

بررسی تأثیر بازارهای قراردادهای آتی بر رویکرد مالی رفتاری شرکت ها مطالعه موردی: شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

علی محمدی^۱، رقیه بیات^۲

^۱ استادیار گروه حسابداری، واحد زنجان، دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران..

^۲ دانشجوی دکتری مدیریت بازرگانی بازاریابی، دانشگاه علوم و تحقیقات، تهران، ایران.

نام نویسنده مسئول:

رقیه بیات

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۷/۰۸

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۹/۱۰

چکیده

موضوع مالی رفتاری در دو دهه اخیر به عنوان مهم ترین بحث مالی بوده است و توجه محققان مالی و اقتصادی به این زمینه در حال افزایش است. پژوهش حاضر به بررسی تأثیر بازارهای قراردادهای آتی بر رویکرد مالی رفتاری در شرکت های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. جامعه آماری در این تحقیق عبارت است از سرمایه گذاران شرکت های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران که تعداد آنها نامحدود بوده و تعداد ۳۸۴ نفر از سرمایه گذاران به عنوان نمونه آماری با استفاده از فرمول کوکران و به روش نمونه گیری تصادفی ساده در دسترس انتخاب گردیدند. از روش پرسشنامه جهت جمع آوری داده ها استفاده گردید پرسشنامه های مورد استفاده در پژوهش حاضر استاندارد بوده است. داده ها با برنامه های آماری در دو سطح توصیفی و استنباطی با استفاده از ضریب همبستگی پیرسون و مدل معادلات ساختاری تجزیه و تحلیل شدند. پایایی پرسشنامه ها با ضریب آلفای کرونباخ محاسبه و برای پرسشنامه های قراردادهای آتی و رویکرد مالی رفتاری به ترتیب برابر با ۰/۸۲۳ و ۰/۷۱۹ شد. تمامی فرضیات در سطح ۰/۰۵ اطمینان تایید گردید و نتایج نشان داد، قراردادهای آتی تأثیر معناداری بر مالی رفتاری داشته است و از بین فرضیات فرعی قرارداد آتی اوراق بهادار در رتبه اول، قرارداد آتی بورس کلای ایران در رتبه دوم، قرارداد آتی نرخ سود در رتبه سوم و قرارداد آتی نرخ ارز در رتبه چهارم و آخر قرار گرفته و کمترین میزان تأثیر را به نسبت ابعاد دیگر بر رویکرد مالی رفتاری داشته است.

واژگان کلیدی: اوراق بهادار، بازارهای قراردادهای آتی، روانشناسی اجتماعی، رویکرد مالی رفتاری، بورس اوراق بهادار تهران.

مقدمه

در فرآیند ایجاد نوآوری در بازارهای مالی، همواره یکی از پر هزینه ترین مراحل، مرحله طراحی ابزار جدید بوده است. طراحی قرار دادهای آتی نیز از این قاعده مستثنا نیست. با توجه به به هزینه های طراحی یک قرار داد و اجرایی کردن آن، تعیین میزان موفقیت قرارداد در دست طراحی و نیز شاخص های اصلی موثر بر این موفقیت و اهمیت هر یک از این شاخص های ضروری است. که در پژوهش حاضر به بررسی میزان تأثیر قراردادهای آتی بر رویکرد مالی رفتاری در شرکت های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می شود.

مالیه رفتاری روشی است که با توجه به آن، بازارهای مالی با استفاده از مدل هایی مورد مطالعه قرار می گیرند که دو مفروضه اصلی و محدود کننده پارادایم سنتی - بیشینه سازی مطلوبیت مورد انتظار و عقلانیت کامل - را کنار می گذارند. مالیه رفتاری دو پایه اصلی دارد، یکی محدودیت در آریترایژ که بر این اساس عنوان می شود سرمایه گذاران عقلایی به راحتی نمی توانند از فرصت ها آریترایژ استفاده کنند، زیرا این کار مستلزم پذیرفتن برخی ریسک ها است. دومین پایه مالیه رفتاری، روانشناسی است که با استفاده از آن رفتار و قضاوت سرمایه گذاران و هم چنین خطاهایی که اشخاص در هنگام قضاوت مرتکب می شوند بررسی شود.

هنگامی که نظریه های نوین مالی به پیشرفت های کنونی دست نیافته بود، برخی از اقتصاددانان مشهور مانند آدام اسمیت، ایروینگ فیشر، جان مینارد کینز و هری مارکوویتز عقیده داشتند که پدیده های مربوط به روان شناسی فردی، قیمت ها را تحت تأثیر قرار می دهند. به عنوان مثال اسمیت اثر پدیده «خود برتر بینی» را در مشاغل پر خطر مورد تجزیه و تحلیل قرار داد. وی عنوان کرد این پدیده باعث می شود قیمت نیروی کار در چنین مشاغلی از قیمت واقعی کم تر شود. فیشر در سال ۱۹۳۰ کتابی با عنوان «نظریه بهره»، در مورد توهم پولی نگاشت. فیشر در بخشی از این کتاب به تشریح رفتار افراد در مورد پس انداز پرداخته است. وی این رفتار را با چیزهایی مثل خود کنترلی، دور اندیشی و عادت اشخاص، سود و زیان خود را بر اساس نقاط مرجع تنظیم می کنند و از این پدیده می توان در قیمت گذاری بیمه نامه ها استفاده کرد. همه موارد یاد شده نشان دهنده اهمیت مطالعه علوم رفتاری و روان شناسی در حوزه مالی می باشد.

یکی از اهداف و آرمان های بازارهای سرمایه تخصیص بهینه و درست منابع مالی است؛ بدین معنی که منابع مالی متوجه مناسب ترین و پر بازده ترین بخش های بازار شود. با توجه به این امر و همچنین علاقه و نیاز سرمایه گذاران به دستیابی به معیارهایی مناسب برای ارزیابی سهام های پر بازده و سرمایه گذاری در شرکت هایی که از آینده مالی بهتری برخوردار باشند؛ استفاده از نسبت های مالی و به خصوص استفاده از نسبت های بازار در بازارهای سرمایه ی کشورهای مختلف رواج گسترده ای دارد. آشنایی با این نسبت ها و میزان ارتباط آن ها با بازدهی آینده ی شرکت ها و سهام آن ها برای سرمایه گذاران امری ضروری است (بریگام و همکاران، ۱۹۹۹).

پژوهش های گسترده ای در زمینه تشریح رفتار بازده سهام عادی صورت گرفته است که حاصل این تحقیقات ارائه مدل هایی است که دستخوش انتقادهای و حمایت های مختلفی بوده است. یکی از معروفترین این مدل ها، مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای (CAPM) است. نتایج پژوهش های گذشته در امریکا، ژاپن و سایر کشورهای پیشرفته حاکی از این است که این مدل توانایی لازم برای پیش بینی بازده سهام را ندارد و باید علاوه بر بتا متغیرهای دیگر را نیز در نظر گرفت. نتایج پژوهش ها نشان می دهد که متغیرهایی مانند اندازه، نسبت سود به قیمت سهام، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نسبت جریان نقدی به قیمت سهام و غیره؛ بازده سهام را بهتر از مدل CAPM پیش بینی می کند (سلیمی، ۱۳۹۳).

