



## پردیس بین الملل دانشگاه گیلان

پایان نامه کارشناسی ارشد

### مالی رفتاری و تصمیمات سرمایه گذاری

از

(سمیه زائر ثابت)

استاد راهنما:

دکتر محمد حسن قلی زاده

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

پرديس بين الملل دانشگاه گيلان

گروه مدیریت MBA

گرایش مالی

پایان نامه کارشناسی ارشد

## مالی رفتاری و تصمیمات سرمایه گذاری

از

(سمیه زائر ثابت)

استاد راهنما:

دکتر محمد حسن قلی زاده

استاد مشاور:

دکتر ایرج شاکری نیا

تقدیم بہ:

مادر عزیز

و

پدر کرامی

## تقدیر و تشکر:

در آغاز

از استاد راهنمای گرامی‌ام **دکتر محمد حسن قلی زاده** که همواره با رهنمودهای اصلاحی خود مرا در دسته‌بندی حوزه‌ها و مقولات یاری کرد و در تمامی مراحل کار حمایت‌های خود را دریغ ننمود تشکر و قدردانی می‌کنم.

همچنین از استاد مشاور نکته‌سنج خود **دکتر ایرج شاکری نیا** که اندیشیدن را به من آموخت و در تمامی مراحل انجام این رساله همواره مرا یاری رساند صمیمانه تشکر می‌کنم.

اما خارج از حوزه‌های رسمی و آکادمیک از دوستانی که در حوزه‌های غیررسمی و در جمع دوستانه سخاوتمندانه برای شنیدن حرف‌ها، چالش‌ها و دغدغه‌های ذهنی من در نوشتن رساله وقت و توجه گذاشتند، تشکر می‌کنم.

فهرست ..... صفحه

چکیده فارسی ..... ل

چکیده انگلیسی ..... م

فصل اول: کلیات ..... ۱

(۱-۱) مقدمه ..... ۲

(۲-۱) بیان مسئله ..... ۲

(۳-۱) ضرورت و اهمیت تحقیق ..... ۵

(۴-۱) سوالات تحقیق ..... ۶

(۵-۱) فرضیه های تحقیق ..... ۶

(۶-۱) اهداف تحقیق ..... ۷

(۷-۱) قلمرو تحقیق ..... ۷

(۸-۱) روش تحقیق ..... ۸

(۹-۱) روش تجزیه و تحلیل اطلاعات ..... ۸

(۱۰-۱) محدودیتهای تحقیق ..... ۸

(۱۱-۱) تعریف مفهومی و عملیاتی متغیرهای تحقیق ..... ۹

(۱-۱۱-۱) تعریف مفهومی ..... ۹

(۲-۱۱-۱) تعریف عملیاتی ..... ۹

فصل دوم: ادبیات و پیشینه تحقیق ..... ۱۱

بخش اول

- ۱-۲-۱ مقدمه..... ۱۲
- ۲-۲ (۲-۲) سرمایه گذاری و ماهیت آن..... ۱۳
- ۲-۲ (۲-۲) انواع بازارهای مالی..... ۱۵
- ۲-۲-۱ (۱-۲-۲) بازار پول..... ۱۶
- ۲-۲-۲ (۲-۲-۲) بازار سرمایه..... ۱۷
- ۳-۲ (۳-۲) معیارهای تصمیم گیری سرمایه گذاری در بورس..... ۲۰
- ۳-۲-۱ (۱-۳-۲) بازده..... ۲۱
- ۳-۲-۲ (۲-۳-۲) ریسک..... ۲۲
- ۴-۲ (۴-۲) نظریه پورتفلیو..... ۲۳
- ۴-۲-۱ (۱-۴-۲) مفروضات نظریه پورتفلیو..... ۲۵
- ۵-۲ (۵-۲) بازارهای کارا..... ۲۶
- ۵-۲-۱ (۱-۵-۲) اشکال مختلف بازار کارا..... ۲۶

