



## Designing a model of behavioral financial factors of investors affecting time changes of systematic risk

Mohammad Mohammadipour<sup>1</sup>, Ghoratollah Talebnia<sup>2</sup>, Mehrdad Hosseini Shakib<sup>3</sup>

### Abstract

#### Purpose

One of the proven topics in psychology is the influence of people's emotions on their decision-making process and judgment regarding future events. So that when people have positive feelings, they make optimistic choices and when they have negative feelings, they make pessimistic choices.

#### Method

This research was carried out using foundational data theory. The statistical population was formed by professional and academic experts in accounting and finance fields and the sampling method was purposeful, and finally 20 people from the statistical population were interviewed. Then, using the results of semi-structured interviews with experts, during the coding stage and inspired by the theoretical and empirical literature of the subject, codes were identified and categorized into different categories.

#### Findings

Based on the results of interviews with experts and according to the indicators and components, a model was presented. The results showed that individual components, emotional and emotional components are among the causal factors affecting the time changes of systematic risk; Psychological and moral factors are also among the underlying factors for it; While emphasis on culture building and individual factors are defined strategies. "Personality components" are also considered interfering conditions.

#### Conclusion

The behavioral financial factors of investors have an affecting time changes of systematic risk, which should be taken into account in the investment process, and in this research, we identified its indicators and components.

**Keyword:** behavioral finance, risk, systematic, stock return, excess return, time changes.

1. Ph.D. Candidate., Department of Industrial Management, Science and Research Unit, Islamic Azad University, Tehran, Iran. Mohammadi.pour1@gmail.com-09125036590

2. Associate Prof., Department of Industrial Management, Science and Research Unit, Islamic Azad University, Tehran, Iran. Gh\_talebnia@yahoo.com-09123360370

3. Assistant Professor, Department of Industrial Management, Karaj Branch, Islamic Azad University, Karaj, Iran mehrdadshakib@gmail.com-09126988244

Received: august 23, 2022; Accepted: october 02, 2022

Journal of maritime science management ,2022,vol.3,No.3 pp.33-52

Doi: <https://doi.org/10.22034/MMR.2023.316539.1086>

Article Type: Research-based Published by Faculty of Management and Marine Commissary





## طراحی مدل عوامل مالی رفتاری سرمایه گذاران اثرگذار بر تغییرات زمانی ریسک سیستماتیک

محمد محمدی پور<sup>۱</sup>، قدرت اله طالب نیا<sup>۲</sup>، مهرداد حسینی شکیب<sup>۳</sup>

### چکیده

هدف: یکی از موضوعات اثبات شده در علم روانشناسی، تأثیرگذاری احساسات افراد بر فرآیند تصمیم‌گیری و قضاوت آنان در خصوص رویدادهای آتی است. به گونه‌ای که هرگاه افراد دارای احساسات مثبت باشند دست به انتخاب‌های خوش‌بینانه و هنگامی که دارای احساسات منفی باشند اقدام به انتخاب‌های بدبینانه می‌نمایند.

روش‌شناسی: روش تحقیق این پژوهش تئوری داده بنیاد می‌باشد. جامعه آماری را خبرگان حرفه‌ای و دانشگاهی رشته‌های حسابداری و مالی تشکیل داده و روش نمونه‌گیری به صورت هدفمند بوده که در نهایت از ۲۰ نفر از جامعه آماری مصاحبه به عمل آمد. سپس با استفاده از نتایج مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته با خبرگان (شرکتهای مهم بورسی از جمله صنایع پتروشیمی، کشتیرانی، فلزی و خودروبی)، طی مرحله کدگذاری و نیز با الهام از ادبیات نظری و تجربی موضوع، کدهایی شناسایی شده و در مقوله‌های مختلفی دسته‌بندی گردیدند.

یافته‌ها: بر مبنای نتایج حاصل از مصاحبه با خبرگان و با توجه به شاخص‌ها و مولفه‌های حاصله، یک مدل ارایه گردید. نتایج نشان داد که مولفه‌های فردی، مولفه‌های احساسی و عاطفی جزء عوامل علی اثرگذار بر تغییرات زمانی ریسک سیستماتیک به شمار می‌آیند؛ عوامل روان‌شناختی و اخلاقی نیز جزء عوامل زمینه‌ساز برای آن به شمار می‌روند؛ در حالی که تاکید بر فرهنگ‌سازی و عوامل فردی راهبردهای تعریف شده می‌باشند. «مولفه‌های شخصیتی» نیز شرایط مداخله‌گر محسوب می‌گردند.

نتیجه‌گیری: عوامل مالی رفتاری سرمایه‌گذاران بر تغییرات زمانی ریسک سیستماتیک تأثیرگذار است که این امر باید در فرآیند سرمایه‌گذاری مد نظر قرار بگیرد که در این پژوهش به شناسایی شاخص‌ها و مولفه‌های آن پرداختیم.

**واژگان کلیدی:** مالی رفتاری، ریسک، سیستماتیک، بازده سهام، بازده مازاد، تغییرات زمانی.

استناد: محمدی پور، محمد، طالب نیا، قدرت اله، حسینی شکیب، مهرداد. (۱۴۰۱). طراحی مدل عوامل مالی رفتاری سرمایه

گذاران اثرگذار بر تغییرات زمانی ریسک سیستماتیک. مطالعات علوم مدیریت دریایی (۳) ۳

۱- دانشجوی دکتری، گروه مدیریت صنعتی، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

Mohammadi.pour1@gmail.com-09125036590

۲- دانشیار گروه مدیریت صنعتی، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران 09123360370-Gh\_talebnia@yahoo.com

۳- استادیار گروه مدیریت صنعتی، واحد کرج، دانشگاه آزاد اسلامی، کرج، ایران 0912698824-mehrdadshakib@gmail.com

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۱/۰۶/۰۱ تاریخ پذیرش مقاله: ۱۴۰۱/۰۷/۱۰

نوع مقاله: علمی و پژوهشی ناشر: دانشکده مدیریت و کمیسردریایی دانشگاه علوم دریایی امام خمینی (ره)

## مقدمه

بیشتر نظریه‌های اقتصادی بر این اساس بنا شده است که افراد در مواجهه با رویدادهای اقتصادی به صورت منطقی عمل می‌کنند و کلیه اطلاعات موجود را در فرآیند سرمایه‌گذاری در نظر می‌گیرند. این فرضیه مبنای اصلی فرضیه بازار کارا است. اما محققان این فرضیه بنیادی را زیر سؤال برده‌اند و مدارکی را کشف کرده‌اند که نشان دهنده عدم وجود رفتار منطقی در محث سرمایه‌گذاری است. آنها به دنبال درک و توضیح اثرات احساسات انسانی در فرآیند تصمیم‌گیری هستند. بسیاری از سرمایه‌گذاران بر این باور هستند که آنها به طور موفقیت آمیزی همیشه می‌توانند از بازار جلوتر باشند اما در واقع شواهد زیادی وجود دارد که این موضوع را رد می‌کند، این اطمینان بیش از حد باعث انجام معاملات زیاد و از بین رفتن سود سرمایه‌گذاران می‌شود (فروش باستانی و همکاران، ۱۳۹۳). احساسات بازار نشان دهنده نگرش سرمایه‌گذاران نسبت به قیمت‌های پیش بینی شده در بازار است. از آنجایی که سرمایه‌گذاران احساسات خود را در بازار سرمایه منعکس می‌کنند، انتظار می‌رود که احساسات سرمایه‌گذاران بتواند عامل اثرگذاری بر رفتار توده وار باشد (ویرا و پریرا، ۲۰۱۴). اسلامی بیدگلی و کردلویی (۲۰۱۰) به نقل از فیشر و کینز پدیده‌های مربوط به روان‌شناسی فردی را در قیمت سهام مؤثر می‌دانند و به نقل از سایمون می‌گویند افراد در تصمیم‌گیری‌های خود کاملاً عقلایی عمل نمی‌کنند (پمپین ۲، ۲۰۰۹)؛ از این‌رو، با توجه به اهمیت تصمیم‌گیری‌های مالی در زندگی افراد و با در نظر گرفتن اهمیت عوامل اثرگذار بر حوزه‌های مالی رفتاری در ریسک سرمایه‌گذاری، تحقیق حاضر اقدام به طراحی مدل عوامل مالی رفتاری سرمایه‌گذاران اثرگذار بر تغییرات زمانی ریسک سیستماتیک می‌نماید.