پژوهش های زیادی در مورد بررسی توانایی نسبت های مالی و بازار در ارزیابی وضع مالی شرکت ها و پیش بینی آینده مالی آن ها در بازارهای پیشرفته مالی دنیا صورت گرفته است. ارتباط معنی داری که بین متغیرهای بازار و بازدهی سهام وجود دارد؛ دلالت بر این دارد که کاربرد این متغیرها برای پیش بینی بازدهی آینده سودمند است. از طرف دیگر تفاوتی که بین قدرت پیش بینی کنندگی این متغیرها وجود دارد حاکی از آن است که برخی از این متغیرها برای پیش بینی بازدهی آینده سهام

نسبت به سایر متغیرها از اهمیت نسبی بیشتری برخوردار هستند. اما پژوهش‌هایی که در زمینه‌ی ضرایب بازار در ایران صورت گرفته بسیار اندک و ناچیز بوده و کاربرد بسیاری از این نسبت‌ها در بازار سرمایه ایران هنوز ناشناخته است.

بیان مساله

با توجه به استقبال معامله‌گران از قراردادهای آتی سکه و از آن مهم‌تر ضرورت ارایه فرصت پوشش ریسک به فعالان بازار کالاهای پایه به‌ویژه محصول‌های کشاورزی، بورس کالای ایران از سال ۱۳۹۰ توسعه معامله‌های قراردادهای آتی بر روی دارایی‌های پایه جدید را دستور کار قرار داده است. نوسان‌های شدید قیمتی در حوزه خوراک دام و انواع گوشت طی سال‌های ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲، در نمودار قراردادهای آتی محصول‌های کشاورزی اتفاق افتاد، حال آن‌که در صورت وجود معامله‌های قراردادهای آتی، خسارت سنگینی که طی مدت یادشده هم به مصرف‌کنندگان و هم به تولیدکنندگان وارد شد، می‌توانست بسیار کمتر باشد (راعی و همکاران، ۱۳۸۳).

شاید از نخستین روزهایی که بشر تغییرات رابطه ارزشی با برابری کالاها در قبال یک دیگر را مشاهده کرد متوجه تاثیرات ناشی از ریسک بازار بر ارزش دارایی‌ها خود شده بود. با خلق پول و تحولات بعدی در جنبه‌های اقتصادی، حتی افراد عادی به فکر مهار این زیان احتمالی رسیدند زیرا در طول زمان، بر حجم و عمق بازار افزوده می‌شود و تغییرات سریع عرضه و تقاضا به ویژه به واسطه عملیات سفته بازی بیش تر جلوه می‌کرد. در نتیجه مشتریان نهایی کالاها بیش تر از نوسانات قیمت متاثر می‌شدند این تحولات علمی در سایر زمینه‌ها به ویژه آمار و ریاضی، رایانه به متخصصان کمک کرد که این ریسک را به دو رقم بکشند و در قالب کردارهای موثر نشان دهند و به طراحی ابزار مدیریت ریسک و عرضه آن‌ها به بازار همت گماردند. اصطلاح ابزار مشتقه بازارهای ارزی و پولی از اواخر دهه هشتاد میلادی مورد استفاده قرار گرفت. البته قبل از آن ابزارهایی نظیر خط ترازنامه، محصولات مالی، ابزارهای مدیریت ریسک و مهندسی مالی استفاده می‌شد. ابزارهای مشتقه که از بازارهای پایه‌ای شامل کالا، انرژی، ارز و پول و سرمایه مشتق شده اند تمامی اصطلاحات قبلی را در بر می‌گیرند. بسیاری از معاملات مربوط به ابزارهای مشتقه از لحاظ مبلغ و سررسید تسویه ثابت بوده و در بورس‌های مربوطه (کالا، انرژی، ارز) انجام می‌پذیرند که سالها به شیوه اعلام قیمت در صحن بازار انجام می‌گرفت. از سال ۱۹۹۸ این شیوه جای خود را به اعلام قیمت بر روی صفحات مانیتور داد. طراحی و فروش محصولات خارج از بورس با هدف رفع نیاز خاص مشتریان است بر خلاف ابزارهای معامله شده در بورس‌ها، معاملات اخیر از لحاظ مبلغ/ارزش و سررسید تسویه و نرخ مرجع، خاص مشتری مربوطه طراحی و انجام می‌پذیرد. (برابازون تونی^۳، ۲۰۰۰).

دیدگاه سنتی مالی فرض می‌کند که افراد برای حداکثر کردن ثروت در سطح معینی از ریسک یا حداقل کردن ریسک در سطح معینی از ثروت، تصمیم‌های منطقی می‌گیرند. چنین رویکردی را که بیان می‌کند «مردم چگونه باید رفتار کنند» هنجاری می‌نامند. این دیدگاه ابزار لازم را برای توسعه تئوری پرتفوی، مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه‌ای، تئوری آربیتراژ و تئوری اختیار قیمت گذاری ارائه کرده است. در مقابل این دیدگاه سنتی، تامین مالی براساس رویکرد رفتاری، خطاهای ادراکی و هیجان‌هایی که اغلب بر تصمیم گیرندگان مالی تأثیر می‌گذارند و باعث می‌شوند که آنها تصمیم‌های نامطلوبی بگیرند را شناسایی می‌کند. تاکید این رویکرد بر توصیف مثبت رفتار انسانی است و اینکه به‌طور عینی در یک زمینه مالی «مردم چگونه رفتار می‌کنند» را مورد بررسی و مطالعه قرار می‌دهد (یوسفمیر^۴، ۱۹۹۸).

رویکرد مالی رفتاری از جمله مواردی است که بر رفتار سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران تأثیر گذار بوده و تمایل به سرمایه‌گذاری را در افراد کاهش یا ارتقاء می‌دهد. تاکنون در پژوهش‌هایی به بررسی رویکرد مالی رفتاری و در پژوهش‌هایی دیگر به بررسی قراردادهای آتی پرداخته شده است؛ اما تاکنون در هیچ پژوهشی به بررسی روابط هزمان این دو متغیر و تأثیر قراردادهای آتی بر رویکرد مالی رفتاری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران پرداخته نشده است؛ لذا در این پژوهش

هدف بررسی تأثیر قراردادهای آتی بر رویکرد مالی رفتاری سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران بر اساس مدل قراردادهای آتی بر اساس مدل شهرآبادی و یوسفی (۱۳۸۶) پرداخته خواهد شد.

