگی و هویت اجتماعی در میان مسلمانان سراسر جهان را افزایش می‌دهد و منجر به باورهای خوش بینانه‌ای می‌شود که تصمیمات سرمایه‌گذاری را گسترش می‌دهد.

استفانی رودنیس و همکاران<sup>۲۰</sup> در سال ۲۰۱۶ در تحقیق خود با عنوان آیا فرهنگ ملی شدت ارتباطات نوسانات در بازارهای سرمایه بین‌المللی را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟ دریافتند که نزدیکی فرهنگی می‌تواند ارتباط نوسانات در سراسر بازارهای سهام ملی مورد بررسی را تشدید نماید. ایشان با استفاده از داده‌های روزانه در شاخص‌های بازار سهام ملی برای یک نمونه از ۴۹ کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه، دریافتند که

اندازه‌گیری فاصله فرهنگی ارتباط معکوس با قدرت مربوط به نوسانات بازگشت بین جفت کشورها در بازارهای سرمایه دارد. آنها همچنین به شواهدی دست یافتند که فرهنگ ملی بسیار مهم است زمانی که یک پایه سرمایه‌گذاری مشترک بین دو بازار با سرمایه‌گذاری دوجانبه گسترده تر وجود دارد. این تحقیق نشان می‌دهد که زمانی که یکی بازار در یک جفت کشور نسبتاً کمتر باز از بازار دیگری از نظر فعالیت تجارت خارجی وجود دارد و فاصله فرهنگی بین آنها بیشتر باشد این عامل ارتباط نوسانات را تضعیف خواهد کرد.

ماریاس سانتا و ترسی<sup>۲۱</sup> در سال ۲۰۱۶ در پژوهش خود با عنوان رسوایی‌های شرکت‌ها و مشارکت خانوارها در بازار سهام نشان دادند که پس از افشای تقلب شرکت‌ها به عنوان یک کار غیر اخلاقی و غیر فرهنگی در یک ایالت، مشارکت خانوار در بازار سهام آن ایالت کاهش می‌یابد و خانوارها دارایی‌های فاسد و غیرقانونی را کاهش می‌دهند. وجود شرکت‌های جعلی در یک ایالت، موجب آن می‌شود که خانوارهای با تجربه زندگی بیشتر با توجه به تقلب در شرکت‌های کوچک، حتی اگر سهام خود را در شرکت‌های جعلی نگه ندارند مالکیت سهام کمتری داشته باشند. پس از مشخص شدن افشای تقلب به دلیل تعطیلی شرکت آرتور آندرسن، ایالت‌های با مشتریان بیشتر آرتور آندرسن کاهش بیشتر مشارکت در بازار سهام را تجربه کردند. آنها شواهدی ارائه دادند که افشای مستند حرکات غیر فرهنگی به احتمال زیاد منجر به از دست دادن اعتماد در بازار سهام می‌شود.

یوان دانگ<sup>۲۲</sup> در سال ۲۰۱۶ طی تحقیق خود با عنوان غلبه بر ابهام اطلاعات و تاثیر مومنتوم در بازار سهام چین موارد عدم اطمینان، ریسک و ابهام در اطلاعات را بر اساس برخی عوامل رفتاری اجتماعی بررسی کردند. ایشان در پژوهش‌های خود دریافتند که عدم اطمینان، و ابهام در اطلاعات بر مومنتوم در بازار سهام تاثیر می‌گذارد. ایشان با روش رگرسیون مقطعی اثر ابهام در اطلاعات را بر ناهنجاری‌های مالی در بازار سهام بررسی نمودند و چنین نتیجه گرفتند که با چشم انداز ابهام اطلاعات ناهنجاری‌های مالی مانند اثر مومنتوم در بازار سهام را می‌توان توضیح داد همچنین عنوان نمودند هنگامی که سرمایه‌گذاران با ابهام اطلاعات مواجه می‌شوند موجب انحراف رفتاری از عقلانیت سرمایه‌گذاری شده و در نهایت باعث تاثیر مومنتوم در بازار سهام میگردد و در همین حال سرمایه‌گذاران در مواجهه با ابهام اطلاعات تقاضای حق بیمه برای ابهام‌گریزی در چارچوب نظری حق بیمه‌های ابهام و ریسک را می‌نمایند.

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

داده‌ها و مشاهدات مرتبط با متغیرهای موجود در یک مدل معمولاً در سه نوع مختلف وجود دارند:

سری‌های زمانی، مقطعی، تجمعی (ترکیبی از سری‌های زمانی و مقطعی).

در این پژوهش از روش تجمعی یا پانلی استفاده می‌شود که قبل از آن از آزمون‌های چاو و هاسمن برای تعیین نوع آزمون استفاده می‌شود.