سابقه تحقیقاتی در این حوزه نشان می‌دهد که، تحقیقات گذشته نتوانسته‌اند به طور کامل خلاءهای موجود در حوزه عوامل مالی رفتاری سرمایه‌گذاران در این بخش را پوشش دهند و مورد بررسی و ارزیابی قرار دهند و این درحالی است که تحقیق حاضر با رویکرد طراحی مدل عوامل مالی رفتاری سرمایه‌گذاران اثرگذار بر تغییرات زمانی ریسک سیستماتیک دارای نوآوری‌هایی از قرار زیر است: ۱) عدم وجود سابقه تحقیقاتی در این حوزه براساس بررسی‌های پژوهشگر. ۲) استخراج عوامل مؤثر بر مدل براساس مدل‌ها و تحقیقات بین‌المللی. ۳) استفاده از نظر خبرگان حوزه عوامل مالی رفتاری سرمایه‌گذاران اثرگذار بر تغییرات زمانی ریسک سیستماتیک در راستای استخراج عوامل. ۴) استفاده از نتایج مصاحبه با خبرگان در راستای استخراج مدل. ۴) ارائه مدل بومی عوامل مالی رفتاری سرمایه‌گذاران اثرگذار بر تغییرات زمانی ریسک سیستماتیک.

اغلب مشاهده می‌شود افراد هنگام مواجهه با عدم اطمینان، نمی‌توانند یا تمایل ندارند مسائل را به صورت نظام‌مند توصیف، تمام داده‌های ضروری را ثبت و یا اینکه اطلاعات را برای ایجاد قواعد در تصمیم‌گیری‌ها ترکیب کنند. در عمل، مشاهده می‌شود افراد غالباً در تلاش برای تعیین روش انجام کار سازگار با اهداف، از مسیرهای بیشتر ذهنی (و کمتر عینی) استفاده می‌کنند. در همین خصوص، کانمن و تورسکی (۱۹۷۴) با انتقاد از الگوی عقلانیت به‌عنوان یک الگوی توصیفی برای تصمیم‌گیری در شرایط عدم اطمینان، الگوی جایگزینی به نام نظریه چشم‌انداز را معرفی می‌کنند. به اعتقاد آنها، افراد عموماً به پیامدهای محتمل در مقایسه با پیامدهای مطمئن، کمتر از حد لازم اهمیت می‌دهند. این گرایش که اثر اطمینان نامیده می‌شود، در موقعیت‌های انتخابی متکی بر سودهای مطمئن، به ریسک‌گریزی و در موقعیت‌های دربرگیرنده زبان‌های قطعی، به ریسک‌پذیری می‌انجامد (بدری ۳، ۲۰۰۹). داکلاس ۴ (۲۰۱۵) بیان می‌کند در بسیاری از پیش فرض‌های اساسی در تحلیل تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تردید شده است و

1. Vieira & Pereira
2. Pompian
3. Badri
4. Duclos

سرمایه‌گذاران را افرادی کاملاً عقلانی نمی‌توان در نظر گرفت که فارغ از سوگیری‌ها و تورش‌های روان‌شناختی تصمیم می‌گیرند (داکلاس، ۲۰۱۵).

برخی مطالعات نشان داده است که ویژگی‌ها و سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران می‌تواند بر ریسک سیستماتیک شرکت‌ها و تغییرات آن اثرگذار باشد؛ ریسک شامل «هر پدیده‌ای است که نتیجهٔ مورد انتظار سرمایه‌گذار را بتواند تغییر دهد» (اکونومو ۱ و همکاران، ۲۰۱۵). در مباحث سرمایه‌گذاری فرض بر این است که سرمایه‌گذاران منطقی هستند و اطمینان را به عدم اطمینان ترجیح می‌دهند. آنها ریسک‌گریز هستند و در ازای قبول ریسک، انتظار دریافت بازده بیشتری دارند. بنابر رابطهٔ ریسک-بازده، سرمایه‌گذارانی که ریسک بالایی را قبول می‌کنند، انتظار بازده بالایی دارند و سرمایه‌گذارانی که ریسک پایینی را قبول می‌کنند، انتظار بازده پایینی دارند (هلاند، ۲، ۱۹۹۰). میزان پذیرش ریسک و قبول آن در شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بازارهای مالی از جمله مهم‌ترین عواملی است که در هنگام تصمیم‌گیری در رفتار آنها اثرگذار است. از دیدگاه تصمیم‌گیری، ریسک‌پذیری عبارتست از «انتخاب سنجیدهٔ یک رفتار همراه با ریسک» (دونو و ولچ، ۳، ۱۹۹۶)؛ به بیان دیگر ریسک‌پذیری را «انجام هرگونه فعالیتی معرفی کرد که حداقل یک نتیجهٔ مبهم و نامطمئن داشته باشد (ورمرز، ۴، ۱۹۹۹). نتیجهٔ مذکور ممکن است مثبت باشد و منفعتی را برای فرد به همراه داشته باشد و یا منفی است و فرد را با زیان مواجه کند. در تعریفی دیگر ریسک‌پذیری «قبول خطرکردن یا پذیرش احتمال ضرر و زیان برای رسیدن به مقصود» تعریف شده است (حیدر، ۵، ۲۰۱۱). در حالت کلی، پذیرش یک ریسک، قراردادن خود در معرض یک آسیب یا زیان است (مازادیزدی، ۶ و همکاران، ۲۰۱۳). با توجه به نتایج حاصل از مطالعات تجربی روتری و همکاران (۲۰۰۷) عوامل مؤثر در ریسک‌پذیری مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری به محرک‌های کار و موقعیت شغلی و همچنین به محرک‌های درآمدی و دستمزد می‌توان اشاره کرد. در مقالهٔ منخوف و همکاران (۲۰۰۶) عامل مؤثر در ریسک‌پذیری، تجربهٔ مدیران معرفی شود و نتایج نشان داد مدیران کم‌تجربه، ریسک‌پذیری بالاتری از خود به نمایش می‌گذارند. در مطالعهٔ تجربی گراهام (۱۹۹۹) رفتار توده‌وار ناشی از حسن شهرت یکی دیگر از عوامل مؤثر در ریسک‌پذیری شناخته شد و این ویژگی رفتاری باعث می‌شود مدیران پذیرش ریسک خود را در تقلید از ریسک‌پذیری دیگر مدیران به انجام برسانند. عوامل مؤثر دیگری در ریسک‌پذیری نقش دارند که از جملهٔ آنها به درآمد، تحصیلات و همچنین برخی از عامل‌های اجتماعی مانند شغل می‌توان اشاره کرد. افراد با گروه‌های شغلی یکسان و فرهنگ‌های مختلف، ریسک‌پذیری متفاوت دارند. سن، دانش و تحصیلات از عوامل مؤثر در ریسک‌پذیری هستند. در مقاله‌ای دیگر جنسیت نیز عاملی اثرگذار در ریسک‌پذیری معرفی می‌شود که در آن زن‌ها در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری از مردان محتاط‌تر هستند (چین، ۷ و همکاران، ۲۰۰۳).

در همین راستا باید توجه داشت که یکی از مهم‌ترین مباحث در بازار سرمایه، آگاهی از میزان ریسک شرکت‌ها به ویژه ریسک سیستماتیک است که نقش مؤثری در تصمیم‌گیری‌ها دارد؛ زیرا اعتقاد بر این است که بازده سهام شرکت‌ها، تابعی از ریسک سیستماتیک است و ریسک سیستماتیک، نشان‌دهندهٔ تغییرات نرخ بازده یک سهم نسبت به تغییرات نرخ بازده کل بازار

1. Economou
2. Helland
3. Devenow, A. & Welch
4. Wermers
5. Heydar
6. Mazaryazdi
7. Chin

سهام است. شناخت ریسک سیستماتیک بنا بر دلایلی از جمله بزرگ شدن بخش‌های مالی فعال در بازار، افزایش تعداد مؤسسات مالی و پیچیده شدن ابزارهای معاملاتی، شناخت ریسک سیستماتیک اهمیت بسیار بالایی را پیدا کرده است. ریسک سیستماتیک شامل شوک‌هایی است که به طور هم زمان بسیاری از مؤسسات مالی یا بازارها را تحت تأثیر قرار می‌دهد (ژیانگ و جین، ۲۰۲۰). بنابراین و با توجه به اهمیت موضوع مالی رفتاری و ناشناخته بودن برخی ابعاد و اثرات آن، سوال آغازینی که ذهن پژوهشگر را به خود معطوف ساخت این بود که: رفتار سرمایه‌گذاران چگونه بر تغییرات زمانی ریسک سیستماتیک اثر می‌گذارد.