شیلر^۵ ۲۰۰۶ معتقد است که تاریخ تئوری مالی در نیم قرن اخیر بر حسب دو انقلاب مجزا خلاصه شده است: اولین، انقلاب نوکلاسیکها در مالی است که با مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای و تئوری بازارهای کارا در دهه ۱۹۶۰ و مدل قیمت گذاری داراییهای سرمایه ای شرطی و تئوری قیمت گذاری آربیتراژ در دهه ۱۹۷۰ آغاز شده است. دومین انقلاب در حوزه مالی با سؤالیهای درباره منابع نوسان در بازارهای مالی، کشف تعدادی از بی قاعده گیهایی بازار و تلاش کاهنمان و تورسکی (سورنت^۶، ۲۰۰۳) در ارائه مالی رفتاری در قالب تئوری سوداگری و سایر تئوریهایی که از روانشناسی سرچشمه گرفته اند از دهه ۱۹۸۰ آغاز شده است. تامین مالی براساس رویکرد رفتاری که به عنوان اقتصاد رفتاری نیز شناخته می شود، اقتصاد و روانشناسی را به منظور تجزیه و تحلیل این که سرمایه گذاران چگونه و چرا تصمیمهای مالی خود را می گیرند، با هم ترکیب می کند. رشته مالی رفتاری که بیشتر با رشته روانشناسی شناختی مشترک است، برخی اوقات به طور نظری اقدامات و تصمیمهای غیرمنطقی یا احساسی سرمایه گذاران را توصیف می کند (ریتر^۷، ۲۰۰۳). با وجود نقطه نظر اقتصاددانان کلاسیک که می گویند بازار کاراست و تصمیمهای سرمایه گذاران عقلایی است، رفتار سرمایه گذاران و رفتار بازار می تواند به طور وسیعی غیرعقلایی و متناقض باشد. بر اساس روانشناسی افراد سرمایه گذار، سهام ممکن است به اشتباه قیمت گذاری شود و بازارها نیز ممکن است ناکارآمد باشند مالی رفتاری دو پایه اصلی دارد؛ یکی محدودیت در آربیتراژ است که عنوان می کند سرمایه گذاران عقلایی به آسانی نمی توانند از فرصتهای آربیتراژ استفاده کنند زیرا این کار مستلزم پذیرفتن برخی ریسکهاست و دوم، روانشناسی است که با استفاده از آن رفتار و قضاوت سرمایه گذاران و همچنین خطاهایی که اشخاص در هنگام قضاوت مرتکب می شوند، بررسی می شود (راعی و فلاح پور، ۱۳۸۳). براساس مطالب عنوان شده مهمترین مسئله پژوهش حاضر بصورت زیر می باشد:

بازارهای قراردادهای آتی بر رویکرد مالی رفتاری در شرکت های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران تا چه اندازه تأثیر دارد؟

پیشینه پژوهش

هییتی و زندیه (۱۳۹۰) پژوهشی تحت عنوان «بیش واکنش سرمایه گذاران بر بازار سهام ایران به اختیار بحران مالی جهانی» انجام داده اند. بیش از سه دهه است که فرضیه بازار کار با تکیه بر استفاده سرمایه گذاران منطقی از همه اطلاعات در دسترس، به عنوان مبنایی در قیمت گذاری دارایی های مالی و در نقش فرضیه ای راهنما در تشریح رفتار سرمایه گذاران به کار می رود. دو توسعه برای این فرضیه در ادبیات مالی رفتاری، می تواند واکنش سرمایه گذاران در هنگام عدم تطبیق آتی قیمت های اوراق بهادار را تبیین نماید.

راعی و فلاح پور (۱۳۸۹) در پژوهشی تحت عنوان "مالیه رفتاری، رویکردی متفاوت در حوزه مالی" نشان دادند، مالیه رفتاری پارادایمی است که با توجه به آن، بازارهای مالی با استفاده از مدل هایی مورد مطالعه قرار می گیرند که دو مفروضه اصلی و محدود کننده پارادایم سنتی - بیشینه سازی مطلوبیت مورد انتظار و عقلانیت کامل - را کنار می گذارند. مالیه رفتاری دو پایه اصلی دارد، یکی محدودیت در آربیتراژ که بر این اساس عنوان می شود سرمایه گذاران عقلایی به راحتی نمی توانند از فرصت ها آربیتراژ استفاده کنند، زیرا این کار مستلزم پذیرفتن برخی ریسک ها است. دومین پایه مالیه رفتاری، روانشناسی است که با استفاده از آن رفتار و قضاوت سرمایه گذاران و هم چنین خطاهایی که اشخاص در هنگام قضاوت مرتکب می شوند بررسی شود.

مصباحی مقدم و همکاران (۱۳۸۹) در پژوهشی تحت عنوان "ارائه مدل مفهومی شاخصهای موفقیت قراردادهای آتی پیشنهادی در بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران" نشان دادند، در فرآیند ایجاد نوآوری مالی در بازارهای مالی، همواره یکی

از پرهزینه ترین مراحل، مرحله طراحی ابزار جدید بوده است. طراحی قراردادهای آتی نیز از این قاعده مستثنی نیست. با توجه به هزینه های طراحی یک قرارداد و اجرایی کردن آن، تعیین میزان موفقیت قرارداد در دست طراحی و نیز شاخص های اصلی موثر بر این موفقیت و اهمیت هر یک از این شاخص ها ضروری است. تحقیق حاضر که از نوع بنیادی و از لحاظ گردآوری اطلاعات از نوع غیر آزمایشی-پیمایشی-همبستگی است، شاخص های موفقیت یک قرارداد آتی در حال بررسی برای عرضه به بازار را در قالب یک مدل مفهومی ارائه نموده است. مدل ارائه شده در این مقاله دارای متغیرهای اصلی موثر بر موفقیت ارائه قراردادهای آتی ارائه شده به بازار شامل ویژگی های دارایی پایه و ویژگی های قرارداد طراحی شده است. هر کدام از این متغیرها دارای شاخص هایی است که می توان با استفاده از آنها مقادیر مربوط به متغیرها را محاسبه نمود. این مقاله ابتدا با استفاده از فنون آمار ناپارامتریک با اهمیت یا بی اهمیت بودن هر یک از شاخص ها و نیز مناسب یا نامناسب بودن طبقه بندی شان در مدل مفهومی ارائه شده را مورد بررسی قرار داده و در ادامه با استفاده از فن تحلیل عاملی و نرم افزار لیزرل به بررسی فرضیات تحقیق پرداخته است. در نهایت مشخص شد که هر دو متغیر ویژگی های دارایی پایه و ویژگی های قرارداد طراحی شده به شدت در موفقیت آتی های ارائه شده تأثیر گذارند. جهت بررسی میزان اهمیت شاخص ها و نیز درستی جایگاه آن ها در مدل مفهومی ارائه شده، از آزمون علامت و معاملات ساختار یافته استفاده شده است.

فرتوک زاده و همکاران (۱۳۸۹) پژوهشی تحت عنوان «بررسی عوامل موثر بر نقدشوندگی قراردادهای آتی در بورس کالای ایران» انجام داده اند نتایج نشان داده که هنگام بحث در رابطه با شکست یا موفقیت بازارهای آتی، همواره نقد شوندگی یکی از عوامل تعیین کننده مطرح شده و بررسی عوامل موثر بر این پدیده از مدت های قبل مورد توجه بسیاری از پژوهشگران قرار گرفته است. در مطالعات و پژوهش های انجام شده ی پیشین برای نقدشوندگی ابعاد مختلفی بیان شده و برای اندازه گیری هر یک از آن ابعاد نیز معیارهای مختلفی پیشنهاد شده است. در این پژوهش با بهره گیری از تحلیل رگرسیون و با در نظر گرفتن دومعیار شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و عمق که دو بعد متفاوت از نقد شوندگی را اندازه گیری می نمایند، به بررسی عوامل موثر بر این پدیده در بازار قراردادهای آتی سکه ی طلا در بورس کالای ایران پرداخته می شود. نتایج پژوهش نشان می دهد که عوامل اصلی تأثیر گذار بر شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش، حجم معاملات و نوسان پذیری قیمت ها هستند. علاوه بر این مشاهده شده است که دوره ی زمانی معاملات نیز دارای تأثیر چشمگیری بر میزان این شکاف قیمتی است. نتایج بررسی عوامل موثر بر عمق بازار نیز نشان داد که حجم معاملات دارای اثر مثبت نوسان پذیری بدون اثر و سطح قیمت ها نیز دارای اثر مثبت بر متغیر عمق بازار هستند.