## بخش دوم

- ۶-۲ (۶-۲) زمینه های پیدایش نظریه های رفتاری در تصمیم گیری سرمایه گذاران..... ۲۸
- ۷-۲ (۷-۲) دلایل ظهور مدل های رفتاری..... ۳۱
- ۷-۲-۱ (۱-۷-۲) پدیده های غیر معمول..... ۳۱
- ۷-۲-۲ (۲-۷-۲) نظریه نوین مالی..... ۳۱

- ۳۲.....۳-۷-۲) احتمال خطای عاملی اقتصادی.....
- ۳۲.....۸-۲) پیدایش مدل های رفتاری.....
- ۳۳.....۹-۲) دانش مالی- رفتاری.....
- ۳۷.....۱۰-۲) ابعاد دانش مالی رفتاری.....
- ۳۹.....۱۱-۲) کاربرد دانش مالی رفتاری در تشریح رفتار سرمایه گذاران.....
- ۳۹.....۱-۱۱-۲) عوامل استراتژیک مکمل در بازار مالی.....
- ۳۹.....۲-۱۱-۲) مدل های جمعیتی و مدل های آموزشی.....
- ۴۰.....۳-۱۱-۲) بازارهای هماهنگ.....
- ۴۱.....۱۲-۲) عوامل تاثیر گذار بر رفتار سهامداران.....
- ۴۲.....۱۳-۲) سوگیری های رفتاری سرمایه گذاران.....
- ۴۴.....۱-۱۳-۲) سازگار گرایی.....
- ۴۵.....۲-۱۳-۲) آشنا گرایی.....
- ۴۶.....۳-۱۳-۲) باورگرایی.....
- ۴۷.....۴-۱۳-۲) رویداد گرایی.....
- ۴۸.....۵-۱۳-۲) تازه گرایی.....
- ۴۹.....۶-۱۳-۲) دگرگون گریزی.....

بخش سوم



۴۹	پیشینه ادبیاتی تحقیق ..... (۱۴-۲)
۴۹	تحقیقات داخلی ..... (۱-۱۴-۲)
۵۳	تحقیقات خارجی ..... (۲-۱۴-۲)
۵۶	جمع بندی ..... (۱۵-۲)
۵۹	فصل سوم: روش تحقیق.....
۶۰	مقدمه ..... (۱-۳)
۶۰	روش تحقیق ..... (۲-۳)
۶۰	جامعه آماری ..... (۳-۳)
۶۱	روش نمونه گیری ..... (۴-۳)
۶۳	روش و ابزار گردآوری اطلاعات..... (۵-۳)
۶۳	روش کتابخانه ای ..... (۱-۵-۳)
۶۳	روش میدانی..... (۲-۵-۳)
۶۶	روایی و پایایی پرسشنامه ..... (۶-۳)
۶۶	روایی ..... (۱-۶-۳)
۶۷	پایایی ..... (۲-۶-۳)
۶۹	روش تجزیه و تحلیل اطلاعات ..... (۷-۳)
۷۰	فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها.....

۷۱	.....مقدمه (۱-۴)
۷۲	.....متغیرهای جمعیت شناختی (۲-۴)
۷۶	.....توصیف متغیرهای تحقیق (۳-۴)
۷۷	.....نتایج مدل اندازه گیری (۴-۴)
۷۸	.....مدل ساختاری تحقیق در حالت استاندارد (۵-۴)
۸۱	.....آزمون فرضیه های تحقیق (۶-۴)
۸۴	.....فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادات
۸۵	.....مقدمه (۱-۵)
۸۵	.....آمار توصیفی متغیرهای تحقیق (۲-۵)
۸۶	.....آمار استنباطی و تجزیه و تحلیل یافته های تحقیق (۳-۵)
۸۹	.....پیشنهادات (۴-۵)
۸۹	.....پیشنهادات کاربردی (۱-۴-۵)
۹۲	.....پیشنادهایی برای تحقیقات آینده (۲-۴-۵)
۹۳	.....منابع و پیوست
۹۴	.....منابع
۹۷	.....پیوست ۱: پرسشنامه
۱۰۰	.....پیوست ۲: خروجی های ضمیمه