## مبانی نظری پژوهش

### مفهوم شناسی و تاریخچه ریسک

برای درک طبیعت ریسک، ابتدا باید از تعریف آن آغاز کرد. اگرچه تفاوت‌های فراوانی در چگونگی تعریف ریسک وجود دارد ولی تعریفی که در ادامه ارائه می‌شود، به‌طور مختصر ماهیت آن را نشان می‌دهد. واژه ریسک از کلمه عربی (رزق) یا کلمه لاتین (**risicum**) اتخاذ شده است (کدار، ۲، ۱۹۷۰) واژه عربی ریسک اشاره به (هر آنچه از سوی خدا به شما داده شده و از آن سود بدست آورید) و دلالت ضمنی آن به پیامدهای اتفاقی و مطلوب می‌باشد. در مقابل ریشه لاتین این واژه به چالشی که یک گره دریایی برای دریانوردان به وجود می‌آورد اشاره داشته و دلالت ضمنی آن به پیامدهای اتفاقی اما نامطلوب است (مرنا و التانی، ۳، ۲۰۰۵) در قرن هفدهم واژه ریسک از کلمه ایتالیایی (**risicare**) به معنی جرات کردن وارد زبان انگلیسی شد و در این معنا مفهوم گزینش و نه شانس و سرنوشت را به همراه داشت (برنشتین، ۴، ۱۹۹۶). بنابراین به مرور زمان و با استفاده مداوم از واژه ریسک، از یک رخداد غیرمنتظره و برنامه ریزی نشده، به تصمیم یا عملی که مربوط به پی‌آیندهای نامطلوب و احتمال وقوع آنها باشد، تغییر یافت. در زبان چینی علایمی که برای نشان دادن واژه ی ریسک به کار می‌روند دو مفهوم متضاد را به ذهن متبادر می‌سازند: خطر و فرصت. به عبارت دیگر ریسک ما را با شرایط همزمان خطر و فرصت روبرو می‌سازد. سازمان بین المللی استاندارد ۵ در استاندارد مدیریت ریسک ۳۱۰۰۰، ریسک سازمانی را به صورت (تأثیر عدم قطعیت بر اهداف سازمان) تعریف می‌نماید و بر این نکته تأکید دارد که تأثیر ریسک می‌تواند مثبت، منفی یا انحراف از انتظارات باشد. مفهوم ریسک در قالب تعاریف متعددی نظیر یک رخداد نامطلوب و پی‌آیندهای آن. احتمال وقوع یک پی‌آیند منفی (گراهام، ۶، ۱۹۹۹). شانس وقوع یک رخداد، اندازه و شدت آن، ترکیبی از هر دو (مرنا و التانی، ۲۰۰۵). پدیده‌ای ذهنی شامل روبرو شدن و عدم قطعیت شده است. بنابراین ریسک یعنی احتمال متحمل شدن زیان این تعریف شامل دو جنبه اصلی از ریسک است: (۱) مقدار زیان می‌بایست ممکن باشد. (۲) عدم اطمینان در رابطه با آن زیان نیز می‌بایست وجود داشته باشد (گراهام، ۱۹۹۹).

در اکثر تعاریفی که از ریسک شده است به‌صورت روشن به دو جنبه آن، یعنی زیان و عدم اطمینان اشاره شده است. ولی سومین جنبه آن یعنی انتخاب، معمولاً به‌صورت ضمنی مورد اشاره قرار می‌گیرد که منظور از انتخاب، چگونگی توجه نمودن به آن است. این سه شرط، پایه‌های اساسی ریسک و مبنایی برای بررسی عمیق‌تر آن هستند. ریسک عبارت است از انحراف در پیشامدهای ممکن آینده. اگر تنها یک پیشامد ممکن باشد، انحراف و ریسک کمتر می‌شود. ما در دنیای مخاطرات و ریسک زندگی می‌کنیم.

1. Jiang, S., Jin, X
2. Kedar
3. Merna, T. & Al-Thani, F.
4. Bernstein
5. ISO
6. Graham

باید ریسک‌ها را تحلیل کنیم، اگر با آن‌ها برخورد داریم باید آن‌ها را شناسایی و در مجموع تمام ریسک‌ها و نتایج آن‌ها را ارزیابی کنیم. مدیریت ریسک عبارت است از فرآیند مستندسازی تصمیمات نهایی اتخاذشده و به‌کارگیری معیارهایی که می‌توان از آن‌ها جهت رساندن ریسک تا سطحی قابل قبول استفاده کرد. به‌عبارت دیگر فرآیند شناسایی، ارزیابی، انجام اقدامات کنترلی و اصلاح ریسک‌های اتفاقی بالقوه‌ای که مشخصاً پیشامدهای ممکن آن خسارت با عدم تغییر در وضع موجود هست. مدیریت ریسک مجموعه‌ای را قادر می‌سازد که به نحو بهتری ریسک‌های متداول در فعالیت‌های روزمره را مدیریت نموده و با خیالی آسوده از خسارات تصادفی، به‌طور جامع‌تر و مؤثرتر فعالیت‌های روزمره خود را ادامه دهد، ضمن اینکه ما را قادر می‌سازد به نتایج قابل قبول با حداقل هزینه نائل گردیم. شناخت ریسک‌ها مستلزم شناخت هر یک از نقاط این زنجیره است که عوامل خسارت آفرین (حادثه‌ها و ...)، منابع خسارت پذیر (پرسنل، اموال، مسئولیت‌ها و درآمدها) و نوع تأثیر عامل اول بر عامل دوم (انواع خسارت‌ها) را به‌طور دقیق در برمی‌گیرد. مدیریت ریسک کمک به انسان‌ها برای حفاظت مستمر از خود، دارایی‌ها و فعالیت‌هایشان در برابر حادثه‌هایی است که در طول تاریخ زندگی انسان‌ها، همواره او را با مخاطره روبرو کرده است. این علم ضابطه‌ها و روش‌هایی را به دست داده است که اشخاص، مؤسسه‌های اقتصادی (صنعتی و تجاری) و غیرانتفاعی و دولت‌ها با استفاده از آن‌ها می‌توانند وظیفه آینده‌نگری را در ارزیابی، کنترل و تأمین مالی خسارت‌ها انجام دهند. بر این پایه مدیریت ریسک برخوردی نظام‌یافته با ریسک‌ها را سامان می‌دهد. بدین منظور همواره در کار پاسخ گفتن به دو پرسش اساسی درباره پیش‌آمدهای احتمالی آینده است. نخستین پرسش اینکه چه خواهد شد؟ و دوم اینکه چه باید کرد؟ مدیریت ریسک همواره در کنار برنامه‌ریزی برای رویارویی با رویدادهای احتمالی آینده است. بنا بر ضابطه‌هایی که مدیریت ریسک به دست داده است، ایمن کردن سازمان‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها در برابر خطرها و خسارت‌ها نیازمند شکل‌گیری نظامی فکری و عملی است که به‌وسیله آن سیاست‌گذاری در برابر ریسک‌ها یکپارچه شود. چنین نظامی به شکل مستمر در کارشناسی مشکل‌های مؤسسه‌های در معرض خطر و یافتن راه‌حل‌های مناسب و مؤثر برای حل آن‌هاست. بر این پایه، نظام یادشده باید مشکل‌های موجود را تشخیص دهد، تعریف کند و تحلیل ساختاری از آن‌ها به دست دهد و با گردآوردن اطلاعات مربوط و طبقه‌بندی‌شده، مناسب‌ترین شیوه‌های پیشگیری، کنترل و تأمین مالی ریسک‌ها را ارائه دهد. پیشرفت‌های اخیر فناوری و روند رو به رشد جهانی‌سازی و وجود تغییرات عمده در محیط و تصمیم‌گیری در شرایط عدم ثبات، باعث افزایش ریسک و عدم اطمینان در فرآیند تصمیم‌گیری مدیران در سازمان‌ها گردیده است که این خود باعث وجود پیچیدگی‌های زیادی در زمان حال شده است. نحوه برخورد مدیر با این تغییرات و عکس‌العمل‌ها و واکنش‌های وی نشان‌دهنده نحوه رفتار آنان است.

### ریسک‌پذیری

میزان تمایل به ریسک‌پذیری و نحوه نگرش مدیران به ریسک، بیان‌کننده ویژگی خاص شخصیتی مدیران و تعیین‌کننده میزان رفتار ریسک‌پذیرانه یا ریسک‌گریزانه ایشان در فرآیند تصمیم‌گیری در مقام یک مدیر هست. یک سری از مدیران به هنگام تصمیم‌گیری از ریسک اجتناب کرده و به دنبال شرایط آرام و باثباتی بوده و دارای شخصیتی ریسک‌گریز می‌باشند، ولی عده دیگر، از ریسک استقبال کرده، به دنبال تغییرات بوده و دارای ویژگی شخصیتی ریسک‌پذیری می‌باشند (نوری بروجردی، ۱۳۹۲) یک برنامه مدیریت ریسک صحیح با استراتژی‌های مدیریت ریسک مناسب می‌تواند مشکلات هزینه‌بر و استرس‌زا را به حداقل رسانده و ادعای خسارت و حق بیمه را کاهش دهد. بنا به نظر بوهم<sup>۱</sup>، مدیریت ریسک، فرآیندی شامل دو فاز اصلی است: تخمین

ریسک که شامل شناسایی، تحلیل و اولویت‌بندی است و کنترل ریسک که مراحل برنامه‌ریزی مدیریت ریسک، برنامه‌ریزی، نظارت ریسک و اقدامات اصلاحی را شامل می‌شود. به اعتقاد فیملی ۱ مدیریت ریسک دارای هفت فاز است (نیاکان، ۱۳۹۴):

