

## مؤلفه‌های فرهنگی و ادراک ریسک سرمایه گذاران

احمد ناطق گلستان

دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران،

گروه مدیریت مالی [a.nateq@gmail.com](mailto:a.nateq@gmail.com)

فریدون رهنمای رودپشتی

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

گروه مدیریت مالی [rahnama.iau.ac.ir](mailto:rahnama.iau.ac.ir) (مسئول مکاتبات)

احمد یعقوب نژاد

دانشیار حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی [yaghoubnezhad@iau-tmb.ac.ir](mailto:yaghoubnezhad@iau-tmb.ac.ir)

### چکیده

مقدمه و هدف پژوهش: ریسک و بازده دو عنصر اساسی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌باشد که بر اساس تحقیقات موجود ریسک کل که تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار را منجر می‌گردد متشکل از دو عنصر ریسک عینی<sup>۱</sup> و ریسک ذهنی<sup>۲</sup> می‌باشد که می‌تواند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار دهد.

عوامل مختلفی بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران اثرگذار است که یکی از این عوامل گوناگونی فرهنگی است. بررسی تأثیر مؤلفه‌های فرهنگی در حوزه مدیریت مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران از اهمیت بالایی برخوردار است چرا که برخورداری از فرهنگ‌های مختلف در مواجهه با قیمت‌ها و نوسانات قیمتی و اخبار منتشره مهم و غیر مهم سهام رفتارها و تصمیمات متفاوتی را ایجاد می‌کند.

روش پژوهش: در این مقاله برای سنجش عوامل فرهنگی مؤثر بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران پرسشنامه‌ای با ۲۲ گویه فرهنگی در سه مؤلفه ارزش‌ها، امکانات و رفتار طراحی شد. در طراحی گویه‌ها از نظرات خبرگان استفاده شده و طیف پنج‌تایی لیکرت به کار رفته است. مدل معادلات ساختاری با 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 نرم‌افزار لیزرل ۶ صورت گرفته است.

یافته‌ها: یافته‌ها حاکی از آن است که سه مؤلفه «ارزش‌ها»، «امکانات» و «رفتار» به ترتیب با مقادیر ۰/۸۶، ۰/۵۵ و ۰/۸۱، بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارند. همچنین در مدل اندازه‌گیری مشاهده می‌شود که بین ارزش‌ها با امکانات و رفتار به ترتیب مقدار ۰/۴۷ و ۰/۷ و بین امکانات با رفتار، مقدار ۰/۴۴ همبستگی وجود دارد.

نتیجه‌گیری: چنان که مشاهده شد رابطه بین ادراک ریسک سرمایه‌گذاران و مؤلفه‌های سه گانه فرهنگی مؤثر بر آن و همچنین رابطه بین گویه‌ها و مؤلفه‌های سه گانه مؤثر بر ادراک ریسک، معنی‌دار است.

واژگان کلیدی: ارزش، ادراک ریسک، فرهنگ سرمایه‌گذاری، مؤلفه فرهنگی

## مقدمه

در این پژوهش با تشریح علت اهمیت شناخت عوامل فرهنگی مؤثر بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران و اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری، به بررسی بیست و دو گونه فرهنگی و سه مؤلفه مهم تأثیرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار پرداخته می‌شود.

## مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

بررسی فرهنگ سرمایه‌گذاری به عنوان موضوع اصلی تحقیق مستلزم بیان تعاریف ارائه شده از فرهنگ است. بررسی اندیشه‌های صاحب‌نظرانی چون هافستد<sup>۳</sup>، شاین<sup>۴</sup>، هندی<sup>۵</sup>، جو هچ<sup>۶</sup> و دیل و کندی<sup>۷</sup> به تعریف زیر از فرهنگ می‌انجامد که در برگزیده تمامی نکات مورد نظر این اندیشمندان می‌باشد:

«فرهنگ مجموعه‌ای از آداب، رسوم، سنن، عادات، اخلاق، مذهب، دانش، باورها، هنجارها، کنش‌ها و واکنش‌های مشترک یک ملت در برابر اتفاقات، پدیده‌ها، نوآوری‌ها یا دیگر نمودهای اجتماعی است.»<sup>۸</sup> در رابطه با فرهنگ سرمایه‌گذاری می‌دانیم که تا زمینه‌های فرهنگی لازم برای انجام و فعالیت پدیده‌ای موجود نباشد، موفقیت آن پدیده قطعی نخواهد بود. در واقع فرهنگ سرمایه‌گذاری با توجه به زمینه‌ها و ابعاد فرهنگی پدید می‌آید. در این پژوهش ۲۲ گویه در قالب سه مؤلفه فرهنگی دسته‌بندی می‌شود که ۹ گویه مربوط به مؤلفه «ارزش‌ها»، ۴ گویه متعلق به مؤلفه «امکانات» و ۹ گویه مربوط به مؤلفه «رفتار» می‌شود. این مؤلفه‌ها در واقع همان سه عامل اصلی شناسایی شده مؤثر بر سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران هستند.

نظام ارزشی حاکم بر افراد یکی از گویه‌ها می‌باشد که مطالعه عمومی ارزش‌ها به عنوان ارزش‌شناسی<sup>۸</sup> شناخته می‌شود. ارزش‌شناسی در واقع پاسخ به سه پرسش اصلی است: آیا ارزش‌ها ذهنی‌اند یا عینی، آیا ارزش‌ها در حال دگرگونی هستند یا همیشگی و

بر خلاف پارادایم رایج در نظریه نوین 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 فرآیند به کار می‌گیرد که ممکن است به تصمیماتی غیر بهینه نیز منجر شود. مرور مطالعات نشان می‌دهد که عوامل گوناگونی در ادراک ریسک و تصمیمات سرمایه‌گذاران دخالت دارند؛ که از آن جمله می‌توان عوامل فردی، شرکتی، جمعیت‌شناختی، سیاسی-اقتصادی و عوامل تقویمی را نام برد که به علت عدم بررسی برخی از عوامل نظیر تنوع فرهنگی در حوزه تصمیمات مالی، جایگاه این عوامل در تصمیمات سرمایه‌گذاران مشخص نیست. ویژگی‌های فرهنگی خاص سرمایه‌گذاران و همچنین عدم آگاهی و شناخت آنها نسبت به دام‌های «مالی رفتاری» و بازار سرمایه و سازوکارهای آن موجب شده است که بازار سرمایه کشور که به منزله قلب پیکره اقتصاد کشور محسوب می‌شود از پویایی کافی برخوردار نباشد و سرمایه‌گذاران به علت عدم شناخت این عوامل در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری خود دچار اشتباه شده و همین امر، زمینه خروج آنها را از بازار سرمایه فراهم می‌آورد و خروج سرمایه از این بازار می‌تواند عواقب خطرناک اقتصادی و فرهنگی برای کشور در پی داشته باشد.