شهرآبادی و یوسفی (۱۳۸۶) پژوهشی تحت عنوان «مقدمه ای بر مالیه رفتاری» انجام دادند که نتایج نشان داد مبحث علوم رفتاری در حوزه مالی و سرمایه گذاری از مباحث جدیدی است که اخیراً در علوم سرمایه گذاری مالی مطرح شده است. در این مقاله ابتدا به معرفی حوزه مالی رفتار پرداخته و سپس نظریه هایی که در این زمینه ارائه شده معرفی شده و در انتها کاربرد مالیه رفتاری در بورس تهران مطرح می شود.

کامن^۱ (۱۹۸۲) تصمیم گیری را در شرایط ریسکی تحت بررسی قرار داده است. وی در مطالعات خود تأثیر «متغیرهای جمعیتی» را بر سرمایه گذاری و فرایند ترکیب پرتفوی مورد بررسی قرار داد.

کون و همکاران (۱۹۷۵) شواهد تجربی کاهش ریسک گریزی اشخاص در- هنگام افزایش ثروت آنها را در بورس های معتبر جهان ارائه نمودند.

رایلی و چو (۱۹۹۲) در پژوهشی دریافتند که بین ریسک گریزی افراد و سن، درآمد، ثروت و تحصیلات افراد رابطه معنی داری وجود دارد. با افزایش درآمد، ثروت و تحصیلات افراد، درجه ریسک پذیری آنها نیز افزایش یافت. ولی بین سن افراد و ریسک پذیری رابطه عکس وجود دارد.

بلک^۹ (۱۹۸۶) به بررسی موفقیت و عدم موفقیت با توجه به ویژگی های محصول و ویژگی های قرارداد می پردازد. بخشی از این مقاله ها، رقابت بین بورس های مختلف در آمریکا را در ارائه قراردادهای آتی و موفقیت آنها بررسی کرده و دلایل موفقیت یک بورس را با توجه به موارد مختلف تبیین نموده است. هلدنر، وب و توماس^{۱۰} (۱۹۹۹) که به بررسی دلایل بازنده یا برنده بودن بورس ها پرداخته است. اما در حوزه بررسی عوامل و راهکارهای موفقیت آتی های ارائه شده به بازار ایران تاکنون هیچ پژوهشی صورت نگرفته است که این تحقیق، خلأ موجود در این باره را برطرف خواهد نمود.

متغیرهای تحقیق

در این قسمت متغیرها را به اختصار نام برده و علامت مربوط به آنها را تعیین می نمایم.

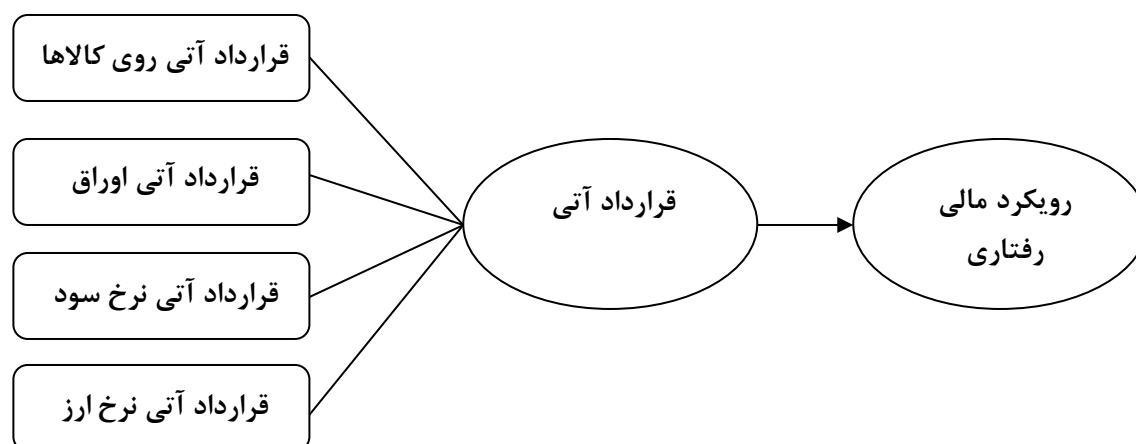
۱- متغیر مستقل

در پژوهش حاضر بازارهای قراردادهای آتی بوده که شامل قرارداد آتی نرخ ارز، قرارداد آتی نرخ سود، قرارداد آتی اوراق بهادار تهران و قرارداد آتی روی کالاها است.

۲- متغیر وابسته

متغیرهای وابسته پژوهش حاضر رویکرد مالی رفتاری می باشد.

نمودار ۱: مدل مفهومی پژوهش



منبع: بر گرفته از مدل شهرآبادی و یوسفی (۱۳۸۹)

فرضیه های تحقیق

فرضیه های این پژوهش از یک ساختار نظری بدست آمده است. بدین ترتیب که قبل از طرح فرضیه های این پژوهش، ابتدا متون داخلی و خارجی مورد مطالعه قرار گرفت. سپس متغیرها جهت تدوین فرضیات فرعی بطور دقیق، تعیین گردید. این تحقیق شامل پنج فرضیه است. که هر یک از این فرضیه ها در راستای ارزیابی هدف پژوهش طراحی شده اند و بشرح زیر ارائه می گردد:

فرضیه اصلی

بین قراردادهای آتی بر رویکرد مالی رفتاری تأثیر معناداری وجود دارد.

فرضیات فرعی

بین قرارداد آتی نرخ ارز بر رویکرد مالی رفتاری تأثیر معناداری وجود دارد.

بین قرارداد آتی نرخ سود بر رویکرد مالی رفتاری تأثیر معناداری وجود دارد.
 بین قرارداد آتی اوراق بهادار بر رویکرد مالی رفتاری تأثیر معناداری وجود دارد.
 بین قرارداد آتی بورس کالای ایران بر رویکرد مالی رفتاری تأثیر معناداری وجود دارد.

دوره مورد آزمون، جامعه و نمونه آماری:

حوزه زمانی تحقیق سال های ۱۳۹۳-۱۳۸۹ و حوزه مکانی آن شرکت های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران است. جامعه آماری این تحقیق شامل آن دسته از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که طی سال های ۱۳۸۹-۱۳۹۳ عضو و در بورس اوراق بهادار تهران فعال بوده اند. این جامعه آماری شامل یک سری محدودیت ها می باشد. روش آزمون فرضیات، روش تجزیه و تحلیل آماری از نوع تحلیل رگرسیون می باشد.