- ۱- شناسایی عوامل ریسک
- ۲- تخمین احتمال رخداد ریسک و میزان تأثیر آن
- ۳- ارائه راهکارهایی جهت تعدیل ریسک‌های شناسایی شده
- ۴- نظارت بر عوامل ریسک
- ۵- ارائه یک طرح احتمالی
- ۶- مدیریت بحران
- ۷- احیای سازمان بعد از بحران

### پیشینه پژوهش

در ادامه به نتایج برخی از مهم‌ترین پژوهش‌ها صورت گرفته در این زمینه اشاره می‌شود: هه (۲۰۲۲) به بررسی اثرات نامتقارن احساسات سرمایه‌گذاران فردی بر رابطه ریسک و بازده متغیر زمانی در بازار سهام پرداخت؛ وی با استفاده از رگرسیون چندکی، تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران، از جمله احساسات فردی و احساسات کل بازار، بر مبادله ریسک-بازده متغیر با زمان در بازار سهام ایالات متحده را بررسی نمود. نتایج تجربی نشان داد که احساسات فردی تأثیر منفی قابل‌توجهی بر مبادله ریسک-بازده متغیر با زمان در همه چندک‌ها دارد، که نشان‌دهنده ناهمگونی اثر احساسات فردی است. به طور خاص، احساسات مثبت فردی معاوضه ریسک-بازده متغیر با زمان را تضعیف می‌کند در حالی که احساسات منفی فردی آن را تقویت می‌کند. علاوه بر این، اثرات نامتقارن احساسات فردی در چندک وجود دارد، یعنی یک احساسات منفی فردی مرتبط با اخبار بد تأثیر قوی‌تری نسبت به یک احساس مثبت فردی مرتبط با خبر خوب دارد. با این حال، این مطالعه نشان داد که معاوضه ریسک-بازده متغیر زمانی نسبت به احساسات بازار نسبت به احساسات فردی حساسیت کمتری دارد، که نشان می‌دهد احساسات فردی در تعیین قیمت و تغییرات سهام مفیدتر و مهم‌تر است [۲۰]. ژیانگ و جین (۲۰۲۰) پژوهشی تحت عنوان رابطه بین نوسانات بازده سهام و احساسات سرمایه‌گذاران انجام دادند. آنان با استفاده از یک مدل پانل پویا فضایی-زمانی برای مطالعه، اثرات احساسات سرمایه‌گذار بر نوسانات بازده سهام را بررسی نمودند. آنان با استفاده از داده‌های موجود در سهام بورس اوراق بهادار شانگهای از ژانویه ۲۰۱۲ تا دسامبر داده‌های مورد نیاز را برای آزمون فرضیه‌ها گردآوری کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که احساسات سرمایه‌گذاران بر نوسانات بازده سهام تأثیر مثبت بر جای می‌گذارد.

بیکران و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان «تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام» پرتفوی‌های مرتب شده بر اساس اندازه قیمت، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی در قلمرو زمانی ۲۰۱۴ لغایت ۲۰۱۹ را مورد بررسی قرار دادند. بدین منظور مدل چهار عاملی پرتفوی بازار، اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به بازار و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در تبیین بازده مورد استفاده قرار گرفت. نتایج این تحقیق حاکی از وجود رابطه مثبت و معنی‌دار گرایش‌های احساس سرمایه‌گذاران با بازده سهام شرکت‌های دارای کمترین اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی بود.

تایون ۱ و همکاران (۲۰۱۶) در مطالعه خود به ریسک‌های رفتاری سرمایه‌گذاران و نقش آن در شکل کلی قیمت سهام و نیاز به تدابیر مدیریتی و مقرراتی برای کاهش این نوع ریسک اشاره دارند. به نقش عقلانیت و سازگاری رفتاری سرمایه‌گذار در شکل‌گیری قیمت سهام نیز اشاره شده است.

رایو ۲ (۲۰۱۵) در پژوهشی تحت عنوان «بررسی تاثیر اثر تمایلی بر تصمیم‌گیری تیم‌های سرمایه‌گذاری» به بررسی و مقایسه تاثیر گذاری اثر تمایلی بر تصمیم‌گیری‌های تیم‌های سرمایه‌گذاری و تصمیم‌گیری‌های انفرادی پرداخت. او به این نتیجه رسید که تیم‌های سرمایه‌گذاری بیشتر تحت تاثیر اثر تمایلی می‌باشند و دیرتر به تشخیص فروش سهام‌های زیان ده اقدام می‌کنند. هولگر ۳ (۲۰۱۴) در پژوهشی تحت عنوان «اثر تمایلی و ریسک‌گریزی: آیا تفاوت‌های جنسیتی مهم است؟» به بررسی رابطه ریسک‌گریزی و اثر تمایلی در بورس سهام آلمان پرداخت. وی به بررسی تاثیر جنسیتی بر ریسک‌گریزی و اثر تمایلی پرداخت. آنها به این نتیجه رسیدند که زنان نسبت به مردان ریسک‌گریزتر هستند و همچنین زنان نسبت به مردان دارای اثر تمایلی بالاتری هستند.

اوپرا و براد ۴ (۲۰۱۴) ارتباط بین احساسات سرمایه‌گذاران و بازده سهام را در بورس اوراق بهادار بخارست (BSE) برای یک دوره زمانی ده ساله از سال ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۱ را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که احساسات فرد سرمایه‌گذار بر قیمت سهام تأثیرگذار است. آنها همچنین دریافتند که تأثیر احساسات فرد سرمایه‌گذار به سرعت توسط نیروی آربیتراژ حذف خواهند شد. نتایج پژوهش اصولیان و همکاران (۱۴۰۰) نشان داد که اعتماد به شهود بر سوگیری اتکا و تعدیل و سوگیری سفسطه ارتباط، تأثیر مثبت و معناداری دارد، در حالی که توانایی شناختی بر سوگیری سفسطه ارتباط، تأثیر منفی و معناداری می‌گذارد. افزون بر این، سوگیری سفسطه ارتباط بر بازدهی کسب شده تأثیر منفی و معناداری دارد. نتایج تحلیل رگرسیون نیز نشان داد که جنسیت، تأثیر منفی توانایی شناختی و تأثیر مثبت اعتماد به شهود بر سوگیری سفسطه ارتباط را تقویت می‌کند. هدف از تحقیق محبی (۱۴۰۰)، بررسی ارتباط بین مومنتوم و ریسک سیستماتیک با بازده مازاد بوده است. داده‌های مورد استفاده، از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ استخراج گردیدند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق بیانگر این بود که مومنتوم بر بازده مازاد تأثیر منفی و معناداری دارد. همچنین سایر نتایج نشان داد که ضریب متغیر ریسک سیستماتیک دارای تأثیر مثبت بر ریسک سیستماتیک می‌باشد.

پژوهش زارع (۱۴۰۰) به بررسی تحلیل ارتباط معیار ریسک بر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران با تاکید بر نقش مدیریت اثر بخش ریسک و مدیریت سیاسی شرکت پرداخت. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۸۶ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده در دوره‌ی زمانی ۹ ساله بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که بین ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. اثر بخشی مدیریت ریسک ارتباط بین ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را تعدیل نمی‌کند. هم‌چنین نتایج نشان داد که مدیریت سیاسی ارتباط بین ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را تعدیل نمی‌کند. یافته‌های بیشتر موید این امر بودند که بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. هم‌چنین مشخص گردید که اثر بخشی مدیریت ریسک ارتباط بین ریسک مالی و رفتار

1. Tuyon
2. Rau
3. Holger
4. Oprea, D. S & Brad, L.



احساسی سرمایه‌گذاران را تعدیل نمی‌کند. در نهایت این نتیجه به‌دست آمد که مدیریت سیاسی ارتباط بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را تعدیل می‌کند.

تحقیق پیری و همکاران (۱۳۹۹) به شناسایی تأثیر تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران بر رابطه بین ریسک سیستماتیک و هزینه سهام عادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ پرداخت. در این راستا هزینه سهام عادی به عنوان متغیر وابسته و ریسک سیستماتیک به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده اند. همچنین، تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران به عنوان متغیر گر و از پارامترهای اهرم مالی، اندازه شرکت، نسبت به اقلام تعهدی و نسبت جریان‌ات نقدی عملیاتی نیز به عنوان متغیرهای کنترل بهره گرفته شده است. لازم به ذکر است که نمونه آماری تحقیق از ۱۱۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل شده است. نتایج تحقیق نشان داد که بین ریسک سیستماتیک و هزینه سهام عادی مستقیم و معناداری وجود دارد و تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران نیز موجب کاهش این رابطه می‌شود.