از طرفی اختلافات فرهنگی موجود بین سرمایه‌گذاران که می‌تواند ناشی از عوامل مختلفی باشد که موجب بروز رفتارهای خاصی می‌گردد که آگاهی از آنان چه در جایگاه سرمایه‌گذار و چه در جایگاه نهاد نظارتی و اجرایی از اهمیت بسیار بالایی برخوردار است.

ریسک‌پذیر یا ریسک‌گریز بودن گویه دیگری است که بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران اثرگذار است. افراد به ۳ دسته ریسک‌پذیر، ریسک‌گریز و ریسک‌خشتی طبقه‌بندی می‌گردند (برانسون ۱۳۸۷، ۴۲۱) افراد ریسک‌پذیر 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 ریسک‌گریز با تغییر شرایط خود را همراه کرده تا کمترین زیان ناشی از تغییرات را متحمل شود این پدیده می‌تواند به تفسیر و توضیح تمایل سرمایه‌گذاران به نگاه‌داشتن 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 ریسک‌خشتی، خوشحالی و ناراحتی مزبور به یک میزان است.

محاسبات ذهنی<sup>۱۰</sup> دیگر گویه ایست که مؤثر بر ادراک ریسک می‌باشد که قسمتی از تئوری انتظار است. افرادی که دارای محاسبات ذهنی هستند از نظر شخصیتی در دسته B قرار می‌گیرند؛ بسیار پرحوصله، صبور، دقیق و با نگرش بلندمدت نگر می‌باشند. (رضائیان ۱۳۸۷، ۲۲۴) خطرپذیری این افراد کمتر است و بیشتر به دنبال سهام با پشتوانه محکم‌تری می‌باشند و از نظر عکس‌العمل نسبت به متغیرهای بیرونی کندتر از شخصیت نوع A عمل می‌کنند (شهابی ۱۳۸۵، ۱۶۴).

حرکت‌های توده‌ای یا هم‌رنگ جماعت شدن یا رفتار همانند جماعت<sup>۱۱</sup> 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 این‌گونه رفتار که شخصیت افراد غالباً از استدلال کمی بر خوردار است، اعتماد به نفس پائین، قدرت خطرپذیری کم، اعتماد بیش از حد به بازار،

مداوم‌اند و سر انجام آیا سلسله مراتبی از ارزش‌ها وجود دارد یا خیر؟ (رابینز ۱۳۷۷، ۲۴۵). پارسونز معتقد است که ارزش‌عنصری از یک سیستم نمادین و در برگیرنده معیار و ملاکی برای گزینش استاندارد نسبت به موقعیت‌ها می‌باشد (فرهنگی ۱۳۸۷، ۲۰۴).

جبر باوری یا اختیار باوری دیگر گویه‌ای است که در حقیقت معادل مفهوم مرکز کنترل<sup>۹</sup> 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).

خوش‌بینی یا بدبینی سومین گویه‌ای است که به اعتقاد نظریه‌پردازان حوزه فرهنگ، انسان‌ها در دو سر طیف خوش‌بینی و بدبینی جای می‌گیرند. افراد خوش‌بین 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 خیال‌پردازی از مشکل می‌گریزند (Peterson 1987, 347).

الگوی مصرف (عادت به پس‌انداز در افراد) دیگر گویه است که به میزان نرخ بهره از پیش تعیین شده بستگی دارد و اینکه چه مقدار افراد روحیه خطرپذیری را دارا می‌باشند و از آن جا که در یک اقتصاد می‌توان تمام دارایی‌ها را بر حسب میزان خطری که هر یک دارند، درجه‌بندی کرد. در چنین حالتی می‌توان استدلال کرد که پس‌انداز تابعی است از نرخ بازده دارایی‌های متفاوت و خطری که برای هر یک وجود دارد (خان و میرآخور ۱۳۷۵، ۳۲-۲۷).

امنیت کمتر باشد فرد احساس تزلزل نموده و محتاطانه‌تر برخورد می‌کند (کرابی، ۱۳۸۸، ۱۲۰).

زودباور یا دیرباور بودن گویه 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، ۱۳۸۷، ۱۱) در مقابل، افراد زودباور بوده دارای ذهنیت مثبت و سالم نسبت به یکدیگر و محیط پیرامونی می‌باشند. این دو دسته افراد نسبت به خرید سهام، متفاوت عمل می‌کنند (شهابی، ۱۳۸۵، ۲۰۷).

میزان توسعه فن‌آوری اطلاعات در سرمایه‌گذاری بر رفتار سرمایه‌گذاران در خرید و فروش اثرگذار می‌باشد. به اعتقاد هیچ، ساختار فیزیکی یکی از شاخصه‌های مهم فرهنگی است که نوع آن تعیین‌کننده الگوی رفتاری مشخصی در افراد می‌باشد (هیچ، ۱۳۸۷، ۵۲۱).