یافته های پژوهش

در این قسمت پس از گردآوری داده ها و اطلاعات با استفاده از آمار توصیفی که شامل شاخص های مرکزی و پراکنندگی مانند درصد فراوانی، نمودار و جداول می باشد به توصیف نمونه پرداخته می شود.

جنسیت

بررسی اطلاعات بدست آمده از پرسشنامه، فراوانی آزمودنی ها بر اساس جنسیت پاسخ دهنده مطابق جدول و نمودار شماره (۱) می باشد.

جدول ۱: توزیع فراوانی مربوط به جنسیت پاسخ دهنده

جنسیت	فراوانی	درصد
زن	۵۸	۱۵/۱
مرد	۳۲۶	۸۴/۹
جمع کل	۳۸۴	۱۰۰

یافته های حاصل از پژوهش در زمینه توزیع فراوانی جنسیت در بین جامعه مورد پژوهش (۱) نشان می دهد که از ۳۸۴ نفر مورد پژوهش، ۵۸ نفر (۱۵/۱٪) زن و ۳۲۶ نفر (۸۴/۹٪) مرد می باشد.

سن

بررسی اطلاعات بدست آمده از پرسشنامه، فراوانی آزمودنی ها بر اساس رشته تحصیلی مطابق جدول و نمودار شماره (۲) می باشد.

جدول ۲: توزیع فراوانی مربوط به سن

سن	فراوانی	درصد
۲۵-۳۵ سال	۸۵	۲۲/۱
۳۶-۴۵ سال	۹۶	۲۵
۴۶-۵۵ سال	۱۲۴	۳۲/۳
۵۵ سال به بالا	۷۹	۲۰/۶
جمع کل	۳۸۴	۱۰۰

یافته های حاصل از پژوهش در زمینه توزیع فراوانی سن در بین جامعه مورد پژوهش (جدول ۲) نشان می دهد که از ۳۸۴ نفر مورد پژوهش، ۸۵ نفر (۲۲/۱٪) ۲۵-۳۵ سال، ۹۶ نفر (۲۵٪) ۳۶ تا ۴۵، ۱۲۴ نفر (۳۲/۳٪) ۴۶ تا ۵۵ سال، ۷۹ نفر (۲۰/۶٪) ۵۵ سال به بالا بوده اند.

میزان تحصیلات

بررسی اطلاعات بدست آمده از پرسشنامه، فراوانی آزمودنی ها بر اساس میزان تحصیلات پاسخ دهنده مطابق جدول و نمودار شماره (۳) می باشد.

جدول ۳: توزیع فراوانی مربوط به میزان تحصیلات پاسخ دهنده

میزان تحصیلات	فراوانی	درصد
دیپلم	۱۲۷	۳۳/۱
فوق دیپلم	۱۱۳	۲۹/۴
کارشناسی	۱۱۵	۲۹/۹
کارشناسی ارشد	۲۹	۷/۶
جمع کل	۳۸۴	۱۰۰

یافته های حاصل از پژوهش در زمینه توزیع فراوانی میزان تحصیلات در بین جامعه مورد پژوهش (۳) نشان می دهد که از ۳۸۴ نفر مورد پژوهش، ۱۲۷ نفر (۳۳/۱٪) دیپلم، ۱۱۳ نفر (۲۹/۴٪) فوق دیپلم، ۱۱۵ نفر (۲۹/۹٪) کارشناسی و ۲۹ نفر (۷/۶٪) کارشناسی ارشد بوده اند.

سابقه خدمت

بررسی اطلاعات بدست آمده از پرسشنامه، فراوانی آزمودنی ها بر اساس سابقه خدمت پاسخ دهنده مطابق جدول و نمودار شماره (۴) می باشد.

جدول ۴: توزیع فراوانی مربوط به سابقه خدمت پاسخ دهنده

سابقه خدمت	فراوانی	درصد
زیر ۵ سال	۹۵	۲۴/۷
۶-۱۰ سال	۹۸	۲۵/۵
۱۱-۱۵ سال	۹۶	۲۵
۱۶-۲۰ سال	۲۸	۷/۳
۲۰ سال به بالا	۶۷	۱۷/۴
جمع کل	۳۸۴	۱۰۰

یافته های حاصل از پژوهش در زمینه توزیع فراوانی سابقه خدمت در بین جامعه مورد پژوهش (۴) نشان می دهد که از ۳۸۴ نفر مورد پژوهش، ۹۵ نفر (۲۴/۷٪) زیر ۵ سال، ۹۸ نفر (۲۵/۵٪) ۶ تا ۱۰ سال، ۹۶ نفر (۲۵٪) ۱۱ تا ۱۵ سال، ۲۸ نفر (۷/۳٪) ۱۶ تا ۲۰ سال و ۶۷ نفر (۱۷/۴٪) ۲۰ سال به بالا سابقه کار داشته اند.

تحلیل آماری سوالات پرسشنامه

۱- تحلیل آماری مربوط به سوالات بازارهای قراردادهای آتی

جدول ۵: تحلیل آماری مربوط به سوالات بازارهای قراردادهای آتی

انحراف معیار	میانگین	کاملاً موافقم	موافقم	نظری ندارم	مخالفم	کاملاً مخالفم	آماره	سوالات	ابعاد
۱/۲۴	۳/۳۸۸	۶۹	۱۴۴	۸۵	۳۹	۴۷	فراوانی	سوال اول	نرخ ارز
		۱۸	۳۷/۵	۲۲/۱	۱۰/۲	۱۲/۲	درصد		
۱/۰۲	۳/۹۴۳	۱۲۶	۱۵۵	۷۶	۹	۱۸	فراوانی	سوال دوم	
		۳۲/۸	۴۰/۴	۱۹/۸	۲/۳	۴/۷	درصد		
۰/۹۱۴	۳/۶۰۴	۵۷	۱۷۵	۹۵	۵۷	۰	فراوانی	سوال سوم	
		۱۴/۸	۴۵/۶	۲۴/۷	۱۴/۸	۰	درصد		
۰/۹۷۴	۳/۵۷۸	۶۸	۱۴۳	۱۲۶	۳۷	۱۰	فراوانی	سوال چهارم	
		۱۷/۷	۳۷/۲	۳۲/۸	۹/۶	۲/۶	درصد		
۱/۲۵	۳/۴۰۶	۹۸	۸۶	۱۰۳	۶۸	۲۹	فراوانی	سوال پنجم	
		۲۵/۵	۲۲/۴	۲۶/۸	۱۷/۷	۷/۶	درصد		
۱/۲۱۹	۳/۲۳۴	۵۹	۱۲۵	۸۵	۷۷	۳۸	فراوانی	سوال ششم	
		۱۵/۴	۳۲/۶	۲۲/۱	۲۰/۱	۹/۹	درصد		
۱/۰۷۵	۳/۱۹۵	۴۷	۱۰۶	۱۲۵	۸۷	۱۹	فراوانی	سوال هفتم	
		۱۲/۲	۲۷/۶	۳۲/۶	۲۲/۷	۴/۹	درصد		
۱/۰۰۴	۳/۲۷۱	۲۹	۱۶۳	۸۴	۹۹	۹	فراوانی	سوال هشتم	
		۷/۶	۴۲/۴	۲۱/۹	۲۵/۸	۲/۳	درصد		
۱/۱۵۲	۲/۴۹۲	۲۰	۷۶	۴۷	۱۷۱	۷۰	فراوانی	سوال نهم	
		۵/۲	۱۹/۸	۱۲/۲	۴۴/۵	۱۸/۲	درصد		
۰/۸۱۵	۴/۰۲۹	۱۱۴	۱۸۶	۶۵	۱۹	۰	فراوانی	سوال دهم	
		۲۹/۷	۴۸/۴	۱۶/۹	۴/۹	۰	درصد		
۰/۷۵۶	۴/۰۲۳	۹۵	۲۲۲	۴۸	۱۹	۰	فراوانی	سوال یازدهم	
		۲۴/۷	۵۷/۸	۱۲/۵	۴/۹	۰	درصد		
۱/۰۱۹	۳/۵۷۳	۵۷	۱۹۲	۵۸	۶۸	۹	فراوانی	سوال دوازدهم	
		۱۴/۸	۵۰	۱۵/۱	۱۷/۷	۲/۳	درصد		
۱/۰۶۹	۳/۳۷۲	۵۷	۱۲۶	۱۲۴	۵۷	۲۰	فراوانی	سوال سیزدهم	
		۱۴/۸	۳۲/۸	۳۲/۳	۱۴/۸	۵/۲	درصد		
۱/۱۱۱	۳/۲۵۵	۲۹	۱۷۴	۸۴	۶۰	۳۷	فراوانی	سوال چهاردهم	
		۷/۶	۴۵/۳	۲۱/۹	۱۵/۶	۹/۶	درصد		
۱/۱۶۴	۳/۵۶	۸۸	۱۴۴	۶۶	۶۷	۱۹	فراوانی	سوال پانزدهم	
		۲۲/۹	۳۷/۵	۱۷/۲	۱۷/۴	۴/۹	درصد		
۰/۹۸۶	۳/۳	۲۹	۱۵۴	۱۲۴	۵۷	۲۰	فراوانی	اوراق بهادار	