هدف از پژوهش راستگو و پناهیان (۱۳۹۹)، الگوسازی ریسک سیستماتیک با استفاده از الگوهای گارچ، ایگارچ، ام گارچ، آرفیما - گارچ و آرفیما - فیگارچ بود که بر بررسی باقی‌مانده الگوی رگرسیونی متمرکز است و متغیر وابسته آن بازده بازار و متغیر مستقل آن لگاریتم طبیعی تغییرات شاخص قیمت و بازده نقدی به‌منزله سودآوری سید بازار محسوب گردید؛ آنان داده‌های مرتبط برای ۱۷۴ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران و به‌صورت روزانه برای بازه زمانی ۱۳۹۴-۱۳۸۵ را استخراج کرده و بررسی الگوها را با استفاده از سه معیار مجذور میانگین مربعات خطا، میانگین قدر مطلق خطا و ضریب تایل انجام دادند. نتایج نشان داد الگوی آرفیما - فیگارچ در هر سه معیار کمترین خطا را دارد که نشان‌دهنده کارایی زیاد الگو در برآورد بتای ریسک سیستماتیک است. پژوهش بشیری منش و همکاران (۱۳۹۹) درصد بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران (در دو گروه گرایش‌ات احساسی بالا و پایین) بر رابطه بین ریسک سیستماتیک و هزینه سرمایه بود. نمونه آماری تحقیق شامل ۱۶۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۲-۱۳۹۶ می‌باشد. در بررسی روابط بین متغیرها از روش رگرسیون چندمتغیره باداده‌های ترکیبی استفاده شده است. یافته‌ها نشان داد که بین ریسک سیستماتیک و هزینه سهام عادی شرکت‌ها رابطه مستقیم و معناداری برقرار است. همچنین گرایش‌ات احساسی سرمایه‌گذاران بالا بر رابطه بین ریسک سیستماتیک و هزینه سهام عادی تأثیر معناداری دارد. ولی در تأثیر گرایش‌ات احساسی سرمایه‌گذاران (پایین) بر رابطه بین ریسک سیستماتیک و هزینه سهام عادی نتیجه معناداری یافت نشد.

در مقاله منصورفر و همکاران (۱۳۹۵) با استفاده از الگوی چهارعاملی فاما و فرنچ و عامل مومنتوم معرفی شده کارهارت، رفتار بازگشت پذیری بتا براساس درجات مختلف ریسک سید سهام در بورس اوراق بهادار تهران بررسی گردید. نتایج پژوهش نشان داد بازگشت بتا در بورس اوراق بهادار تهران برای سبدهای پریسک بازار رخ داده است و با حذف سبدهای پریسک از بازار، رفتار برگشت پذیری بتا کنترل می‌شود.

هدف پژوهش موسوی شیری و اکبری (۱۳۹۶)، بررسی وجود سودهای مومنتوم در بازه‌های زمانی کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت در بورس اوراق بهادار تهران و نقش ریسک سیستماتیک شرطی در وجود سودهای مومنتوم در استراتژی‌های معاملاتی مختلف بود. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش که با توجه به جمع‌آوری داده‌های یک نمونه آماری شامل ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ صورت گرفت نشان داد که در بورس اوراق بهادار در بازه‌های زمانی کوتاه‌مدت و میان‌مدت سود مومنتوم وجود داشته ولی در دوره‌های زمانی بلندمدت سود مومنتوم وجود ندارد سودهای منتج از استراتژی‌های معاملاتی با دوره‌های تشکیل و نگهداری ۳، ۶ و ۱۲ ماهه در نتیجه جبران ریسک بالاتر پیش می‌آیند و پرتفوی‌های برنده ریسک بالاتری از پرتفوی‌های بازنده دارند

جدول ۱: مقایسه روش ارزیابی کیفی ریسک

| نام روش   | سال           | ویژگی‌ها  | توضیحات و اهداف   |
|-----------|---------------|---|---|
| checklist | -             | چک لیست راهنما، برای حصول اطمینان از شناسایی و ارزیابی کلیه خطرات سلامت، ایمنی و محیط زیست می‌باشند، هر چند استفاده از این چک لیست‌ها نباید موجب محدود شدن دامنه هر گونه بازنگری شود چک لیست‌ها معمولاً از استانداردها و تجرب عملیاتی استخراج می‌شوند. در نتیجه بر حوزه‌هایی که پتانسل اشتباه زیاد است یا مواردی که در گذشته مشکل شده است، تمرکز دارند.   | قدرت روش چک لیست به جامعیت تدوین و سهولت آن است. هر خطری که در چک لیست بدان اشاره نشده باشد، قطعاً در مراحل ارزیابی ریسک کد نظر قرار نخواهد گرفت.   |
| What-If   | ۱۹۹۸          | این روش خطر توسط انجمن مهندسی شیمی آمریکا در راهنمای پروسه ارزیابی خطر مورد بحث قرار گرفته است. این روش، روشی برای آنالیز خطرانی است که به طور مستقیم از اسمشان مشخص هستند.   | آنالیز what-if می‌تواند در تمام عملیات یا فرآیندهای سیستم به کار برده شود. این روش کمتر سیستماتیک و کامل است، و به همین دلیل شدیداً به تیم وابسته است. اما نسبت به دیگر روش‌ها نقص و اثبات کمتری دارد. این تکنیک در اوایل تنظیم مقررات ایمنی شکل گرفته است. |
| PHL       | -             | هدف استفاده از این روش بهره‌گیری از تکنیک فهرست مقدماتی مخاطرات (PHL) در درجه اول شناسایی و فهرست نمودن مخاطرات بالقوه سیستمی و در مرحله بعد شناسایی پارامترهای بحرانی ایمنی و طبقه بندی رویدادهای ناخوشایند می‌باشد. این روش ابزاری در دست مدیران برای تخصیص منابع به مناطقی که در فاز طراحی مخاطره آمیز تشخیص داده شده اند. این روش شباهت بسیاری به برگزاری جلسات طوفان مغزی دارد.                        | این تکنیک نیز در اوایل تنظیم مقررات ایمنی شکل گرفته است. هدف این روش تهیه فهرستی از مخاطرات شناخته شده و مرود شک می‌باشد. این تحلی به راحتی و با سرعت مورد قبول قابل انجام است.   |
| PHA       | ۱۹۵۰ (آمریکا) | این روش در آمریکا برای آنالیز ایمنی موشک‌های با پیش برنده مایع بکار گرفته شد. همچنین در علوم و فنون دریایی و صنایع استراتژیک دریا، هوافضا، تجهیزات نظامی و راهبردی حمل و نقل و کشتیرانی و ریلی مورد استفاده بوده است. در این تکنیک، ابتدا وقایع نامطلوب، پیشرفت‌های ممکن یا معیارهای پیشگیرانه شکل می‌گیرد. نتیجه این روش مبنایی را برای تعیین اینکه کدام گروه از مشکلات باید با دقت بیشتر مورد توجه گیرند. | این روش گزارشی از خطرات مهم و منتج از خطاهای انسانی و ریسک‌های متناظر آنها فراهم می‌کند. یک تشریح و بازنگری نسبتاً سریع از مهمترین ریسک‌های مربوط به سیستم و انسان فراهم می‌کند. روشی نسبتاً ساده است که برای تیم ارزیابی سریع تر قابل فهم است.             |
| SSHA      | -             | این روش یک روش تجزیه و تحلیل ایمنی است که به منظور شناسایی خطرات، عوامل ایجاد کننده آنها، اثرات، سطح ریسک و طراحی اقدامات بازدارنده بنا نهاده شده است. این روش زمانی مورد استفاده قرار می‌گیرد که اطلاعات طراحی تفصیلی سیستم در دسترس باشد. این روش یک  | بکارگیری این روش نیازمند آشنایی با مفاهیم ارزیابی مخاطرات و همچنین شناخت طراحی و عملکرد کل سیستم و زیرسیستم‌ها می‌باشد.   |

| نام روش | سال | ویژگی‌ها  | توضیحات و اهداف   |
|---------|-----|---|---|
|         |     | مدون را برای واکاوی عوامل ایجاد کننده مخاطرات که بواسطه روش‌های ابتدایی ارزیابی مخاطرات همچون PHA شناسایی شده اند، ارائه می‌دهد. این روش جزء روش‌های ارزیابی دقیق مخاطرات قرار می‌گردد و در سطح زیرسیستم‌ها، جزئیات طراحی را مورد ارزیابی قرار می‌دهد.  |   |
| OSHA    | -   | این روش یک روش تجزیه و تحلیل ایمنی است که به منظور شناسایی مخاطرات موجود در فعالیت‌ها و کنش‌های عملیاتی سیستم‌های عوامل ایجاد کننده مخاطرات، اثرات، تعیین ریسک و روش‌های کنترل و کاهش آن مورد استفاده قرار می‌گیرد. در این روش کلیه دستورالعمل‌ها، روش‌ها و ماموریت‌هایی که توسط انسان به اجرا در می‌آید مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. | اهداف این روش ایجاد تمرکز بر روی ایمنی سیستم از دیدگاه کنش‌های عملیاتی و فعالیت‌ها شناسایی مخاطرات مربوط به کلیه فعالیت‌ها و عملیات در سیستم که ناشی از طراحی، خرابی سخت‌افزار و غیر می‌باشد. سنجش ریسک رویدادهای ناگوار عملیاتی. |

### روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر حیث هدف، یک پژوهش اکتشافی بوده و از نظر نتیجه، پژوهش بنیادی محسوب می‌شود و از داده‌های کیفی استفاده می‌کند؛ در واقع این پژوهش، براساس پژوهش کیفی انجام شده و استراتژی پژوهش، پژوهش مبنایی با هدف تئوری-پردازی است.