میزان آگاهی افراد نسبت به سازوکارهای بورس یا معماری اطلاعات<sup>۱۳</sup> از جمله مواردی است که مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران در بازار بورس می‌باشد. بانک‌های اطلاعاتی، سایت‌های مرتبط با سازوکارهای بورس جهت شفافیت اطلاعاتی، ارائه اطلاعات به روز به سرمایه‌گذاران و به‌طور کلی فرهنگ تسهیم اطلاعات که منجر به ایجاد سرمایه اجتماعی در کشور و سازمان می‌گردد از جمله موارد مؤثر بر خرید و فروش سهم می‌باشد (Hubert 2001, 8).

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، دسته‌بندی دیگری از فرهنگ به حساب می‌آید که به فرهنگ توسعه‌ای و غیر توسعه‌ای مربوط می‌گردد. در فرهنگ توسعه‌ای، افراد به سهولت می‌توانند به مکان‌های خرید

انعطاف‌پذیری بالا، برخورداری از احساسات بالا، روحیه زن‌گرایی، عدم تحمل ابهام از مشخصه‌های آن می‌باشد (صدقی خوراسگانی، ۱۳۸۴، ۲۸).

اعتماد بیش از حد<sup>۱۲</sup> در افراد باعث می‌شود که خود را بالاتر از بازار بدانند و تصور کنند آنچه را آنان می‌دانند افراد دیگر از آن بی‌اطلاع‌اند. 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 طبقه‌بندی می‌کنند در حالی که 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 پرهیزکننده و کامیابی‌جو تقسیم‌بندی نمود. در فرهنگ کامیابی‌جو 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 ریسک‌پذیری 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 (تقوی، ۱۳۸۷، ۶۱).

میزان احساس امنیت دیگر گویه است که توضیح می‌دهد اینکه فرد چه میزان احساس امنیت در ابعاد حقوقی، اقتصادی و... داشته باشد بر رفتار فرد اثرگذار است. هر چه قدر این احساس امنیت بالاتر باشد میزان سرمایه‌گذاری آن بیشتر و هر چه قدر این احساس

وقت‌شناسی افراد به‌موقع در سرکار حاضر شده و به موقع از محل کار خارج شده و برای عنصر زمان اهمیت ویژه‌ای قائل‌اند. بر اساس این دو دسته فرهنگ دو دسته رفتار در فضای سرمایه‌گذاری قابل تعریف است. افراد وقت‌شناس، افرادی هستند که برنامه‌ریزی بالا، حساسگری 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، جریان ساز، 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 گویه نیز بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار مؤثر است.

حسابگر بودن فرد یک مؤلفه فرهنگی مهمی است که در دسته‌بندی شخصیتی مک هالند آمده است. در این دسته‌بندی افراد به شش دسته شخصیتی - فرهنگی تقسیم کرد که یکی از آن‌ها سنت‌گرایی و دیگری هنری می‌باشد که می‌توان این دو را در مقابل هم بیان نمود (قلی پور ۱۳۸۷، ۱۵۷). افراد سنت‌گرا افرادی کارآ، عمل‌گرا انعطاف‌ناپذیر، منظم و دارای حساسگری و دقت بالایی می‌باشند که هر چیزی را از منظر کمی ارزیابی می‌کنند و کمتر تابع احساسات شخصی و عواطف می‌گردند این افراد در بازار سرمایه که با حساسگری بالا به خرید و فروش سهم مبادرت می‌ورزند (قلی پور ۱۳۸۷، ۱۵۷).

نقش‌پذیری و برخورداری از شخصیت انتقالی به‌زعم دفت بر ادراک افراد اثر گذرا است. فرهنگ‌ها بر اساس پیچیدگی محیطی و کانون توجه به چهار دسته

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 تأثیر قرار می‌دهد. هافستد در دسته‌بندی فرهنگی خود فرهنگ مردسالار و زن‌سالار را تشریح می‌کند که مؤید این موضوع است که ویژگی‌های جمعیت شناختی خود موضوعی، فرهنگی مؤثر می‌باشد (فرهنگی ۱۳۸۷، ۴۱۱).

داشتن روحیه کارآفرینی<sup>۱۴</sup> دیگر گویه ایست که بر ادراک ریسک اثر می‌گذارد. به‌طور کلی در رابطه با کارآفرینی سه رویکرد اقتصادی، روان‌شناختی و اجتماعی-فرهنگی که رویکرد اقتصادی آن خود به سه مکتب نئوکلاسیک<sup>۱۵</sup>، مکتب اتریش<sup>۱۶</sup> و مکتب شومپیتر<sup>۱۷</sup> تقسیم می‌گردد و به‌طور کلی در رابطه با فرهنگ کارآفرینی خلاقیت، نوآوری، ابداع و فقدان بوروکراسی خشک رفتاری و اداری قابل ذکر است (ازکیا ۱۳۸۰، ۱۱).

عمل‌گرایی، گویه اثرگذار دیگری که چارلز هندی که فرهنگ‌های سازمانی را به چهار دسته تقسیم نمود یکی از این انواع را، فرهنگ وظیفه‌گرایی<sup>۱۸</sup> نام‌گذاری کرد. در این فرهنگ، منطق‌گرایی، عمل‌گرایی، اصالت کار و حل مسئله مورد تأکید است و کار و انجام وظیفه قابل ارزش می‌باشد. لذا می‌توان رفتار افراد را به دو دسته رفتارهای عمل‌گرا و رفتارهای غیر عمل‌گرا تقسیم کرد که بر اساس هر یک رفتار سرمایه‌گذاران را می‌توان تحلیل نمود (هندی ۱۳۸۰، ۱۴۸).

بر اساس اینکه فرهنگی به زمان و دقت زمانی اهمیت می‌دهد افراد به دو دسته وقت‌شناس و بی‌دقت در زمان قابل تقسیم‌بندی می‌باشند. در فرهنگ

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 حالی که در فرهنگ رویه‌ای انجام کارهای ثابت، داشتن روحیه غیرقابل انعطاف و لذت بردن از کارهای یکنواخت از جمله ویژگی‌های افراد است (دفت ۱۳۷۲، ۲۵۸).