پیوست ۳: ارکان بورس ..... ۱۰۷

پیوست ۴: معادلات ساختاری ..... ۱۱۸

فرمول ها:

فرمول ۱-۳) فرمول کوکران ..... ۶۳

فرمول ۲-۳) فرمول آلفای کرونباخ ..... ۷۰

## اشکال:

- شکل ۱-۲) فرآیند عرضه اوراق بهادار در بازار اولیه (جونز، ۱۳۹۰)..... ۱۸
- شکل ۲-۲) ساختار بازار ثانویه (جونز، ۱۳۹۰)..... ۲۰
- شکل ۳-۲) علوم تاثیر گذار بر دانش مالی رفتاری (داو و همکاران، ۲۰۰۰)..... ۳۵
- شکل ۱-۴) جنسیت پاسخ دهندگان تحقیق..... ۷۴
- شکل ۲-۴) تحصیلات پاسخ دهندگان تحقیق..... ۷۵
- شکل ۳-۴) سن پاسخ دهندگان تحقیق..... ۷۶
- شکل ۴-۴) مدت فعالیت پاسخ دهندگان تحقیق..... ۷۷
- شکل ۵-۴) نمودار مدل ساختاری تحقیق در حالت استاندارد..... ۸۱
- شکل ۶-۴) مدل ساختاری تحقیق در حالت اعداد معنی داری..... ۸۲

## جدول ها:

- جدول ۱-۲) تعریف عناصر و اصول مالی رفتاری (داو و همکاران، ۲۰۰۰)..... ۳۶
- جدول ۲-۲) تعریف هایی از دانش مالی رفتاری..... ۳۷
- جدول ۳-۲) پیشینه تحقیق بطور خلاصه..... ۵۸
- جدول ۱-۳) پرسشنامه تحقیق و مولفه های مربوط به آن..... ۶۶
- جدول ۲-۳) میزان آلفای کرونباخ متغیره ها..... ۷۱
- جدول ۱-۴) جنسیت پاسخ دهندگان تحقیق..... ۷۴
- جدول ۲-۴) تحصیلات پاسخ دهندگان تحقیق..... ۷۵
- جدول ۳-۴) سن پاسخ دهندگان تحقیق..... ۷۶
- جدول ۴-۴) مدت فعالیت پاسخ دهندگان تحقیق..... ۷۷
- جدول ۵-۴) توصیف متغیرها..... ۷۸
- جدول ۶-۴) نتایج تحلیل عاملی تاییدی برای متغیرهای تحقیق..... ۷۹
- جدول ۷-۴) علایم بکار رفته برای متغیرهای تحقیق..... ۸۰
- جدول ۸-۴) شاخص های برازش مدل اصلی تحقیق..... ۸۳

## چکیده:

مالی رفتاری و تصمیمات سرمایه گذاری  
(سمیه زائر ثابت)

بعد از به چالش کشیده شدن نظریه های عقلایی، دانش مالی رفتاری برای توضیح برخی از رفتارهای افراد و سرمایه گذاران ظهور کرد، دانش مالی رفتاری تنها به توجیه منطقی حوادث و رفتارها نمی پردازد، بلکه رفتار سرمایه گذاران را از دیدگاه احساسات بررسی کرده و آن را توضیح می دهد. در این تحقیق به بررسی تاثیر دانش مالی رفتاری بر رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. از میان خطا های ادراکی که در دانش مالی رفتاری بیان می شود، این تحقیق به بررسی ۶ سو گیری رفتاری سازگارگرایی، آشناگرایی، باور گرایی، رویدادگرایی، تازه گرایی و دگرگون گریزی پرداخته است. پرسشنامه ی تحقیق حاضر را سرمایه گذران بورس اوراق بهادار تهران تکمیل کرده اند و بعد از گردآوری اطلاعات از روش معادلات ساختاری برای تحلیل داده ها استفاده شده است. نتایج نشان داد که تنها رویدادگرایی با تصمیم های سرمایه گذاران رابطه معنی داری ندارد.