جامعه آماری در برگزیده‌ی خبرگان حیطه‌ی مربوطه و شامل حسابداری، مدیریت و مالی اعضای هیئت علمی دانشگاه، متخصصان، مدیران اجرایی و مالی شرکت‌های مهم بورسی از صنایع مورد توجه در بازار سرمایه مثل شرکت‌های پتروشیمی، کشتیرانی، فلزی، خودرویی و سایر ودانشجویان دکتری، تحلیل‌گران بازارهای سرمایه و پژوهشگران این رشته‌ها می‌باشد. در تحقیق کیفی نمونه‌گیری هدفمند به کار برده می‌شود؛ بدین معنی که واحدها به جای انتخاب تصادفی با توجه به ویژگی‌های آنها نسبت به پدیده مورد مطالعه انتخاب می‌شوند. در ادامه از افراد مورد مصاحبه خواسته می‌شود تا خبره‌های دیگری، که در این زمینه صاحب نظر هستند، را معرفی نمایند. معیار انتخاب ورود به مصاحبه شامل موارد زیر است: ۱. داشتن کتب و مقالاتی در حوزه‌های مالی، مدیریت و حسابداری ۲. داشتن سابقه سخنرانی در کنفرانس‌ها و محافل علمی در حوزه مالی رفتاری و حیطه‌ی ریسک ۳. آشنایی کامل و دارا بودن تجربه پژوهشی در زمینه‌های مذکور.

در نهایت از ۲۰ نفر از اعضای هیئت علمی و متخصص در حوزه‌های مربوطه، مصاحبه به عمل آمد. مشخصات کلی مصاحبه‌شوندگان در مرحله کیفی در جدول شماره ۲ آورده شده است:

جدول ۲ مشخصات کلی افراد مورد مصاحبه

| تعداد  | گروه مورد مصاحبه             |
|--------|------------------------------|
| ۳      | اعضای هیات علمی              |
| ۸      | مدیران و مسئولان سازمان بورس |
| ۹      | تحلیل گران بازار سرمایه      |
| ۲۰ نفر | جمع کل                       |

در این پژوهش، ابزار گردآوری داده‌ها مصاحبه بوده که، از مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته با خبرگان استفاده گردید. دلیل استفاده از مصاحبه نیمه ساختاریافته این است که علاوه بر آنکه امکان تبادل نظر و فکر وجود دارد، می‌توان بحث و موضوع مصاحبه را در جهت دستیابی به اهداف پژوهش هدایت نمود. همچنین در طول فرآیند مصاحبه، امکان مشاهده احساسات و رسیدن به باورها و اعتقادات مصاحبه‌شوندگان درباره موضوع پژوهش نیز وجود دارد. قبل از شروع مصاحبه، خلاصه‌ای از طرح پژوهش، نتایج بررسی پیشینه پژوهش، به همراه اهداف و سؤالات پژوهش جهت مطالعه و آمادگی اولیه برای مصاحبه‌شوندگان از طریق ایمیل ارسال شده و در ابتدای جلسه مصاحبه نیز در مورد کارهای انجام شده به طور مختصر توضیح داده می‌شد. سپس نسبت به طرح سؤالات مصاحبه و انجام فرآیند مصاحبه اقدام شد.

### تجزیه و تحلیل یافته‌ها

در این پژوهش، پس از تعریف موضوع و ابعاد آن، عوامل رفتاری مربوط به سرمایه‌گذاران که انتظار می‌رفت بر تغییرات زمانی ریسک سیستماتیک موثر باشد، از لابلای منابع موجود شناسایی شده و استخراج گردید و مصاحبه‌هایی با تنی چند از افرادی که در حیطه ی مالی-رفتاری چه در بخش علمی و چه در فضای اجرایی فعال بودند ترتیب داده شد تا پژوهشگر با مسائل مرتبط از دیدگاه‌های مختلف آشنا شود. در نهایت به یک جمع‌بندی از عوامل استخراج شده در بخش اول برسد. این روش فرآیندی ساختاریافته برای جمع‌آوری و طبقه‌بندی دانش موجود در نزد گروهی از کارشناسان و خبرگان است. با بررسی و تحلیل دقیق مصاحبه‌های انجام شده، مولفه‌های موثر بر تغییرات زمانی ریسک سیستماتیک در چندین محور تقسیم‌بندی شد. این مولفه‌ها طبقه‌بندی شده و سپس کدهای مربوط به آن‌ها نیز شناسایی گردیدند. در ادامه، کدهای اولیه شناسایی شده به صورت محوری و در قالب سازه‌های اصلی و مقوله‌ها به شرح زیر کدگذاری شدند:

جدول ۳ شناسایی سازه‌ها و مقوله‌ها

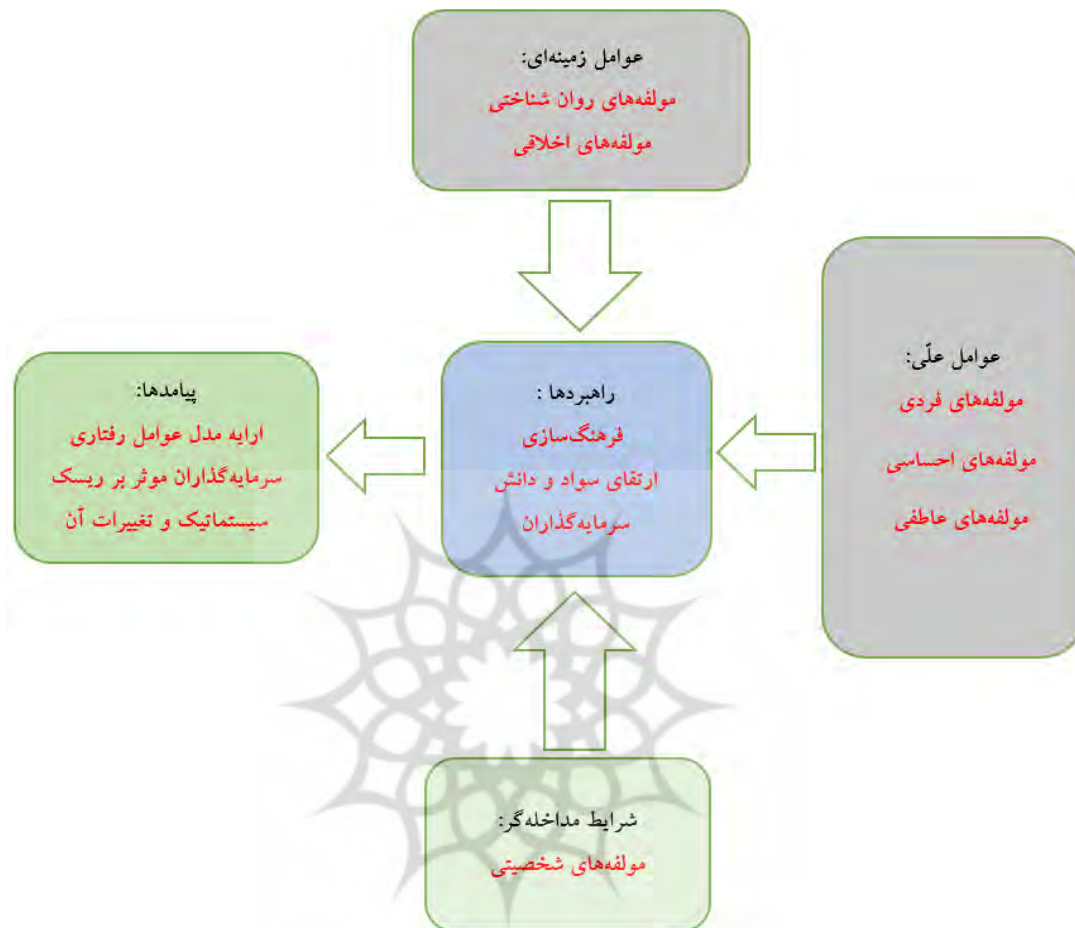
| ردیف | سازه اصلی       | مقوله‌ها              | کدهای باز                   |
|------|-----------------|-----------------------|-----------------------------|
| ۱    | شرایط علی       | مولفه‌های فردی        | هوش و خلاقیت                |
| ۲    |                 |                       | باورهای فردی                |
| ۳    |                 |                       | مهارت‌ها و ظرفیت‌های فردی   |
| ۴    |                 |                       | انعطاف پذیری                |
| ۵    |                 |                       | بینش شخصی                   |
| ۶    |                 |                       | سواد و مدارک علمی و حرفه‌ای |
| ۷    |                 |                       | توانایی پردازش اطلاعات      |
| ۸    |                 |                       | قدرت تحلیل                  |
| ۱۱   |                 |                       | تورش‌های قضاوتی             |
| ۱۲   |                 |                       | مولفه‌های احساسی            |
| ۱۳   |                 | تورش‌های نتایج تصمیم  |                             |
| ۱۴   | مولفه‌های عاطفی |                       | ذوق زندگی و هیجان           |
| ۱۵   |                 |                       | شور و شوق                   |
| ۱۶   |                 |                       | غرور و افتخار               |
| ۱۷   | شرایط زمینه‌ای  | مولفه‌های روان شناختی | خوش بینی                    |
| ۱۸   |                 |                       | بدبینی                      |