در این تحقیق با توجه به جامعه آماری در نظر گرفته شده (شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار ایران) از روش نمونه‌گیری حذفی استفاده گردید. در نتیجه تمامی شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار ایران که شرایط زیر را دارا نباشند از نمونه آماری حذف گردیدند.



- صورت‌های مالی اساسی آن‌ها برای سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ موجود باشد.
  - سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
  - طی دوره پژوهش، تغییر سال مالی را تجربه نکرده باشند.
- با توجه به متغیرهای موجود دوره زمانی در نظر گرفته شده برای این پژوهش، سال‌های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۴ می‌باشد. که حجم نمونه تعیین شده در حالت کلی (کل شرکت‌ها) ۱۷۸ مورد می‌باشد.

#### ۴- فرضیه پژوهش

##### فرضیه اصلی:

- ارتباط معنی داری بین عوامل فرهنگی و قدرت ریسک سرمایه‌گذاری شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار ایران وجود دارد.

##### فرضیه های فرعی:

- ارتباط معنی داری بین عوامل فرهنگی و انحراف معیار بازدهی شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار ایران وجود دارد.
- ارتباط معنی داری بین عوامل فرهنگی و انحراف معیار دارایی ثابت شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار ایران وجود دارد.
- ارتباط معنی داری بین عوامل فرهنگی و هزینه‌های تحقیق و توسعه شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار ایران وجود دارد.

#### ۵- الگو و متغیرهای پژوهش

برای برآورد تاثیر عوامل فرهنگی بر ریسک شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار ایران، الگوی برداری زیر براساس تحقیق هیلاری و هوی (۲۰۰۹) ارائه می‌شود.

$$FLC_{it} = \alpha_1 + \beta_1 CUL_{mit} + \delta^j DEMO_{jit} + \mu^y CONTRL_{yit-1} + \varphi^z YEARS_{zt} + \varepsilon_{it}$$

FLC برداری از متغیرهای زیر می‌باشد:

- (۱) لگاریتم انحراف معیار بازدهی شرکت R
  - (۲) انحراف معیار بازدهی دارایی ثابت شرکت ROA
  - (۳) هزینه‌های تحقیقاتی شرکت R&D
- CUL برداری است از متغیرهای فرهنگی که شامل مواردی مانند:
- (۱) پرداخت‌های بلاعوض نیکوکاری
  - (۲) میانگین سطح تحصیلات یا درصد با سواد در کشور

- ۳) نسبت سپرده‌های قرض‌الحسنه به کل سپرده‌ها  
 ۴) درآمد اختصاصی کمیته امداد  
 ۵) تعداد عنوان و شمارگان کتاب منتشر شده در طول سال  
 بردار DEMO شامل ویژگی‌های جمعیتی کشور شامل مواردی مانند:

۱) نسبت جنسیتی

۲) درآمد سرانه

۳) درصد کودکان به جمعیت

۴) میانگین سن کشور

CONTRL برداری از متغیرهای کنترل در سطح بنگاه شامل

۱) اندازه بنگاه با توجه به درآمد سالانه شرکت

۲) متغیر مجازی برای حالتی که سود سالانه شرکت منفی می‌شود

۳) متغیرهای اهرمی مانند نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها

YEAR متغیر مجازی است که برای برخی از سال‌ها در نظر گرفته می‌شود

برای برآورد مدل فوق و تحلیل روابط بین متغیرها از نرم‌افزار Eviews براساس روش FGLS با استفاده از داده‌های پانلی (تابلویی) استخراج شده از گزارش‌های مالی در بورس و سایر گزارش‌های منتشر شده نهادهای آماری و نیز مذهبی و فرهنگی استفاده گردید.

## ۶- یافته‌های پژوهش

الگوی برداری تحقیق در قالب سه مدل رگرسیونی زیر آزمون می‌گردد:

$$R_{it} = \alpha_1 + \beta_1 CUL_{mit} + \delta^j DEMO_{jit} + \mu^y CONTRL_{yit-1} + \varphi^z YEARS_{zt} + \varepsilon_{it}$$

$$ROA_{it} = \alpha_1 + \beta_1 CUL_{mit} + \delta^j DEMO_{jit} + \mu^y CONTRL_{yit-1} + \varphi^z YEARS_{zt} + \varepsilon_{it}$$

$$R\&D_{it} = \alpha_1 + \beta_1 CUL_{mit} + \delta^j DEMO_{jit} + \mu^y CONTRL_{yit-1} + \varphi^z YEARS_{zt} + \varepsilon_{it}$$