**کلید واژه:** مالی رفتاری، تصمیم های سرمایه گذاران، رفتار سرمایه گذاران.

**Abstract:**

(Behavioral Finance and investment decision )

Somaieh Zaer Sabet

Behavioral finance was arrived because of challenging the logical theory. Behavioral finance not only is explaining people's behavior, but also is investigating their emotions and describing their affiliation in financial issues. This project is investigating the relationship between financial behavior and decision making at Tehran's Stock exchange. Among the some mis presumption of financial behavior, it probed in to 6 issues that are cognitive dissonance, availability bias, confirmation, Hindsight bias recency bias and status que bias. People who invested on Tehran Stock exchange were completed the questioner, and analyzing data structural equation model (SEM). Results indicated that all variables have significant relationship to people investigation except confirmation.

**Key words:** Behavioral Finance, investment decision, Stock exchange



# فصل اول:

## کلیات تحقیق

### ۱-۱) مقدمه:

پیش از مطرح شدن مالیه رفتاری در مدیریت مالی و اقتصاد، رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه بر مبنای نظریه مطلوبیت اقتصادی تفسیر می‌شد، در حالی که بررسیها و پژوهشهای متعدد علمی در زمینه مالیه رفتاری، میزان اهمیت عوامل روان‌شناختی را مشخص کرد. اگرچه نظریه‌های مالیه رفتاری جدید است و پیشینه آن به یک دهه پیش باز می‌گردد، ولی موضوع رفتاری افراد در تصمیم‌های خرید به دوره‌های پیشتر باز می‌گردد. حال اینکه با توجه به پیشرفت‌های اخیر در بورس اوراق بهادار، باید تمامی عوامل درونی و بیرونی به صورتی ظریف و ریزبینانه مورد بررسی قرار گیرند، چرا که ما با تفکرات، عقاید و ذهنیات بسیار متنوعی از افراد روبه‌رو هستیم، که شناخت و درک این ذهنیات از اهمیت بالایی برخوردار است.

در این تحقیق سعی شده است تا تاثیر شش سوگیری رفتاری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران در بورس مورد بررسی قرار بگیرد و همچنین رابطه بین آنها سنجیده شود. در فصل یک تحقیق به بیان کلیات تحقیق پرداخته شده است. کلیات تحقیق در برگزیده بیان مسئله، ضرورت و اهمیت تحقیق، فرضیه‌ها، جامعه و نمونه آماری، اهداف تحقیق، محدودیتها و تعریف مفهومی و عملیاتی متغیرهای تحقیق می‌باشد.

### ۱-۲) بیان مسئله:

فرض عقلایی بودن سرمایه‌گذاران به عنوان مدل ساده‌ای از رفتار انسان، یکی از پایه‌های اصلی دانش مالی کلاسیک است و تقریباً تمامی نظریه‌های مالی کلاسیک مثل نظریه پورتفلیو، بازار کارای سرمایه، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و تئوری نمایندگی و یا نظریه‌های فرعی منشعب از آنها، متأثر از این فرض است. از نظر دانش مالی رفتاری، این فرض به دلیل واقعی نبودن آن قادر به توضیح رفتار سرمایه‌گذاران نمی‌باشد. ظهور پدیده‌هایی مثل حباب قیمتی در بازار سهام، وجود نوسانات بیش از

### ۳ | فصل اول: کلیات تحقیق

حد در قیمت سهام، واکنش بیشتر و یا کمتر از اندازه سرمایه گذاران به اطلاعات جدید، در تقابل با نظریه بازار کارای سرمایه قرار گرفته است.