| ردیف | سازه اصلی       | مقوله‌ها         | کدهای باز   |
|------|-----------------|------------------|---|
| ۱۹   |                 |                  | بهینه بینی  |
| ۲۰   |                 |                  | خودشیفتگی   |
| ۲۱   |                 |                  | به‌گزینی  |
| ۲۲   |                 |                  | بیش اعتمادی   |
| ۲۳   |                 |                  | احساس گناه و وجدان  |
| ۲۴   |                 |                  | صداقت   |
| ۲۵   |                 |                  | قضاوت اخلاقی  |
| ۲۶   |                 |                  | رشد و نمو اخلاقی  |
| ۲۷   |                 |                  | هوش اخلاقی  |
| ۲۸   |                 |                  | فرهنگ اخلاقی  |
| ۲۹   | راهنماها        | فردی             | ارتقای دانش و آگاهی مالی سرمایه‌گذاران                                    |
| ۳۰   |                 | اجتماعی          | فرهنگ‌سازی  |
| ۳۱   | پیامدها         |                  | شناسایی تغییرات زمانی ریسک سیستماتیک                                      |
| ۳۲   |                 |                  | شناسایی عوامل رفتاری موثر بر تغییرات زمانی ریسک سیستماتیک                 |
| ۳۳   |                 |                  | رتبه بندی عوامل رفتاری موثر بر تغییرات زمانی ریسک سیستماتیک               |
| ۳۴   |                 |                  | ارایه مدلی برای شناسایی عوامل رفتاری موثر بر تغییرات زمانی ریسک سیستماتیک |
| ۳۵   | شرایط مداخله‌گر | مولفه‌های شخصیتی | مصمم بودن   |

| ردیف | سازه اصلی | مقوله‌ها | کدهای باز       |
|------|-----------|----------|-----------------|
| ۳۶   |           |          | ریسک پذیری      |
| ۳۷   |           |          | خودرای بودن     |
| ۳۸   |           |          | هوشیاری و زیرکی |
| ۳۹   |           |          | زودرنجی         |
| ۴۰   |           |          | زیان‌گریزی      |

در این پژوهش، «طراحی مدل عوامل مالی رفتاری سرمایه‌گذاران اثرگذار بر تغییرات زمانی ریسک سیستماتیک» به عنوان پدیده اصلی و محوری این پژوهش در نظر گرفته شده است. پدیده اصلی اساس و محور فرآیند است و روابط بین مقوله‌های اصلی پیرامون آن شکل می‌گیرد. مطابق نتایج پژوهش، عوامل مالی رفتاری سرمایه‌گذاران اثرگذار بر تغییرات زمانی ریسک سیستماتیک پنج مقوله اصلی را در برمی‌گیرد و در نهایت مدل حاصله را می‌توان به صورت زیر ارائه داد:

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی



شکل ۱: د د د د و و و

مقوله «شرایط علی»: چرایی اثرگذاری عوامل مالی رفتاری سرمایه گذاران بر تغییرات زمانی ریسک سیستماتیک را تشریح می کند. سه مقوله «مولفه های فردی»، «مولفه های احساسی» و «مولفه های عاطفی»، چگونگی اثرگذاری بر عوامل رفتاری سرمایه گذاران را بر تغییرات زمانی ریسک سیستماتیک تبیین می کنند. شرایط علی، علت اثرگذاری است و برای استنتاج مقوله علی، مراحل کدگذاری، مفهوم سازی و مقوله بندی طی شده است.

**عوامل بسترساز (زمینه ای):** عوامل بسترساز دارای نقش عمده ای هستند و با ایجاد شرایطی پایدار به شکل گیری نحوه مواجهه با ارزیابی تغییرات زمانی ریسک سیستماتیک منجر می شوند. این عوامل عبارت بودند از: مولفه های روان شناختی و مولفه های اخلاقی.



**پیامدها:** مطابق دیدگاه مصاحبه شوندهگان، اهداف حاصل از بررسی عوامل رفتاری موثر بر ریسک سیستماتیک و تغییرات آن عبارت اند از: شناسایی عوامل رفتاری اثرگذار بر این تغییرات، رتبه‌بندی این عوامل و مدل‌سازی آن.

**راهبردها:** برای دستیابی به هدف مورد نظر می‌بایستی در جهت فرهنگ‌سازی و ارتقای سطح سواد مالی و دانش سرمایه‌گذاران کوشید.

**شرایط مداخله‌گر:** عوامل شخصیتی نیز می‌توانند در این میان نقش مداخله‌گر را ایفا نمایند.

### جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

این پژوهش با هدف ارزیابی طراحی مدل عوامل مالی رفتاری سرمایه‌گذاران اثرگذار بر تغییرات زمانی ریسک سیستماتیک از طریق تئوری داده بنیاد انجام شده است. در این پژوهش، یافته‌های حاصل از مصاحبه‌های صورت گرفته و مراحل مختلف پژوهش ارائه شده و یافته‌های حاصل از کدگذاری مصاحبه‌ها، به منظور پاسخ به سؤالات پژوهش، چارچوب‌بندی و دسته‌بندی گردید تا در نهایت پس از تجزیه و تحلیل و اجرای دو مرحله دلفی زمینه‌ی انواع تحلیل‌ها و ارتباط‌های این داده‌ها فراهم آید. با توجه به نتایج مشخص گردید که مولفه‌های فردی، مولفه‌های احساسی و عاطفی جزو عوامل علی اثرگذار بر تغییرات زمانی ریسک سیستماتیک به شمار می‌آیند؛ عوامل روان شناختی و اخلاقی نیز جزو عوامل زمینه‌ساز برای آن به شمار می‌روند؛ در حالی که تاکید بر فرهنگ سازی و عوامل فردی راهبردهای تعریف شده می‌باشند. «مولفه‌های شخصیتی» نیز شرایط مداخله‌گر محسوب می‌گردند. با توجه به نتایج حاصله، موارد و نکات زیر پیشنهاد می‌گردد:

پیشنهاد می‌شود تا جامعه‌ی حسابداران رسمی، دستورالعملی را برای تدوین مقررات مربوط به گزارش و ارائه شاخص ریسک سیستماتیک شرکت‌ها تدوین کرده و آن را به سازمان بورس اوراق بهادار تهران ارائه دهد. هم‌چنین در این راستا پیشنهاد می‌شود تا سازمان بورس اوراق بهادار این دستورالعمل را به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس ابلاغ نماید.

به کارگزاران و مشاوران مالی فعال در بورس اوراق بهادار توصیه می‌شود تا در تحلیل‌ها و برآوردهای خود، علاوه بر متغیرهای حسابداری و اقتصادی اثرگذار، به ویژگی‌های رفتاری سرمایه‌گذاران نیز توجه بیشتری نمایند و اثر آنان را در پیش‌بینی‌ها و برآوردهای خود لحاظ نمایند. همچنین مدیران عامل و اعضای هیات مدیره شرکت‌های بورسی بخصوص شرکت‌های پتروشیمی، کشتیرانی، کانی و فلزی، خودرویی و سایرین که علاوه بر حوزه تولید فعالیت تحقیقاتی نیز انجام می‌دهند و با جذب نقدینگی توان اجرای برنامه‌های عملکردی آنان را تسریع می‌بخشد می‌بایست در تصمیمات اثرگذار در شاخص تصمیمات هیجانی سرمایه‌گذاران موارد مداخله‌گر در تصمیم‌گیری‌ها را در افشای اطلاعات و سایر اخبار منتشره لحاظ نمایند بنحوی که با بی‌اعتمادی و عدم جذب سرمایه‌های جدید مواجه نشوند.

به سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود تا هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری خود جهت ارزیابی ریسک سیستماتیک به مولفه‌هایی همانند مولفه‌های عاطفی و شخصیتی به صورت جدی، توجه کنند؛ زیرا یکی از عوامل مؤثر بر مطلوبیت تصمیم‌گیری‌ها، اطلاعات مربوط به ریسک سهام است.