این مدل‌ها برای شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار برآزش می‌گردد. قبل از برآزش مدل برای تحلیل کلی و تحلیل‌های بخشی با استفاده از آزمون‌های چاو و هاسمن نوع مدل را مشخص و سپس اقدام می‌گردد. لازم به ذکر است در این الگو سه متغیر انحراف معیار بازدهی شرکت، انحراف معیار بازدهی دارایی ثابت شرکت و هزینه‌های تحقیقاتی شرکت به عنوان متغیر وابسته تحت عنوان سه مدل در نظر گرفته شده‌اند. برای بررسی اثر عوامل فرهنگی بر قدرت ریسک‌پذیری شرکت‌ها در بورس، متغیرهای پژوهش بصورت زیر هستند:

جدول ۱- متغیرهای پژوهش

تعریف	نماد	نوع متغیر
انحراف معیار بازدهی شرکت	<i>R</i>	متغیرهای وابسته
انحراف معیار بازدهی دارایی ثابت شرکت	<i>ROA</i>	
هزینه‌های تحقیقاتی شرکت	<i>R&amp;D</i>	
بردار ویژگی‌های فرهنگی کشور	<i>CUL</i>	متغیر مستقل
بردار ویژگی‌های جمعیتی کشور	<i>DEMO</i>	
اندازه شرکت	<i>Size</i>	متغیرهای کنترلی
اهرم	<i>Leverage</i>	
متغیر مجازی سود سالانه شرکت	<i>D</i>	

منبع: یافته‌های تحقیق

#### ۱-۶- آمار توصیفی

آمارهای توصیفی متغیرهای تحقیق به صورت زیر هستند:

جدول ۲- آمارهای توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	مینیمم	ماکزیمم
<i>R</i>	۵۸,۱۱۷	۲۲,۰۲۰	۱۰۷,۳۳۳	۶۵,۷۳۰	۸۵۹,۵۰۰
<i>ROA</i>	۱۱,۷۳۷	۹,۹۸۵	۱۳,۸۳۱	۴۳,۹۸۰	۶۳,۱۳۰
<i>R&amp;D</i>	۳,۷۱۸	۳,۵۱۵	۱,۵۷۶	۰,۲۰۰	۹,۷۲۰
<i>CUL</i>	۰,۰۵۷	۰,۱۳۰	۰,۴۷۶	۰,۳۶۰	۱,۰۵۰
<i>DEMO</i>	۰,۰۵۷	۰,۰۸۰	۰,۴۳۲	۰,۵۷۰	۰,۶۳۰
<i>Size</i>	۲۷,۳۹۹	۲۷,۲۴۰	۱,۷۳۹	۲۳,۷۶۰	۳۲,۶۸۰
<i>Leverage</i>	۰,۶۳۲	۰,۶۲۰	۰,۲۷۲	۰,۰۹۰	۳,۰۶۰
<i>D</i>	۰,۸۷۰	۱,۰۰۰	۰,۳۳۷	۰,۰۰۰	۱,۰۰۰

منبع: یافته‌های تحقیق

#### ۲-۶- آزمون چاو

چاو (۱۹۶۰)، آزمونی را معرفی کرد که برای انتخاب بین مدل ادغام شده و مدل پانلی مورد استفاده قرار می‌گیرد. مفروضات این مدل عبارتند از:

$$\begin{cases} \text{مدل } Pooled \Leftrightarrow \text{تمام عرض از میداها با هم برابرند} & H_0: \\ \text{مدل اثرات ثابت} \Leftrightarrow \text{حداقل یکی از عرض میداها با بقیه متفاوت است} & H_1: \end{cases}$$

جدول ۳- نتایج آزمون چاو

مدل	آماره آزمون	P - Value
اول	۵۱,۸۶۲	۰,۰۰۰۱ ***
دوم	۶,۵۷۵	۰,۰۰۰۱ ***
سوم	۸,۲۲۲	۰,۰۰۰۱ ***

\*\*\* معنی‌دار در سطح ۵ درصد،

منبع: محاسبات تحقیق

نتایج این آزمون در جدول فوق آمده است که با توجه به مقادیر مربوط به  $p$ -value بیانگر رد فرضیه صفر در تمامی مدل‌ها و در نتیجه لزوم استفاده از مدل پانلی برای این گروه از داده‌ها می‌باشد.