همچنین لازم به تعریف سه مفهوم اساسی که در این پژوهش با عنوان سه مؤلفه اصلی فرهنگی که فرضیات تحقیق را تشکیل می‌دهد، ارزش، رفتار و امکانات می‌باشد:

ارزش یکی از مؤلفه اصلی فرهنگی است که خود با ۹ گویه تبیین می‌گردد. ارزش عنصری است از یک سیستم نمادین و در برگیرنده معیار و ملاکی برای گزینش استاندارد از جهت‌گیری باز و بی‌پهنه، نسبت به موفقیت‌ها از محتوای اکثر تعارف برمی‌آید که آرزوها، خواسته‌ها، نیازها، امیال، منافع و فرهنگ‌ها با تأثیر بر احساس و ادراک بشر تعیین‌کننده ارزش‌ها هستند.

رفتار دیگر مؤلفه فرهنگی است که همانند ارزش‌ها با ۹ گویه از ۲۲ گویه تبیین می‌گردد. پاسخ‌ها یا عکس‌العمل‌ها انسان در مواجهه با موقعیت‌های متفاوت محیطی را که می‌تواند ناشی از نیاز باشد را رفتار گویند.

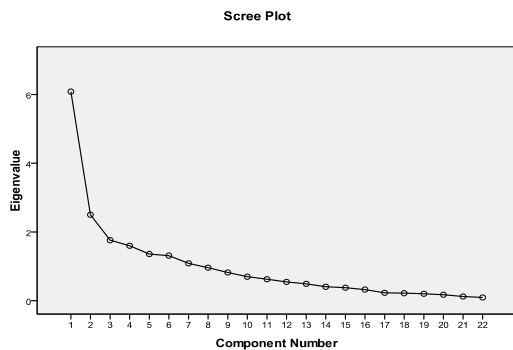
امکانات سومین مؤلفه اصلی فرهنگی است که با چهار گویه تبیین می‌گردد. ابزارهای لازم و موجود جهت تسهیل انجام امور موضوعه را امکانات گویند؛ که مراد از امکانات در تحقیق حاضر زیرساخت‌ها و معماری اطلاعاتی موجود برای سرمایه‌گذاران می‌باشد. موضوع مؤلفه‌های فرهنگی و ادراک ریسک در واقع تلفیقی از دانش مالی و حوزه رفتار سازمانی است

که تحقیقات مشابه به آن تاکنون یا به حوزه فرهنگ پرداخته‌اند و یا به حوزه ادراک و رابطه آن با تصمیم‌گیری افراد و نه ادراک در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار. همچنین موضوع مالی رفتاری در ایران بیشتر از زاویه بازده بررسی گردیده و نه از زاویه ریسک-رفتاری. از جمله تحقیقات مشابه آن در ایران می‌توان به مقاله علمی-پژوهشی با عنوان «ریسک: مبانی نظری، کاربردها و ضرورت ادراک آن» اشاره کرد که به مقدماتی در رابطه با ادراک ریسک پرداخته است. همچنین از جمله مهم‌ترین مقالات لاتین می‌توان به مقاله‌ای با عنوان «تلفیق ادراک ریسک و نگرش نسبت به ریسک: ارائه مدل رفتاری مفهومی ریسک فردی» که در سال ۲۰۱۱ به چاپ رسیده که به تبیین مفهوم ادراک ریسک سرمایه‌گذاران می‌پردازد. مقالات متعددی در دنیا به موضوع ادراک ریسک و سرمایه‌گذاری‌های فردی پرداخته شده است که در هریک بیشتر به ادراک ریسک پرداخته است و اشاره‌های کمی به بورس کرده است.

#### روش تحقیق

از آنجایی که هدف پژوهش، شناسایی عوامل فرهنگی مؤثر بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار است، تحقیق از نظر هدف، کاربردی و از نظر نحوه گردآوری اطلاعات، توصیفی و به‌طور مشخص مبتنی بر مدل معادلات ساختاری<sup>۱۹</sup> است. مدل معادلات ساختاری یا تحلیل چند متغیری با متغیرهای مکنون<sup>۲۰</sup> یک رویکرد آماری جامع برای آزمون فرضیه‌هایی درباره روابط بین متغیرهای مشاهده شده<sup>۲۱</sup> و متغیرهای مکنون می‌باشد. در مدل تحقیق، مؤلفه‌های تشکیل دهنده عوامل مؤثر بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار شناسایی و تأثیر آنها تبیین شده است؛ ابزار اصلی گردآوری اطلاعات پرسشنامه است. برای سنجش عوامل مؤثر بر ادراک

با توجه به عدد معناداری آزمون بارتلت ( $P < 0/005$ ) می‌توان گفت که داده‌ها از روایی مناسبی برخوردارند. نمودار scree plot حاصل از تحلیل عاملی نشان می‌دهد که بعد از عامل سوم، نمودار اسکری پلات، شیب افقی پیدا می‌کند. این نشان می‌دهد سؤالات تحقیق بیانگر سه عامل کلی (Principal component) هستند.



شکل شماره ۱

به این ترتیب گویه‌های تحقیق در سه مؤلفه اصلی جای می‌گیرند که با توجه به گویه‌های مربوطه، به ترتیب مؤلفه «ارزش‌ها»، «امکانات» و «رفتار» (به ترتیب با ۹، ۴ و ۹ گویه) نام‌گذاری شدند. این مؤلفه‌ها در واقع همان سه عامل اصلی فرهنگی شناسایی شده مؤثر بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران هستند.

جامعه آماری در این پژوهش، ۲۰۰ می‌باشد. به دلیل مشخص بودن چارچوب نمونه‌گیری و عمومیت متغیرهای رفتاری برای همه اعضای جامعه، از روش نمونه‌گیری تصادفی ساده استفاده شده است. واریانس برای ۳۰ عدد نمونه پیش آزمون برابر با ۰/۱۵ شده است. طبق فرمول نمونه‌گیری از جامعه محدود و با میزان خطایی (e) برابر ۰/۰۷۵ و  $\alpha = 0/05$ ، نمونه‌ای با حجم ۶۱ نفر انتخاب گردید. با احتساب نرخ بازگشت ۸۰ درصد، تعداد ۷۵ پرسش‌نامه توزیع شد.