		۷/۶	۴۰/۱	۳۲/۳	۱۴/۸	۵/۲	درصد	سوال شانزدهم	کلاس دوی
۱/۲۶۲	۳/۳۹۸	۶۷	۱۷۳	۲۸	۷۸	۳۸	فراوانی	سوال هفدهم	
		۱۷/۴	۴۵/۱	۷/۳	۲۰/۳	۹/۹	درصد		
۱/۲۰۴	۳/۵۳۷	۶۹	۱۸۲	۶۶	۲۰	۴۷	فراوانی	سوال هجدهم	
		۱۸	۴۷/۴	۱۷/۲	۵/۲	۱۲/۲	درصد		
۱/۱۰۸	۲/۸۷۵	۰	۱۳۶	۱۴۲	۲۸	۷۸	فراوانی	سوال نوزدهم	
		۰	۳۵/۴	۳۷	۷/۳	۲۰/۳	درصد		
۰/۹۶۱	۳/۵۸۱	۴۷	۱۹۴	۹۶	۲۹	۱۸	فراوانی	سوال بیستم	
		۱۲/۲	۵۰/۵	۲۵	۷/۶	۴/۷	درصد		
۰/۸۰۴	۳/۷۰۶	۴۷	۲۱۴	۸۶	۳۷	۰	فراوانی	سوال بیست و یکم	
		۱۲/۲	۵۵/۷	۲۲/۴	۹/۶	۰	درصد		
۱/۰۰۷	۳/۳۲۶	۴۷	۱۲۷	۱۲۳	۷۸	۹	فراوانی	سوال بیست و دوم	
		۱۲/۲	۳۳/۱	۳۲	۲۰/۳	۲/۳	درصد		
۰/۹۳۹	۳/۹۰۴	۱۱۵	۱۴۵	۱۰۵	۱۰	۹	فراوانی	سوال بیست و سوم	
		۲۹/۹	۳۷/۸	۲۷/۳	۲/۶	۲/۳	درصد		

در جدول (۵) تحلیل آماری مربوط به سوالات بازارهای قراردادهای آتی ارائه شده است. در این جدول آمارهای فراوانی، درصد فراوانی، میانگین و انحراف معیار مربوط به هر سوال قرار داده شده است. از میان بعد نرخ ارز سوال دوم (نوسانات نرخ ارز تا چه اندازه بر تصمیم گیری شما در سرمایه گذاری بورس تأثیر گذار است؟) با میانگین ۳/۹۴۳ بالاترین امتیاز را به خود اختصاص داده است و سوال اول (امنیت وجوه سرمایه گذاری شده در بورس اوراق بهادار تهران) با میانگین ۳/۳۸۸ پایین ترین امتیاز را دارد.

از میان بعد نرخ سود سوال دهم (مهم بودن سود هر سهم در سرمایه گذاری) با میانگین ۴/۰۲۹ بالاترین امتیاز را به خود اختصاص داده است و سوال نهم (فاقد ریسک بودن سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران) با میانگین ۲/۴۹۲ پایین ترین امتیاز را دارد.

از میان بعد اوراق بهادار سوال پانزدهم (ترجیح دادن خرید سهام شرکت های بزرگ عضو بورس به شرکت های کوچک عضو بورس) با میانگین ۳/۵۶ بالاترین امتیاز را به خود اختصاص داده است و سوال نوزدهم (به طور کلی سرمایه گذاری در اوراق بهادار قابل اطمینان است.) با میانگین ۲/۸۷۵ پایین ترین امتیاز را دارد.

از میان بعد روی کالا سوال بیست و سوم (دست اول بودن کالای تولیدی شرکت عضو بورس تا چه اندازه بر تصمیم سرمایه گذاری شما تأثیر گذار است؟) با میانگین ۳/۹۰۴ بالاترین امتیاز را به خود اختصاص داده است و سوال بیست و دوم (واسطه ای بودن کالای تولیدی شرکت عضو بورس تا چه اندازه بر تصمیم سرمایه گذاری شما تأثیر گذار است؟) با میانگین ۳/۳۲۶ پایین ترین امتیاز را دارد.