## ۳-۶- آزمون هاسمن

با توجه به اینکه آزمون چاو روش پانلی را تایید کرده است، باید از بین دو روش تخمین داده‌های پانلی یعنی روش اثرات ثابت و روش اثرات تصادفی یکی انتخاب شود. برای این منظور در داده‌های پانلی از آماره آزمون هاسمن استفاده می‌کنند. مفروضات این مدل عبارتند از:

$$\begin{cases} H_0: \text{مدل اثرات تصادفی} \\ H_1: \text{مدل اثرات ثابت} \end{cases}$$

جدول ۴- نتایج آزمون هاسمن

مدل	آماره آزمون	P - Value
اول	۱۴۶,۹۸۷	۰,۰۰۰۱ ***
دوم	۱۵۴,۵۵۴	۰,۰۰۰۱ ***
سوم	۱۴۷,۶۶۰	۰,۰۰۰۱ ***

\*\*\* معنی‌دار در سطح ۵ درصد،

منبع: محاسبات تحقیق

نتایج بدست آمده از آزمون هاسمن که در جدول فوق آورده شده است، دال بر رد فرض صفر در تمامی مدل‌ها و انتخاب روش اثرات ثابت می‌باشد.

#### ۴-۶- برآزش مدل

در این بخش مدل برای سه متغیر وابسته در نظر گرفته شده برآزش می‌گردد. طبق جدول شماره ۵ مدل رگرسیونی در تمامی مدل‌های مربوط به متغیر وابسته با توجه به آماره F و *p-value* به دست آمده معنی‌دار است که این موضوع بیانگر معنی‌دار بودن هر سه مدل می‌باشد.

#### جدول ۵- نتایج برآزش مدل

مدل	$r^2$	$r^2$ تعدیل شده	آماره F	P-Value
اول	۰,۳۶۹	۰,۳۶۳	۵۷,۳۵۶	۰,۰۰۰۱***
دوم	۰,۵۲۸	۰,۵۲۳	۱۰۹,۵۹۲	۰,۰۰۰۱***
سوم	۰,۷۴۵	۰,۷۴۲	۲۸۶,۵۳۸	۰,۰۰۰۱***

\*\*\* معنی‌دار در سطح ۵ درصد،

منبع: محاسبات تحقیق

#### ۵-۶- آزمون معنی‌دار بودن ضرایب

در این بخش نتایج آزمون معنی‌دار بودن سه مدل بر اساس متغیرهای وابسته انحراف معیار بازدهی شرکت، انحراف معیار بازدهی دارایی ثابت شرکت و هزینه تحقیق و توسعه شرکت ارائه می‌گردد.

#### جدول ۶- نتایج مدل رگرسیونی مدل اول (متغیر وابسته: انحراف معیار بازدهی شرکت R)

متغیر	ضریب	مقدار	انحراف استاندارد	آماره t	P-Value
ثابت مدل	$\beta_0$	-۵۰,۷۶۱	۵۳,۶۷۱	-۰,۹۴۶	۰,۳۴۴
CUL	$\beta_1$	-۲۵۸,۲۵۶	۱۰۷,۵۸۵	-۲,۴۰۰	۰,۰۱۰***
DEMO	$\beta_2$	۱۸۰,۰۲۳	۷۹,۰۵۶	۲,۲۷۷	۰,۰۲۳***
Size	$\beta_3$	۳,۴۸۸	۱,۸۲۷	۱,۹۰۹	۰,۰۵۷
Leverage	$\beta_4$	-۰,۷۵۹	۱۱,۸۶۱	-۰,۰۶۴	۰,۹۴۹
D	$\beta_5$	۲۰,۹۵۴	۹,۱۶۱	۲,۲۸۷	۰,۰۲۲***

\*\*\* معنی‌دار در سطح ۵ درصد،

منبع: محاسبات تحقیق

با توجه به ضریب  $\beta_1$  در مدل رگرسیونی مدل اول (متغیر وابسته: انحراف معیار بازدهی شرکت R) که برابر با -۲۵۸,۲۵۶ می‌باشد و از نظر آماری معنی‌دار است بنابراین متغیر ویژگی‌های فرهنگی تاثیر معنی‌دار منفی بر روی انحراف معیار بازدهی شرکت دارد. همچنین با توجه به ضریب  $\beta_2$  در این مدل رگرسیونی که برابر با ۱۸۰,۰۲۳ می‌باشد و از نظر آماری معنی‌دار است بنابراین متغیر ویژگی‌های جمعیتی کشور تاثیر معنی‌دار و

مثبتی بر روی انحراف معیار بازدهی شرکت دارد. که تاثیر عوامل فرهنگی میتواند باعث افزایش قدرت ریسک و در نتیجه کیفیت بخشی به سرمایه‌گذاری شرکت گردد.