ریسک سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار پرسشنامه‌ای با ۲۲ گویه طراحی شد. 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 پیش آزمون شد و سپس با استفاده از داده‌های به دست آمده از پرسشنامه، ضرایب اعتماد با روش آلفای کرونباخ محاسبه شد که مقدار ۰،۸۶، به دست 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 مؤلفه‌ها 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 ۱: معناداری آزمون بارتلت

|  |           |
|--|-----------|
| Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy. | .649      |
| Approx. Chi-Square                               | 596.443   |
| Bartlett's Test of Sphericity                    | Df 231    |
|  | Sig. .000 |

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.

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.

شکل شماره ۲ مدل ساختاری تحقیق را در حالت استاندارد نشان می‌دهد که به وسیله نرم‌افزار LISREL محاسبه شده است. مدل ساختاری نشان می‌دهد سه مؤلفه «ارزش‌ها»، «امکانات» و «رفتار» که خود به ترتیب با ۴، ۹ و ۹ گویه که جمعاً ۲۲ گویه می‌شود به ترتیب با مقادیر ۰/۸۶، ۰/۵۵ و ۰/۸۱ با ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار مثبت دارند. در این مدل *value* و *infra* و *behave* به ترتیب مبین «ارزش‌ها»، «امکانات»، فضاها و زیرساخت‌ها» و «رفتارها» می‌باشند.

$$n = \frac{NZ_{\alpha/2}^2 \sigma^2}{\varepsilon^2 (N-1) + Z_{\alpha/2}^2 \sigma^2}$$

$$n = \frac{200 \times 1.96^2 \times 0.15}{0.075^2 (200-1) + 1.96^2 \times 0.15} \approx 61$$

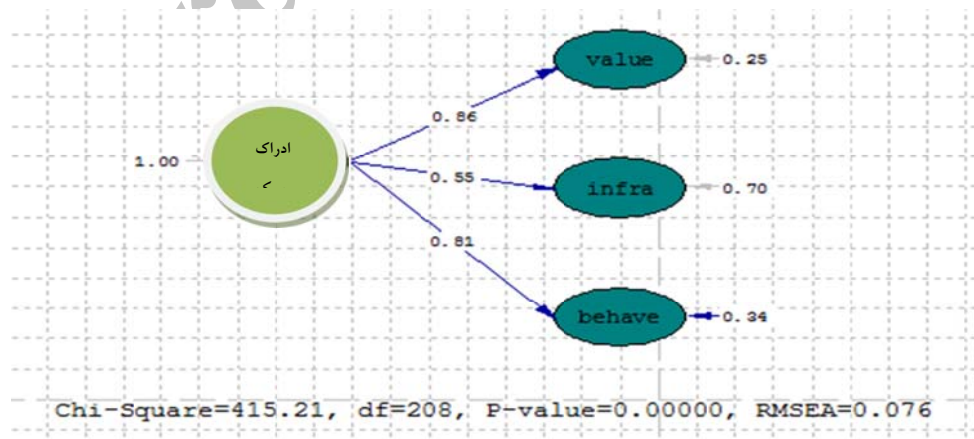
### فرضیه‌های پژوهش

در این تحقیق سه فرضیه اساسی وجود دارد که پژوهش‌گر به دنبال بررسی آن می‌باشد. این فرضیات عبارت است از:

- (۱) بین ارزش‌های فرهنگی سرمایه‌گذاران و ادراک ریسک آنان رابطه معنی‌داری وجود دارد.
- (۲) بین رفتارهای شخصیتی سرمایه‌گذاران و ادراک ریسک آنان رابطه معنی‌داری وجود دارد.
- (۳) بین امکانات موجود برای سرمایه‌گذاران و ادراک ریسک آنان رابطه معنی‌داری وجود دارد.

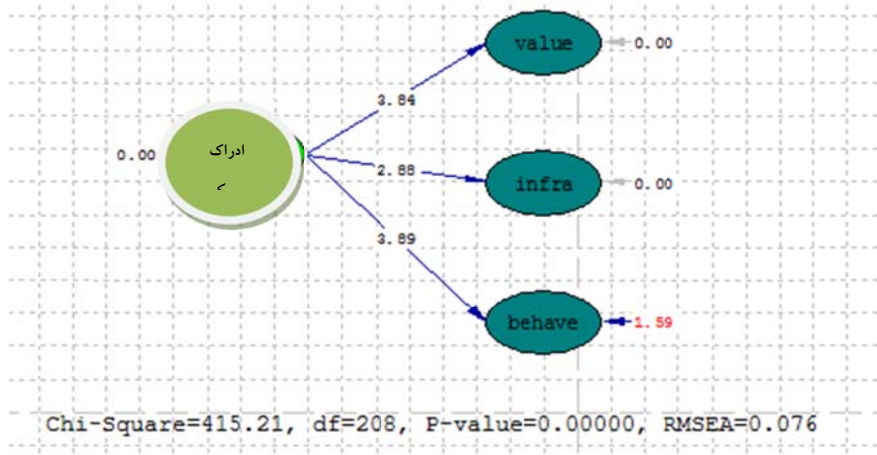
### یافته‌های پژوهش

بررسی جمعیت شناختی نمونه مورد بررسی نشان می‌دهد ۵۱،۲ درصد از نمونه مرد هستند. دو درصد حجم نمونه تحصیلات کارشناسی ارشد، ۶۳ درصد کارشناس، ۶ درصد کاردانی و مابقی دیپلم و زیر دیپلم بوده‌اند. ۱۸ درصد نمونه مورد بررسی مسؤولیت