۲- تحلیل آماری مربوط به سوالات رویکرد مالی رفتاری

جدول ۶: تحلیل آماری مربوط به سوالات رویکرد مالی رفتاری

انحراف معیار	میانگین	کاملا موافقم	موافقم	نظری ندارم	مخالف م	کاملا مخالفم	آماره	سوالات	رتبه
۱/۲۲۱	۳/۰۷	۱۰	۱۹۲	۷۵	۲۹	۷۸	فراوانی	سوال اول	رویکرد مالی رفتاری
		۲/۶	۵۰	۱۹/۵	۷/۶	۲۰/۳	درصد		
۱/۰۰۲	۳/۷۰۱	۸۵	۱۶۶	۶۶	۶۷	۰	فراوانی	سوال دوم	
		۲۲/۱	۴۳/۲	۱۷/۲	۱۷/۴	۰	درصد		
۰/۸۸۱	۳/۶۴۸	۴۷	۲۱۳	۶۶	۵۸	۰	فراوانی	سوال سوم	
		۱۲/۲	۵۵/۵	۱۷/۲	۱۵/۱	۰	درصد		
۱/۱۷	۳/۵۹۴	۵۸	۲۳۳	۹	۴۷	۳۷	فراوانی	سوال چهارم	
		۱۵/۱	۶۰/۷	۲/۳	۱۲/۲	۹/۶	درصد		
۰/۹۶۳	۳/۷۴۵	۵۹	۲۳۲	۴۷	۲۸	۱۸	فراوانی	سوال پنجم	
		۱۵/۴	۶۰/۴	۱۲/۲	۷/۳	۴/۷	درصد		
۰/۸۳۳	۳/۵۱۸	۲۰	۲۱۵	۱۰۲	۳۸	۹	فراوانی	سوال ششم	
		۵/۲	۵۶	۲۶/۶	۹/۹	۲/۳	درصد		
۰/۸۶۵	۳/۹۳۸	۸۷	۲۲۲	۴۸	۱۸	۹	فراوانی	سوال هفتم	
		۲۲/۷	۵۷/۸	۱۲/۵	۴/۷	۲/۳	درصد		
۰/۷۶	۴/۴۵۸	۲۱۲	۱۵۴	۹	۰	۹	فراوانی	سوال هشتم	
		۵۵/۲	۴۰/۱	۲/۳	۰	۲/۳	درصد		
۱/۰۳۹	۴/۱۵۱	۱۹۲	۱۰۶	۳۸	۴۸	۰	فراوانی	سوال نهم	
		۵۰	۲۷/۶	۹/۹	۱۲/۵	۰	درصد		

در جدول (۶) تحلیل آماری مربوط به سوالات رویکرد مالی رفتاری ارائه شده است. در این جدول آمارهای فراوانی، درصد فراوانی، میانگین و انحراف معیار مربوط به هر سوال قرار داده شده است. سوال هشتم (برای جلب اعتماد مشتریان شرکتها باید در جهت منافع بیشتری برای مشتریان تلاش کنند.) با میانگین ۴/۴۵۸ بالاترین امتیاز را به خود اختصاص داده است و سوال اول (رضایت از امنیت حاضر در بورس اوراق بهادار تهران جهت سرمایه گذاری) با میانگین ۳/۰۷ پایین ترین امتیاز را دارد.

آمار استنباطی

۱- بررسی فرض نرمال بودن داده‌ها با استفاده از آزمون کولموگروف- اسمیرنوف (K-S)

برای استفاده از تکنیک‌های آماری ابتدا باید مشخص شود که داده‌های جمع آوری شده از توزیع نرمال برخوردار است یا غیر نرمال. چون در صورت نرمال بودن توزیع داده‌های جمع آوری شده برای آزمون فرضیه‌ها می‌توان از آزمون‌های پارامتریک استفاده نمود و در صورت غیر نرمال بودن از آزمون‌های ناپارامتریک. بدین منظور در این مرحله به بررسی نتایج حاصل از آزمون کولموگروف - اسمیرنوف در مورد هر یک از متغیرهای وابسته و مستقل می‌پردازیم و بر اساس نتایج حاصل، آزمون‌های مناسب برای بررسی صحت و سقم فرضیات تحقیق را انتخاب می‌کنیم.

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \text{ داده‌ها ی متغیر } i \text{ دارای توزیع نرمال است.} \\ H_1: \text{ داده‌ها ی متغیر } i \text{ دارای توزیع نرمال نیست.} \end{array} \right.$$

با توجه به نتایج جدول زیر اگر مقدار سطح معنی داری بزرگتر از مقدار خطا باشد، فرضیه صفر را نتیجه می گیریم و در صورتی که مقدار سطح معنی داری از مقدار خطا کوچکتر باشد فرضیه یک را نتیجه می گیریم.

جدول ۷: نتیجه آزمون نرمال بودن متغیرهای مستقل

عامل	سطح معنی داری (Sig)	مقدار خطا	تایید فرضیه	نتیجه گیری
بازارهای قراردادهای آتی	۰/۱۲۴	۰/۰۵	H ₀	نرمال است
نرخ ارز	۰/۱۵۷	۰/۰۵	H ₀	نرمال است
نرخ سود	۰/۱۳۲	۰/۰۵	H ₀	نرمال است
اوراق بهادار	۰/۱۸۱	۰/۰۵	H ₀	نرمال است
روی کالا	۰/۱۱۶	۰/۰۵	H ₀	نرمال است

با توجه به نتایج جدول فوق چون مقدار سطح معنی داری برای تمام مؤلفه‌ها بزرگتر از مقدار خطای ۰/۰۵ است در نتیجه این متغیرها دارای توزیع نرمال بوده و جهت آزمودن فرضیات از آزمون‌های پارامتریک استفاده می‌شود.

جدول ۸: نتیجه آزمون نرمال بودن متغیرهای وابسته

عامل	سطح معنی داری (Sig)	مقدار خطا	تایید فرضیه	نتیجه گیری
رویکرد مالی رفتاری	۰/۲۲۸	۰/۰۵	H ₀	نرمال است

با توجه به نتایج جدول فوق چون مقدار سطح معنی داری برای تمام مؤلفه‌ها بزرگتر از مقدار خطای ۰/۰۵ است در نتیجه این متغیرها دارای توزیع نرمال بوده و جهت آزمودن فرضیات از آزمون‌های پارامتریک استفاده می‌شود.

۲- بررسی وضعیت متغیرهای تحقیق

۲-۱- وضعیت بازارهای قراردادهای آتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران

به منظور بررسی و پاسخ به این سوال از آزمون میانگین یک جامعه استفاده گردید. با استناد به نمرات بدست آمده از نمونه و انجام آزمون **T** یک نمونه‌ای نتایج تحلیل در جدول ۹ آمده است. همانطور که مشاهده می‌شود مقدار **p-value** یا به عبارتی مقدار **Sig** که مقدار آن معادل ۰/۰۰۰ می‌باشد از مقدار $\alpha=0.05$ کوچک‌تر گردیده است لذا فرض صفر مبنی بر اینکه بازارهای قراردادهای آتی مساوی ۳ (سطح متوسط) می‌باشد تایید نگردیده است، از طرفی دو عدد نشان داده شده در ستون مربوط به فاصله اطمینان ۹۵ درصدی تفاوت میانگین شامل عدد صفر نمی‌باشد لذا این عامل خود موید رد فرض صفر می‌باشد. مثبت بودن حد بالا و پایین این فاصله نیز بیانگر این نکته می‌باشد که میانگین بازارهای قراردادهای آتی بیشتر از عدد ۳ می‌باشد لذا اگر ما با توجه به میانگین این بعد نمره کمتر از ۲ را بحرانی، بین ۲ و ۳ را نامناسب، برابر با ۳ را متوسط، بین ۳ و ۴ را مناسب، بین ۴ و ۵ را خوب در نظر بگیریم، نتیجه کلی بدین صورت قابل تبیین خواهد بود که از نظر بازارهای قراردادهای آتی به ترتیب با توجه به میانگین جامعه (۳/۴۵۹) در وضعیت مناسبی قرار دارد؛ همچنان که در جدول پائین مشخص است مقدار آماره **T** به ترتیب برابر با ۱۸/۳۷۷ است که از ۱/۹۶+ بزرگ‌تر است و در ناحیه بحرانی آزمون قرار دارد.