جدول ۷- نتایج مدل رگرسیونی مدل دوم (متغیر وابسته: انحراف معیار بازدهی دارایی ثابت شرکت

(ROA)

متغیر	ضریب	مقدار	انحراف استاندارد	آماره $t$	$P - Value$
ثابت مدل	$\beta_0$	-۳۱,۷۱۴	۵,۹۸۲	-۵,۳۰۱	۰,۰۰۰۱ ***
CUL	$\beta_1$	-۲۸,۹۱۹	۸,۵۰۰	-۳,۴۰۲	۰,۰۰۰۱ ***
DEMO	$\beta_2$	۱۴,۸۷۹	۴,۶۴۲	۳,۲۰۶	۰,۰۰۰۱ ***
Size	$\beta_3$	۱,۹۲۳	۰,۲۰۴	۹,۴۴۴	۰,۰۰۰۱ ***
Leverage	$\beta_4$	-۲۶,۵۲۸	۱,۳۲۲	-۲۰,۰۶۷	۰,۰۰۰۱ ***
D	$\beta_5$	۵,۷۸۲	۱,۰۲۱	۵,۶۶۳	۰,۰۰۰۱ ***

\*\*\* معنی‌دار در سطح ۵ درصد،

منبع: محاسبات تحقیق

با توجه به ضریب  $\beta_1$  در مدل رگرسیونی مدل دوم (متغیر وابسته: انحراف معیار بازدهی دارایی ثابت شرکت ROA) که برابر با -۲۸,۹۱۹ می‌باشد و از نظر آماری معنی‌دار است بنابراین متغیر ویژگی‌های فرهنگی تاثیر معنی‌دار منفی بر روی انحراف معیار بازدهی دارایی ثابت شرکت دارد. همچنین با توجه به ضریب  $\beta_2$  در این مدل رگرسیونی که برابر با ۱۴,۸۷۹ می‌باشد و از نظر آماری معنی‌دار است بنابراین متغیر ویژگی‌های جمعیتی کشور تاثیر معنی‌دار و مثبتی بر روی انحراف معیار بازدهی دارایی ثابت شرکت دارد. که عوامل فرهنگی میتواند بر ریسک‌پذیری و در نتیجه کیفیت سرمایه‌گذاری شرکت‌ها موثر باشد.

جدول ۸- نتایج مدل رگرسیونی مدل سوم (متغیر وابسته: هزینه‌های تحقیقاتی شرکت R&D)

متغیر	ضریب	مقدار	انحراف استاندارد	آماره $t$	$P - Value$
ثابت مدل	$\beta_0$	-۲۰,۵۷۸	۰,۵۰۱	-۴۱,۰۹۸	۰,۰۰۰۱ ***
CUL	$\beta_1$	-۷,۷۹۶	۳,۹۰۶	-۱,۹۹۶	۰,۰۴۵ ***
DEMO	$\beta_2$	۶,۳۸۳	۳,۱۰۸	۲,۰۵۳	۰,۰۴۴ ***
Size	$\beta_3$	۰,۸۴۷	۰,۰۱۷	۴۹,۷۱۳	۰,۰۰۰۱ ***
Leverage	$\beta_4$	۱,۶۴۵	۰,۱۱۱	۱۴,۸۶۴	۰,۰۰۰۱ ***
D	$\beta_5$	۰,۱۳۸	۰,۰۸۵	۱,۶۱۶	۰,۱۰۶

\*\*\* معنی‌دار در سطح ۵ درصد،

منبع: محاسبات تحقیق

با توجه به ضریب  $\beta_1$  در مدل رگرسیونی مدل سوم (متغیر وابسته: هزینه‌های تحقیقاتی شرکت R&D) که برابر با ۷,۷۹۶- می‌باشد و از نظر آماری معنی‌دار است بنابراین متغیر ویژگی‌های فرهنگی تاثیر معنی‌دار منفی بر روی هزینه‌های تحقیقاتی شرکت دارد. همچنین با توجه به ضریب  $\beta_2$  در این مدل رگرسیونی که برابر با ۶,۳۸۳ می‌باشد و از نظر آماری معنی‌دار است بنابراین متغیر ویژگی‌های جمعیتی کشور تاثیر معنی‌دار و مثبتی بر روی هزینه‌های تحقیقاتی شرکت دارد. که ویژگی‌های فرهنگی می‌تواند بر افزایش قدرت ریسک و در نتیجه کیفیت بخشی به سرمایه‌گذاری شرکتها تاثیرگذار باشد.

#### ۷- نتیجه‌گیری و بحث

در راستای تحلیل اثر عوامل فرهنگی بر انحراف معیار بازدهی شرکت، با توجه به منفی و معنی‌دار بودن ضریب بردار عوامل فرهنگی، طبق تحلیل مدل اول نتیجه می‌شود که عوامل فرهنگی اثر معناداری و معکوسی بر این عامل دارد. به عبارت دیگر با افزایش سطح شاخص‌های فرهنگی، انحراف معیار بازدهی شرکت کاهش و با کاهش سطح شاخص‌های فرهنگی، انحراف معیار بازدهی شرکت افزایش می‌یابد در نتیجه ارتقاء عوامل فرهنگی در جامعه می‌تواند اثرات معکوسی بر شاخص مخاطره پذیری شرکت‌ها در مباحث سرمایه‌گذاری داشته و باعث کاهش معنی‌دار انحراف معیار بازدهی شرکت گردد.