شکل شماره ۲: مدل ساختاری تحقیق

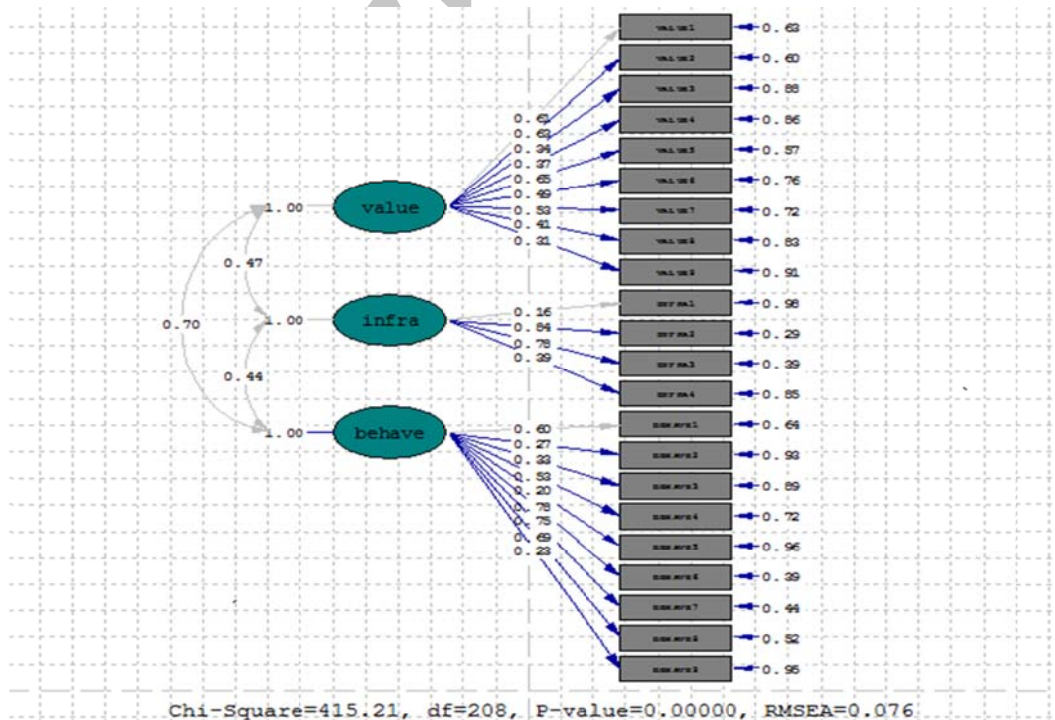




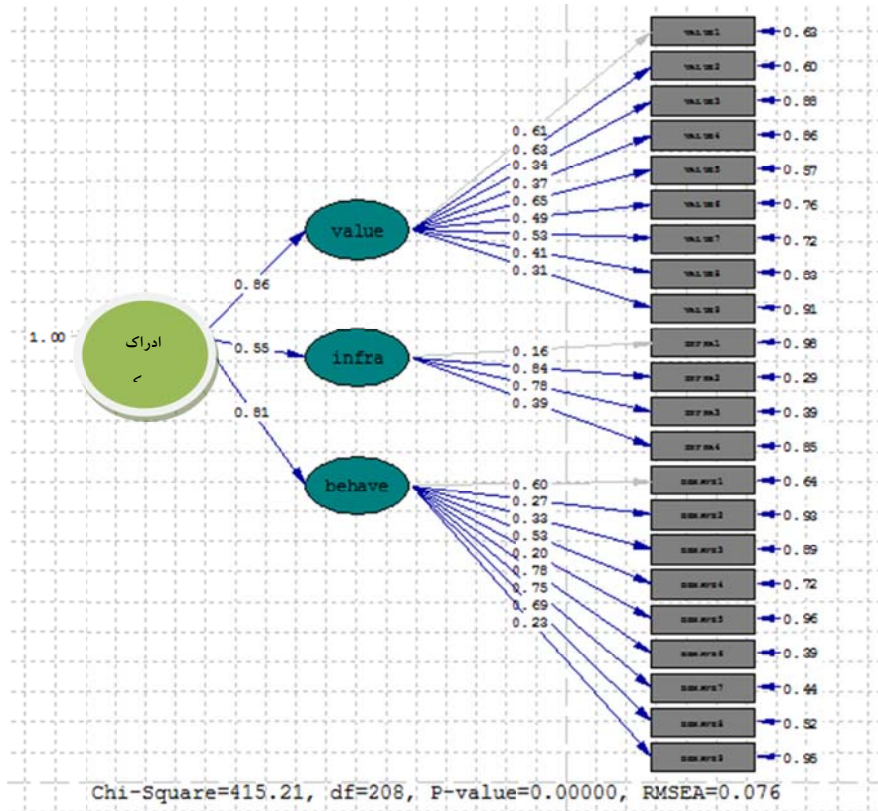
شکل شماره ۳: معناداری اعداد

خوبی است و اگر بین ۰/۰۵ تا ۰/۰۸ باشد، مدل مناسب می‌باشد. در این تحقیق مدل از لحاظ مقدار RMSEA در وضعیت مناسبی قرار دارد. شکل شماره ۳، مدل ساختاری تحقیق را در حالت معنی‌داری نشان می‌دهد که حاکی است هر سه مقدار تأثیر مذکور در سطح  $P < 0.05$  معنادار هستند.

با نگاهی با نتایج خروجی لیزرل 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)  $AGFI^{24} = 0.79$  و  $GFI^{23} = 0.87$  و  $RMSEA^{22} = 0.076$  به‌طور کلی در مدل معادلات ساختاری هر چه مقدار RMSEA از ۰/۰۵ کمتر باشد مدل، مدل بسیار