به سایر قانون‌گذاران و تدوین‌کنندگان مقررات توصیه می‌شود تا سازوکارهایی را برای حمایت از افشای اطلاعات ریسک سیستماتیک توسط شرکت‌ها تعریف و فراهم آورده و از آن حمایت کنند.

به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود تا در هنگام انتخاب سهام جهت سرمایه‌گذاری به عامل ریسک سیستماتیک نیز توجه لازم را داشته و آن را در تصمیم‌گیری‌های خود لحاظ نمایند.

براساس یافته‌های پژوهش و با توجه به اهمیت و جایگاه ریسک سیستماتیک و تغییرات زمانی آن، پیشنهاد می‌گردد به منظور شناساندن اهمیت و جایگاه آن در تصمیم‌گیری‌ها، جلسات و دوره‌های آموزشی برای مدیران و تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران برگزار گردد؛ این امر سبب می‌شود تا مدیران و سایر اشخاص، آشنایی و درک مستمر بیشتری نسبت به مبحث ریسک سیستماتیک و تغییرات زمانی آن داشته باشند.

از آن جا که عوامل مالی رفتاری سرمایه‌گذاران بر ریسک سیستماتیک و تغییرات زمانی آن موثرند پس پیشنهاد می‌شود دولت و مجامع حرفه‌ای و دانشگاه‌ها با گنجاندن برنامه‌ها و سرفصل‌های مالی رفتاری و برگزاری همایش‌ها و سخنرانی‌ها و تدوین کتاب‌ها و اصلاح سرفصل‌ها به تقویت ادبیات موجود در این زمینه همت گمارند.

با توجه به مطالعاتی که در این پژوهش صورت گرفت انجام پژوهش‌هایی در زمینه‌های زیر به پژوهشگران پیشنهاد می‌گردد:

انجام مطالعه‌ای در خصوص رابطه بین ریسک سیستماتیک و ریسک سقوط قیمت سهام.

شناسایی و رتبه بندی عوامل خرد و کلان موثر بر ریسک سیستماتیک در بازار سرمایه‌ی ایران.

ارزیابی اثرگذاری تغییرات زمانی ریسک سیستماتیک بر عملکرد شرکت‌ها.



## منابع

- اصولیان، محمد، حسن نژاد، محمد، صادقی شریف، سیدجلال، حمزه نژادی، یاسر، (۱۴۰۰)، تفکر شهودی، سوگیری‌های رفتاری و عملکرد سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، ۲۳(۱)، ۱۷-۳۹.
- بشیری منش، نازنین و احمدی، حدیث و قدمیاری، نسرين، (۱۳۹۹)، تاثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر رابطه بین ریسک سیستماتیک و هزینه سرمایه، پنجمین کنفرانس ملی اقتصاد، مدیریت و حسابداری، اهواز.
- پیری، رویا و بابالوییان، شهرام و داغانی، رضا، (۱۳۹۹)، بررسی شناسایی تاثیر تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران بر رابطه بین ریسک سیستماتیک و هزینه سهام عادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ششمین کنفرانس ملی اقتصاد، مدیریت و حسابداری، شیروان.
- راستگو، نعمت، پناهیان، حسین، (۱۳۹۹)، ارزیابی کارایی الگوهای گارچ در برآورد ریسک سیستماتیک دارایی‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تامین مالی، ۸ (۱).
- زارع، محمد، (۱۴۰۰)، تحلیل ارتباط معیار ریسک بر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران با تاکید بر نقش مدیریت اثر بخش ریسک و مدیریت سیاسی شرکت، دستاوردهای نوین در مطالعات علوم انسانی، ۴(۴۱)، ۱۳۰-۱۱۱.
- فروش باستانی، علی و اسلامی بیدگلی، سعید و رحیمی فر، سیدمحمدایمان، (۱۳۹۳)، ارائه مدل پویای بازار مالی با عقاید ناهمگن و اطمینان وابسته به حالات، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره نوزدهم، تابستان ۱۳۹۳، صص ۹۱-۵۷.
- محبی، شیرین، (۱۴۰۰)، بررسی ارتباط بین مومنتوم و ریسک سیستماتیک با بازده مازاد، پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی، ۱۵(۱)، ۴۴-۳۱.
- منصورفر، غلامرضا، مهدی حیدری، طاهره کولانی، (۱۳۹۵). بررسی تاثیر مدیریت واقعی سود و انگیزه‌های مدیریت بر چسبندگی هزینه ها، مجله مدیریت دارایی و تامین مالی، ۵(۱)، ۱-۱۶.
- موسوی شیری، س. و اکبری، ا. (۱۳۹۶)، نقش ریسک سیستماتیک مبتنی بر زمان در سودهای مومنتوم، دانش حسابداری مالی، ۴(۱۲)، ۷۹-۱۰۰.
- نوری بروجردی، پیمان، سوری، داود، اشرف گنجویی، محمدعلی، (۱۳۹۲)، مدیریت سود، ریسک سهام و نوسانات درآمد در بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات کمی در مدیریت، سال چهارم، شماره سوم، صفحات ۱۶۵-۱۸۳.
- نیاکان، لیلی، (۱۳۹۴)، مدیریت ریسک چیست؟، تازه‌های جهان بیمه ماهنامه خبری-آموزشی، شماره ۱۸۶، صفحات ۱۶-۲۵.
- Badri, A. (2009). Behavioral Finance Knowledge and Capital Management. Keyhan publication, Tehran.**
- Baker, H. K., Kumar, S., & Goyal, N. (2019). Personality traits and investor sentiment. Review of Behavioral Finance.**
- Bernstein, P. (1996). Against the Gods: The Remarkable Story of Risk. New York: John Wiley & Sons.**
- Chin, W. W., Marcolin, B. L. & Newsted, P. R. (2003). A partial least squares latent variable modeling approach for measuring interaction effects: Results from a Monte Carlo simulation study and an electronic-mail emotion/adoption study. Information systems research. 14(2), 189-217.**
- Devenow, A. & Welch, I. (1996). "Rational herding in financial economics". European Economic Review. 40(3-5), 603-615.**

- Duclos, R. (2015). The psychology of investment behavior: biasing financial decision-making one graph at a time. *Journal of Consumer Psychology*. 25 (2): 317-325.
- Economou, F., Gavriilidis, C., Kallinterakis, V. & Yordanov, N. (2015). "Do Fund Managers Herd in Frontier Markets - and Why?", *International Review of Financial Analysis Journal*, 40, 76-87.
- Graham, R. (1999). Herding among investment newsletters: Theory and evidence, *The Journal of Finance*. 54(1), 237-268.
- He, Z.(2022). Asymmetric impacts of individual investor sentiment on the time-varying risk-return relation in stock market, *International Review of Economics & Finance*, Volume 78, March 2022, Pages 177-194.
- Helland, I. S. (1990). Partial least squares regression and statistical models. *Scandinavian Journal of Statistics*, 97-114.
- Heydar Ali, H. (2011). Analysis of multi variables data in behavioral researches. Tehran: PeikFarhang publication, Third edition.
- Holger A. Rau, (2014) ,The Disposition Effect and Investor Experience. The Disposition Effect and loss Aversion: Do Gender Differences Matter? . *Economics Letters*, 123, pp.33–36.
- Jiang,S., Jin , X.(2020). Effects of investor sentiment on stock return volatility: A spatio-temporal dynamic panel model, *Economic Modelling*, www. journals.elsevier.com/economic-modelling.
- Kedar, B. (1970). Again: Arabic Risq, Medieval Latin Riscum. *Centro Italiano Di Studi Sull Alto Medioevo*, Spoleto: Studi Medievali.
- Mazaryazdi, M., Badri, A. & Azizian, A. (2013). An Empirical Investigation of Herd Behavior: Evidence from TSE. *Quarterly Journal of Management and Accounting School*, 11(39), 1-27.
- Merna, T. & Al-Thani, F. (2005). *Corporate Risk Management: An Organisational Perspective*. England: John Wiley & Sons.
- Oprea, D. Ş & Brad, L, (2014), " Investor Sentiment and Stock Returns: Evidence from Romania", *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, Vol. 4, No.2, PP. 19–25.
- Pompian, M. (2009). *Behavioral Finance and Wealth Management* (A. Badri, Trans.). Tehran: Kayhan.
- Rau, H. A. (2015). The disposition effect in team investment decisions: Experimental evidence. *Journal of Banking & Finance*, 61, 272-282.
- Tuyon, J. & Ahmad Z. (2016). Behavioural finance perspectives on Malaysian stockmarket efficiency. *Borsa Istanbul Review*, doi: 10.1016/j. bir.2016.01.001.
- Vieira. E. and M. Pereira. (2014). "Herding Behaviour and Sentiment: Evidence in a Small European Market", *Spanish Accounting Review*, 18 (1), pp 78–86.
- Wermers, R. (1999). "Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices." *Journal of Finance*, 54, 581-622.