برای تحلیل اثر عوامل فرهنگی بر انحراف معیار بازدهی دارایی ثابت شرکت، با عنایت به منفی و معنی‌دار بودن ضریب بردار عوامل فرهنگی، طبق تحلیل مدل دوم این نتیجه حاصل می‌گردد که عوامل فرهنگی اثر معناداری بر این عامل داشته و نوع این ارتباط منفی است. به عبارت دیگر با افزایش سطح شاخص‌های فرهنگی، انحراف معیار بازدهی دارایی ثابت شرکت کاهش و با کاهش سطح شاخص‌های فرهنگی، انحراف معیار بازدهی دارایی ثابت شرکت افزایش می‌یابد. به عبارت دیگر ارتقاء عوامل فرهنگی در جامعه می‌تواند اثرات معکوسی بر این شاخص مخاطره پذیری شرکت‌ها داشته و باعث کاهش معنی‌دار انحراف معیار بازدهی دارایی ثابت شرکت گردد.

جهت تحلیل اثر عوامل فرهنگی بر هزینه‌های تحقیق و توسعه با توجه به منفی و معنی‌دار بودن ضریب بردار عوامل فرهنگی، طبق تحلیل مدل سوم این نتیجه حاصل می‌گردد که عوامل فرهنگی اثر معناداری بر هزینه‌های تحقیق و توسعه شرکت دارد و نوع این ارتباط منفی است. به عبارت دیگر با افزایش سطح شاخص‌های فرهنگی، هزینه‌های تحقیق و توسعه شرکت کاهش و با کاهش سطح شاخص‌های فرهنگی، هزینه‌های تحقیق و توسعه شرکت افزایش می‌یابد. به عبارت دیگر ارتقاء عوامل فرهنگی در جامعه می‌تواند اثرات معکوسی بر این شاخص مخاطره پذیری شرکت‌ها داشته و باعث کاهش معنی‌دار هزینه‌های تحقیق و توسعه شرکت گردد.

در مجموع می‌توان گفت بررسی ارتباط عوامل فرهنگی و سه عامل مربوط به قدرت ریسک‌پذیری سرمایه گذاری شرکت‌های فعال بورسی در حالت کلی نشان داد که عوامل فرهنگی اثر معناداری بر انحراف معیار بازدهی شرکت، انحراف معیار بازدهی دارایی ثابت شرکت و هزینه‌های تحقیق و توسعه شرکت دارد و نوع این ارتباط در هر سه مورد منفی است. یعنی در مجموع می‌توان نتیجه گرفت که ارتقاء عوامل فرهنگی در جامعه باعث

اثرگذاری بر هر سه شاخص مربوط به ریسک پذیری و در نتیجه کیفیت سرمایه‌گذاری شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار گردیده و کاهش میزان ریسک‌گریزی شرکت‌ها با توجه به این عوامل می‌تواند نوع و ترکیب سرمایه‌گذاری را تحت تاثیر قرار دهد که نتایج این تحقیق با نتایج پژوهش هیلاری و هوی (۲۰۰۹) همسو بوده و با بخشی از تحقیقات هیثم‌الحاجیه و همکارانش (۲۰۱۱) و جی بیلاکوفسکی و همکاران (۲۰۱۲) مشابه می‌باشد.

در ادامه مبحث پیشین و با در نظر گرفتن اهداف تحقیق و نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های این بخش، می‌توان عنوان نمود فعالان بازار سرمایه در راستای رسیدن به اهداف خود در این شرایط اقتصادی، می‌باید جهت بررسی عوامل تاثیرگذار بر شاخص‌های مختلف مالی شرکت‌های فعال در بورس به ابعاد مختلف این عوامل از جمله ابعاد فرهنگی، اجتماعی، اقتصادی و سیاسی توجه کافی نموده و ضمن سوق دادن تحقیقات علمی و پژوهش‌های کاربردی به این حوزه‌ها، از نتایج آن در مسیر توسعه بازار سرمایه کشور استفاده شود.