شکل شماره ۴: مدل اندازه‌گیری تحقیق



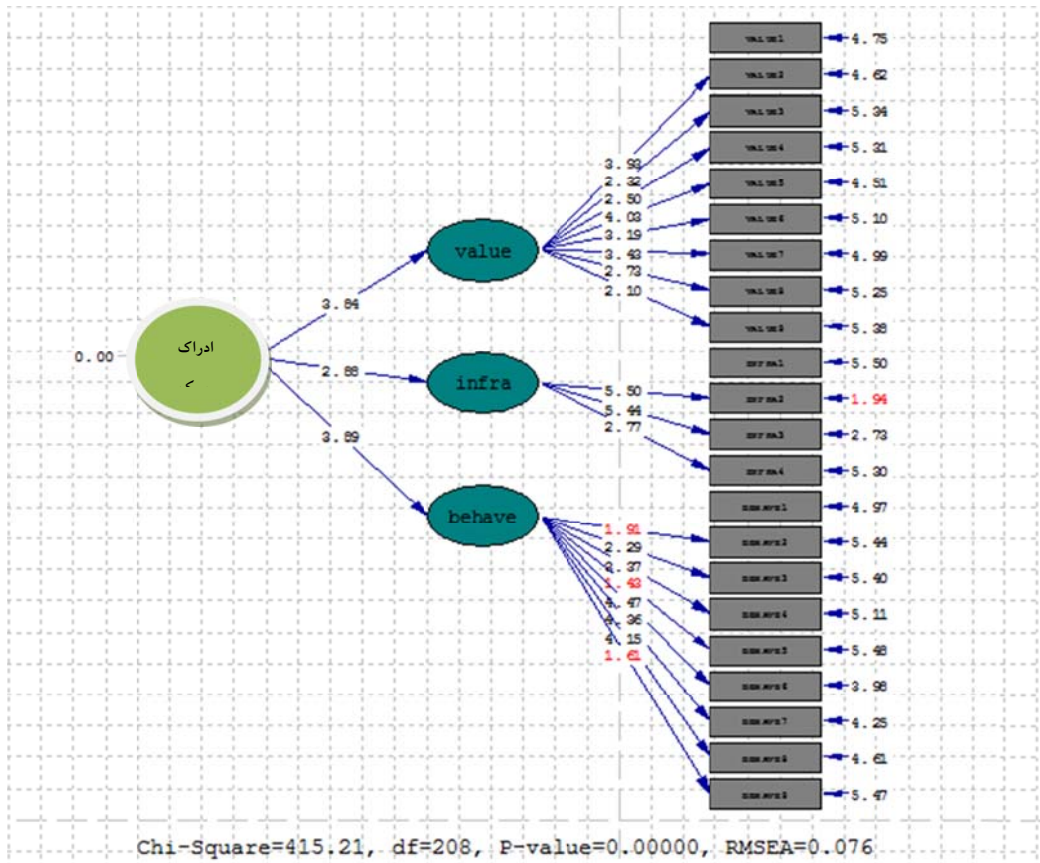
شکل شماره ۵: مدل کلی تحقیق در حالت استاندارد

شکل ۴ مدل اندازه‌گیری تحقیق را با ترکیب ۳ مؤلفه (یا متغیر مکنون: latent variable) با ۲۲ گویه (یا سؤال: observed variable) نشان می‌دهد. چنان که در این مدل مشاهده می‌شود ۹ گویه مربوط به مؤلفه «ارزش‌ها»، ۴ گویه متعلق به مؤلفه «امکانات» و ۹ گویه مربوط به مؤلفه «رفتار» می‌شود. در مدل اندازه‌گیری مشاهده می‌شود که بین ارزش‌ها با امکانات و رفتار به ترتیب مقدار ۰/۴۷ و ۰/۷ و بین امکانات با رفتار، مقدار ۰/۴۴ همبستگی وجود دارد؛ که به معنای رابطه معنادار و مثبت این سه مؤلفه می‌باشد.

شکل ۵ مدل کلی تحقیق را در حالت استاندارد نشان می‌دهد. در این حالت، مدل اندازه‌گیری و ساختاری پژوهش همزمان نمایش داده شده است. نمودار ۵ مدل کلی تحقیق را در حالت معناداری نشان می‌دهد. چنان که مشاهده می‌شود رابطه بین ادراک

ریسک سرمایه‌گذاری و مؤلفه‌های سه گانه آن و همچنین رابطه بین گویه‌ها و مؤلفه‌های سه گانه مؤثر بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاری معنی‌دار است ( $P < 0.05$ ). تنها سؤالات ۳ (جبر باوری یا اختیار باوری)، ۵ (میل به موفقیت) و ۹ (زود یا دیر باور بودن) که مربوط به مؤلفه رفتار هستند که تا حد معنی‌داری (۱/۹۶) اندکی فاصله دارند.

پس در نهایت هر سه فرضیه پژوهش مورد تأیید قرار گرفتند و تأثیر مثبت ادراک ریسک بر مؤلفه‌های سه گانه و همچنین رابطه آنان با ادراک ریسک در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار گرفت همچنین به رابطه رفتار با امکانات و ارزش‌ها و امکانات با ارزش‌ها از دیگر نتایج این پژوهش بوده است.



شکل شماره ۵: مدل کلی تحقیق در حالت معناداری

### نتیجه‌گیری

در این مقاله برای سنجش عوامل فرهنگی مؤثر بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار پرسشنامه‌ای با ۳۲ گویه فرهنگی در سه مؤلفه ارزش‌ها، امکانات و رفتار 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 یا متغیرهای مکنون یک رویکرد آماری جامع برای آزمون فرضیه‌هایی درباره روابط بین متغیرهای مشاهده شده و متغیرهای مکنون می‌باشد که با استفاده از نرم‌افزار لیزرل این تحلیل‌ها صورت گرفت؛ بر اساس نتایج، فرضیات پژوهش تأیید گردید. این نتایج که به رابطه بین گونه‌های فرهنگی و مؤلفه‌ها و ادراک ریسک سرمایه‌گذاران پرداخته است به قرار زیر است:

- (۱) سه مؤلفه «ارزش‌ها»، «امکانات» و «رفتار» به ترتیب با مقادیر ۰/۸۶، ۰/۵۵ و ۰/۸۱، بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارند؛ که به معنای ضریب تأثیر می‌باشد و اینکه در ادراک از ریسک سرمایه‌گذاران سه مؤلفه فوق نقش بسیار زیادی دارد که تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را به شدت متأثر می‌کند.
- (۲) چنان که در این مدل مشاهده می‌شود ۹ گویه مربوط به مؤلفه «ارزش‌ها»، ۴ گویه متعلق به مؤلفه «امکانات» و ۹ گویه مربوط به مؤلفه «رفتار» می‌شود. در مدل اندازه‌گیری مشاهده می‌شود که بین ارزش‌ها با امکانات و رفتار به ترتیب مقدار ۰/۴۷ و ۰/۷ و بین امکانات با رفتار، مقدار ۰/۴۴ همبستگی وجود دارد. که به این