هدف سرمایه گذاران حداکثر کردن بازده مورد انتظار است، اگرچه در راستای حداکثر کردن بازده آنها همواره قصد دارند ریسک را کاهش دهند، در اکثر مواقع ریسک و بازده از معیارهای اصلی تصمیم های سرمایه گذاران در بورس است و این دو با هم رابطه مستقیم نیز دارند، به عبارت دیگر، هرچه ریسک سهامی بیشتر باشد، بازده و سود حاصله از آن نیز بیشتر است (سعدی و همکاران، ۱۳۸۹).

روانشناسان معتقدند که انسان اقتصادی تعارضات درونی افراد را نادیده می گیرد. مثلا در مدل عقلایی اهداف و اولویتهای کوتاه مدت و بلند مدت در تصمیم گیری افراد یا تطبیق ناسازگاری های موجود بین اهداف فردی و ارزش اجتماعی برای آنها نادیده انگاشته می شود و در تعریف مدل عقلایی و انسان اقتصادی جایگاهی ندارد. در واقع بروز و ظهور چنین تعارضاتی است که می تواند بوجود آمدن مدل های غیر عقلایی و یا رفتاری را موجب شود. مدیریت مالی رفتاری به بررسی این موضوع می پردازد که چگونه مدیران اطلاعات را گردآوری، تعبیر و مورد پردازش قرار می دهند. بویژه این حوزه از دانش بر روی پیش داوری های شناختی و ادراکی تمرکز دارد. در این علم تصور می شود که مدل ها می توانند بر روی رفتار تاثیر گذاشته و به تصمیمات شکل می دهند. این پیش داوری ها می توانند در فرآیند تصمیم گیری اختلال ایجاد کرده و به نتایجی پایین تر از سطح بهینه منجر شوند، زیرا عواطف بر کنترل شخصی فائق می آیند و به رفتار شکل می دهد. دانشمندان علوم رفتاری و تصمیم گیری دریافته اند که تحت شرایط معین افراد در قضاوت هایشان دچار خطاهای ذهنی می شوند که این اشتباه ها می توانند به انتظارات نادرست منجر شود (پراست و وور، ۲۰۰۵).

## فصل اول: کلیات تحقیق ۴

بر اساس نظریه های روانشناختی، انسانها تمایل به نگهداری حوادث خاص در ذهن خود به صورت تصورات دارند و این تصورات ذهنی در بعضی از مواقع اثرات بیشتری از خود بر رفتار افراد دارند. پمپین<sup>۱</sup> (۱۳۸۸) ۲۰ سوگیری را برای توضیح رفتارهای سرمایه گذاران توضیح دادند. این سوگیریها عبارتند از: فراعتمادی، نماگری، اتکا و تعدیل، سازگارگرایی، آشنا گرایی، خوداسنادی، توان پنداری، دیرپذیری، ابهام گریزی، داشته بیش نگری، کوتاه نگری، بهینه بینی، حساب انگاری، باورگرایی، رویداد گرایی، زیان گریزی، تازه گرایی، پشیمان گریزی، شکل گرایی، دگرگون گریزی.

ما در این تحقیق به علت محدودیت زمانی تنها به بررسی متغیرهایی پرداختیم که از دیدگاه دیگر تحقیقات مهمترین متغیرهای تاثیر گذار بر تصمیمات سرمایه گذاران می باشد.

این تحقیق به بررسی ۶ متغیر از ۲۰ متغیر موثر بر رفتار از دیدگاه پمپین خواهد پرداخت. متغیرهای فوق الذکر عبارتند از:

- سازگارگرایی<sup>۲</sup>
- آشنا گرایی<sup>۳</sup>
- باور گرایی<sup>۴</sup>
- رویدادگرایی<sup>۵</sup>
- تازه گرایی<sup>۶</sup>
- دگرگون گریزی<sup>۷</sup>

---

<sup>1</sup> Pompian

<sup>2</sup> Cognitive Dissonance

<sup>3</sup> Availability Bias

<sup>4</sup> Confirmation

<sup>5</sup> Hindsight Bias

<sup>6</sup> Recency Bias

<sup>7</sup> Status Que Bias