#### الف: پیشنهادات کاربردی مبتنی بر نتایج تحقیق

- ✓ - با عنایت به نتیجه اصلی این بخش مبنی بر تاثیرگذاری عوامل فرهنگی بر شاخص‌های ریسک‌پذیری شرکت‌های بورسی و در نتیجه افزایش جذابیت بازار سرمایه پیشنهاد می‌گردد، تصمیم‌گیران بازار سرمایه، برنامه‌های توسعه بازار بورس را با در نظر گرفتن برخی از شاخص‌های تاثیرگذار برنامه‌های توسعه فرهنگی و آموزشی کشور تدوین نمایند.
- ✓ یکی از شاخص‌های مربوط به ریسک‌پذیری شرکت‌ها هزینه‌های تحقیق و توسعه می‌باشد که با توجه با تاثیرگذاری عوامل فرهنگی بر این شاخص پیشنهاد می‌گردد کلیه شرکت‌های فعال در بورس ضمن ارائه دقیق گزارش این شاخص در صورت‌های مالی نسبت به عملکرد و افشای هزینه‌های تحقیق و توسعه حساسیت بیشتری به خرج دهند.
- ✓ یکی از متغیرهای مربوط به عوامل فرهنگی شاخص‌های مربوط به آموزش می‌باشد که با توجه با تاثیرگذاری عوامل فرهنگی بر هزینه‌های تحقیق و توسعه و سایر عوامل بررسی شده، پیشنهاد می‌گردد با در نظر گرفتن وضعیت توسعه آموزش عالی و رشد تولیدات علمی در کشور ارتباط دو سویه علمی بین بازار بورس و شرکت‌های بورسی از یک طرف و دانشگاه‌ها و مراکز آموزشی از طرف دیگر بیش از پیش برقرار گردد.
- ✓ با توجه به وجود شاخص‌های مربوط به رفتارهای اخلاقی و اعتقادی در بردار عوامل فرهنگی و تاثیرگذاری عوامل فرهنگی بر شاخص‌های ریسک‌پذیری شرکت‌های بورسی لذا در راستای جذب منابع بیشتر در این بازار پیشنهاد می‌گردد، نسبت به جهت‌گیری سیاست‌ها در راستای توسعه این رفتارها در همه سطوح و حتی بازیگران بازار سرمایه و بورس اقدام گردد.



### ب: پیشنهادات برای تحقیقات آتی

از بررسی نتایج این تحقیق و مطالعه پژوهش‌های مشابه می‌توان نتیجه گرفت توجه به نقش این‌گونه عوامل در حوزه اقتصاد و مالی رفتاری در ایران جدید بوده و در حال توسعه می‌باشد و با عنایت به گستردگی مطالبی که می‌توان در این مباحث و زمینه‌های مشابه بدانها پرداخت، پیشنهاداتی برای تحقیقات آتی به شرح زیر ارائه می‌گردد:

- ✓ به جز عوامل فرهنگی در خصوص تاثیر عوامل دیگری از جمله عوامل سیاسی، عوامل روان شناختی و ... بر شاخص‌های مالی این بازار تحقیق‌های دیگری انجام پذیرد.
- ✓ با توجه به ایجاد ابزارهای جدید مالی اسلامی مانند اختیارات و ... پیشنهاد می‌گردد در آینده با اضافه شدن شاخص‌های مربوط به این ابزارها پژوهش‌های دیگری انجام و با نتایج این تحقیق مقایسه گردد.
- ✓ با عنایت به اهمیت و توسعه تحلیل‌های اقتصاد مالی رفتاری در یک دهه گذشته در سطح جهانی و نیز نوع ساختار نهادهای مالی و اقتصادی کشور پیشنهاد می‌گردد پژوهش‌های بیشتری جهت مقایسه نتایج و تحلیل بهتر رفتارهای عوامل اقتصادی به این حوزه سوق داده شود.
- ✓ پیشنهاد می‌شود در تحقیق‌های آتی مدل مربوطه در مورد هر صنعت به طور جداگانه بررسی قرار گیرد و به مقایسه نتایج این تحقیق با نتایج بدست آمده در صنایع مختلف پرداخته شود.