- معناست که در مدل به رابطه بین متغیرهای برونزا هم پرداخته شده و این رابطه‌ها در تبیین میزان تأثیرپذیری ادراک ریسک نقش بسزایی دارد.
- ۳) رابطه بین ادراک ریسک سرمایه‌گذاری و مؤلفه‌های سه گانه آن و همچنین رابطه بین گویه‌ها و مؤلفه‌های سه گانه مؤثر ادراک ریسک بر سرمایه‌گذاری معنی‌دار است ( $P < 0.05$ ). تنها سؤالات ۳، ۵ و ۹ مربوط به مؤلفه رفتار هستند که تا حد معنی‌داری ( $1/96$ ) اندکی فاصله دارند.
- برتری این نتایج نسبت تحقیقات مشابه در این است که اولاً علاوه بر مشاهده رابطه بین متغیرهای برونزا با برونزا، به رابطه بین متغیرهای برونزا هم می‌پردازد که به نتایج دقیق‌تری نسبت به روش‌های دیگر می‌رسد. بدین معنی است که تفاوت‌های فرهنگی سرمایه‌گذاران در ادراک ریسک آنان و تصمیم‌گیری آنان در خرید و فروش سهام اثرگذار است. دوم اینکه در این تحقیق برخلاف تحقیقات دیگر فقط به ادراک ریسک و یا عوامل فرهنگی پرداخته نشد بلکه بین این دو متغیر ارتباط برقرار نمود. سوم اینکه موضوع ریسک- رفتاری از جمله مواردی است که تاکنون در بازار سرمایه ایران مورد پژوهش قرار نگرفته بود. چهارم بحث فرهنگ سرمایه‌گذاری است که دسته بندی ای بر اساس تئوری‌های علمی فرهنگ نیز در پژوهش‌های پیشین صورت نگرفته است.
- منابع و مأخذ**
- ازکیا، مصطفی. (۱۳۸۰). جامعه‌شناسی 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
- تقوی، سید علی. (۱۳۸۷). شناسایی و تبیین شاخصه‌های فرهنگ سرمایه‌گذاری و بررسی تأثیر آنها در سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی. دانشکده معارف اسلامی و مدیریت. دانشگاه امام صادق (علیه السلام).
- 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).
- ریچارد ال. دفت. (۱۳۷۲). تئوری و طراحی سازمان. ترجمه پارسائیان، علی و اعرابی، سید محمد. تهران: موسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی
- شولتز، دوان. وشولتز، سیدنی آل. (۱۳۷۸). نظریه‌های شخصیت. ترجمه سید محمدی، یحیی. تهران: موسسه نشر هما
- شهابی، زیبا. (۱۳۸۵). بررسی رابطه تیپ‌های شخصیتی A/B و خوش‌بینی- بدبینی در کارمندان ادارات دولتی شهر تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد علوم تربیتی. دانشگاه الزهراء (س). دانشکده علوم تربیتی و روانشناسی.
- شهریاری. سارا. (۱۳۸۶). بررسی و آزمون رفتار توده- وار سرمایه‌گذاران با استفاده از انحرافات بازده سهام از

- هندی، چارلز. (۱۳۸۰). خدایان مدیریت. ترجمه کهزاد آذرهوش. تهران: فردا.

- Hubert Fromlet. (2001). Behavioral finance. Theory and practical application. Business Economies.
- Kreitner.R & Kinicki.A. (2008). Organizational Behavior. Mc Graw Hill.
- 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.
- Trotter, R.I. (1987). Stop blaming yourself. Psychology today, 35.

#### یادداشت‌ها

- 1 Objective risk
- 2 subjective risk
- 3 Hofstede
- 4 Schein
- 5 Handy
- 6 Jo Hatch
- 7 Deal & Kennedy
- 8 Axiology
- 9 locus of control
- 10 Mental accounting
- 11 herd behavior
- 12 over confidence
- 13 Information Architect
- 14 Entrepreneurship Moral
- 15 Neo Classic
- 16 Austrian School
- 17 Schumpeter's School
- 18 Task Culture
- 19 Structural equation modeling
- 20 Latent variable
- 21 Observed variable
- 22 Root Mean Square Error of Approximation
- 23 Goodness of Fit Index
- 24 Adjusted Goodness of Fit Index

بازده کل بازار در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴. پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی. دانشکده مدیریت. دانشگاه تهران.

- صدقی خوراسگانی، حسین. (۱۳۸۵). بررسی، شناسایی و توصیف سبکهای غالب رفتاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی. دانشکده معارف اسلامی و مدیریت. دانشگاه امام صادق (علیه السلام).

- فرهنگی، علی اکبر. و [دیگران]. (۱۳۸۷). نظریه‌پردازان و مشاهیر مدیریت. تهران: انتشارات مرکز کارآفرینی دانشگاه تهران.

- قلی پور، آرین. (۱۳۸۷). مدیریت رفتار سازمانی، سطح فرد. تهران: انتشارات سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاهها (سمت).

- کرابی، مهدی. (۱۳۸۸). بررسی دام‌های مالی رفتاری در بورس اوراق بهادار تهران پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی. دانشکده معارف اسلامی و مدیریت. دانشگاه امام صادق (علیه السلام).

- کریمی، عبدالعلی. (۱۳۸۰). توسعه مالی و رفتار پس انداز در ایران. پایان نامه 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

- واعظی، مظفرالدین. و [دیگران]. (۱۳۸۷). مروری بر فرهنگ سازمانی؛ ابعاد و کاربردهای تحقیقات. مهندسی فرهنگی. دوره ۷، شماره ۱۲.