### فهرست منابع

- \* رهنمای رودپشتی، فریدون. زندیه، وحید. ۱۳۹۱. "مالی رفتاری و مالی عصبی (پارادایم نوین مالی) از تئوری تا عمل". سازمان چاپ و انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی، چاپ اول، تهران.
- \* ناظمی اردکانی م. ۱۳۹۰. درآمدی بر مهندسی فرهنگ و مهندسی فرهنگی کشور. تهران: انتشارات آوای نور.
- \* ناظمی اردکانی، م. ۱۳۸۵. "مفهوم شناسی مهندسی فرهنگ و مهندسی فرهنگی کشور". مجله علوم انسانی دانشگاه امام حسین (ع)، شماره ۷۵، صفحه ۱-۲۹.
- \* ناظمی اردکانی م. ۱۳۹۰. مبانی و چگونگی ترسیم نقشه مهندسی فرهنگی کشور. تهران: انتشارات آوای نور.
- \* هیبیتی، فرشاد؛ رهنمای رودپشتی، فریدون؛ زندیه، وحید. ۱۳۹۰. "بیش‌واکنش سرمایه‌گذاران بازار سهام ایران به اخبار بحران مالی جهانی"، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال چهارم، شماره نهم، صص. ۷۵-۱۰۰.
- \* Al-Hajieh, Heitham, Keith Redhead, and Timothy Rodgers. 2011. "Investor Sentiment and Calendar Anomaly Effects: A Case Study of Impact of Ramadan on Islamic Middle Eastern Markets" Research in International Business and Finance.
- \* Chui, Andy C. W, Sheridan Titman, and K. C. John Wei. 2009. Individualism and momentum around the world. Journal of Finance, forthcoming.
- \* Coffee, John C. 2001. Do norms matter? A cross-country examination of the private benefits of control. University of Pennsylvania Law Review 149:6, 2151-77.
- \* Frieder, Laura, and Avaniidhar Sabrahmanyam. 2004. Nonsecular regularities in returns and volume. Financial Analysts Journal 60:4, 29-34.

- \* -Fernandes, Jose. Pena, Juan I. and Benjamin Tabak (2009), Behavior Finance and Estimation Risk in Stochastic Portfolio Optimization , Banco Central Do Brasil , Working paper No.184.
- \* Glaeser Edward L., and Jose A. Scheinkman.1998. Neither a borrower nor a lender be: An economic analysis of interest restrictions and usury laws. Journal of Law and Economics 41:1 ,1-36.
- \* Greif, Avner. 1994 Cultural beliefs and the organization of society : A historical and theoretical reflection on collectivist Institutions ist societies. Journal of Political Economy 102:5,912-50.
- \* Guiso, Luigi, Paola Sapienza, and Luigi Zingales.2004.The role of social capital in Financial development. American Economics Review 94:3,526-56.
- \* Guiso, Luigi, Paola Sapienza, and Luigi Zingales.2008. Trusting the stock market. Journal of Finance 63:6,2557-600.
- \* Hilary, Gilles, and Kai Wai Hui.2009.Does religion matter in corporate decision making in j H k 61^3 ? Journal of Financial Economics, forthcoming.
- \* Hofstede, Geert.1980. Cultural's consequence. New York: sage publication.
- \* Hofstede, Geert. 2001. Cultural's consequence, 2nd ed. New York: sage publication.
- \* -Je, drzej Białkowski, Ahmad Etebari, Tomasz Piotr Wisniewski(2012), Fast profits: Investor sentiment and stock returns during Ramadan, , Journal of Banking & Finance 36, 835-845.
- \* Mariassunta Giannetti , Tracy Yue Wang .2016. "Corporate Scandals and Household Stock Market Participation", The Journal of The American Finance Association, Pages 2591-2636
- \* Mehdian, S., Nas, T. and Perry , M. J., 2008, "An Examination of Investor Reaction to Unexpected Political and Economic Events in Turkey." Global Finance Journal , Vols. 18, pp.337-350.
- \* -Stephanie Rethonis, Duy Tran, Eliza Wu .2016." Does national culture affect the intensity of volatility linkages in international equity markets?", Research in International Business and Finance 36, 85-95
- \* Shiller, Robert J.(2000), Human Behavior and Efficiency of Financial System, International Center for Finance.
- \* Weber, Max. 1930.[1904].Protestant ethic and the spirit of capitalism. London: Alien & Unwin.
- \* Yuandong Xu , (2016), "Aversion of information ambiguity and momentum effect in China's stock market", China Finance Review International, Vol. 6 Iss 2 pp

## یادداشت‌ها

<sup>1</sup> Debt

<sup>2</sup> Frieder & Subrahmanyam

<sup>3</sup> Rosh Hashanah

<sup>4</sup> Yum Kippur

<sup>5</sup> Hilary & Hui

<sup>6</sup> Weber

<sup>7</sup> Calvinistic Reformation

<sup>8</sup> Lal

<sup>9</sup> Greif

<sup>10</sup> Glaeser & Scheinkman

<sup>11</sup> Coffee

<sup>12</sup> Nenova

<sup>13</sup> Miller & Hofmann

<sup>14</sup> Miller

---

<sup>15</sup> Guiso& others

<sup>16</sup> Fernandes &others

<sup>17</sup> Hilary & Hui

<sup>18</sup> Al-Hajieh& others

<sup>19</sup> Je , drzej Bialkowski & others

<sup>20</sup> Stephanie Rotheris & others

<sup>21</sup> Mariassunta.G & Tracy.u

<sup>22</sup> Yuandong Xu