وضعیت بازارهای قراردادهای آتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران در جدول ۹ بخوبی نشان داده شده است.

بحرانی	نامناسب	متوسط	مناسب	مطلوب
	۲ حداقل امتیاز	۳	۴	۵ حداکثر امتیاز

جدول ۹: آزمون میانگین یک جامعه آماری

رتبه	وضعیت متغیر	حد بالا	حد پایین	عدد معناداری	آماره T	انحراف معیار	میانگین	متغیر
-	مناسب	۰/۵۰۸	۰/۴۱	۰/۰۰۰	۱۸/۳۷۷	۰/۴۸۹	۳/۴۵۹	بازارهای قراردادهای آتی ^{۱۱}
۱	مناسب	۰/۷۲	۰/۵۷	۰/۰۰۰	۱۶/۸۰۶	۰/۷۵۲	۳/۶۴۵	نرخ ارز
۳	مناسب	۰/۴۶۳	۰/۳۴۳	۰/۰۰۰	۱۳/۱۸۷	۰/۵۹۸	۳/۴۰۳	نرخ سود
۴	مناسب	۰/۳۹۷	۰/۲۷	۰/۰۰۰	۱۰/۳۴۵	۰/۶۳۲	۳/۳۳۴	اوراق بهادار
۲	مناسب	۰/۶۹۷	۰/۵۶۱	۰/۰۰۰	۱۸/۱۳۵	۰/۶۸	۳/۶۲۹	روی کالا

(منبع: داده های پژوهش)

۲-۲- وضعیت رویکرد مالی رفتاری در شرکت های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران

به منظور بررسی و پاسخ به این سوال از آزمون میانگین یک جامعه استفاده گردید. با استناد به نمرات بدست آمده از نمونه و انجام آزمون T یک نمونه ای نتایج تحلیل در جدول ۱۰ آمده است. همانطور که مشاهده می شود مقدار **p-value** یا به عبارتی مقدار **Sig** که مقدار آن معادل ۰/۰۰۰ می باشد از مقدار $\alpha=0.05$ کوچک تر گردیده است لذا فرض صفر مبنی بر اینکه رویکرد مالی رفتاری مساوی ۳ (سطح متوسط) می باشد تایید نگردیده است، از طرفی دو عدد نشان داده شده در ستون مربوط به فاصله اطمینان ۹۵ درصدی تفاوت میانگین شامل عدد صفر نمی باشد لذا این عامل خود موید رد فرض صفر می باشد. مثبت بودن حد بالا و پایین این فاصله نیز بیانگر این نکته می باشد که میانگین رویکرد مالی رفتاری بیشتر از عدد ۳ می باشد لذا اگر ما با توجه به میانگین این بعد نمره کمتر از ۲ را بحرانی، بین ۲ و ۳ را نامناسب، برابر با ۳ را متوسط، بین ۳ و ۴ را مناسب، بین ۴ و ۵ را خوب در نظر بگیریم، نتیجه کلی بدین صورت قابل تبیین خواهد بود که از نظر رویکرد مالی رفتاری با توجه به میانگین جامعه (۳/۷۵۸) در وضعیت مناسبی قرار دارد؛ همچنانکه در جدول پائین مشخص است مقدار آماره T برابر با ۱۸/۱۳۵ است که از ۱/۹۶+ بزرگ تر است و در ناحیه بحرانی آزمون قرار دارد.

وضعیت رویکرد مالی رفتاری در شرکت های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران در جدول ۴-۱۰ بخوبی نشان داده شده است.

بحرانی	نامناسب	متوسط	مناسب	مطلوب
	۲ حداقل امتیاز	۳	۴	۵ حداکثر امتیاز

11. متغیر بازارهای قراردادهای آتی از میانگین امتیازهای مربوط به متغیرهای (قرارداد آتی نرخ ارز، قرارداد آتی نرخ سود، قرارداد آتی اوراق بهادار و قرارداد آتی روی کالا) محاسبه خواهد شد.

جدول ۱۰: آزمون میانگین یک جامعه آماری

رتبه	وضعیت متغیر	حد بالا	حد پایین	عدد معناداری	آماره T	انحراف معیار	میانگین	متغیر
-	مناسب	۰/۸۱۴	۰/۷۰۲	۰/۰۰۰	۲۶/۶۸۳	۰/۵۵۷	۳/۷۵۸	رویکرد مالی رفتاری

(منبع: داده های پژوهش)

فرضیات پژوهش

فرضیه اصلی: قراردادهای آتی بر رویکرد مالی رفتاری تأثیر معناداری دارد.

با توجه به نتایج جدول زیر اگر مقدار سطح معنی داری بزرگ تر از مقدار خطا باشد، فرضیه صفر را نتیجه می گیریم و در صورتی که مقدار سطح معنی داری از مقدار خطا کوچک تر باشد فرضیه یک را نتیجه می گیریم.

جدول ۱۱: نتیجه آزمون ضریب همبستگی پیرسون بین بازارهای قراردادهای آتی با رویکرد مالی رفتاری

رویکرد مالی رفتاری		بازارهای قراردادهای آتی
۰/۷۳۴**	همبستگی پیرسون	
۰/۰۰۰	Sig	
۳۸۴	N	

$p < 0.01^{***}$

با توجه به نتایج جدول فوق چون سطح معنی داری کوچک تر از ۰/۰۵ است و نتیجه آن این است که فرضیه H_0 رد شده و فرضیه H_1 (فرضیه پژوهش) مبنی بر وجود رابطه بین بازارهای قراردادهای آتی با رویکرد مالی رفتاری رابطه پذیرفته می شود. همانگونه که مشاهده می شود در سطح ۹۵ درصد رابطه مثبت و معنی داری بین بازارهای قراردادهای آتی با رویکرد مالی رفتاری وجود دارد و ضریب همبستگی آن برابر با ۰/۷۳۴ می باشد.

فرضیات فرعی: ابعاد قراردادهای آتی بر رویکرد مالی رفتاری تأثیر معنادار دارد.

جدول ۱۲: ضریب همبستگی پیرسون بین متغیرها

روی کالا	اوراق بهادار	نرخ سود	نرخ ارز	آماره	رویکرد مالی رفتاری
۰/۵۸۶**	۰/۶۱۵**	۰/۵۸۴**	۰/۳۹۰**	همبستگی پیرسون	
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	سطح معنی داری	
۳۸۴	۳۸۴	۳۸۴	۳۸۴	تعداد	

$p < 0.05^*$

$p < 0.01^{**}$

با توجه به نتایج جدول فوق چون سطح معنی داری کوچک تر از ۰/۰۵ است و نتیجه آن این است که فرضیه H_0 رد شده و فرضیه H_1 (فرضیه پژوهش) مبنی بر وجود تأثیر بین ابعاد قراردادهای آتی بر رویکرد مالی رفتاری پذیرفته می شود. همانگونه که مشاهده می شود در سطح ۹۵ درصد رابطه مثبت و معنی داری بین ابعاد قراردادهای آتی (نرخ ارز، نرخ سود، اوراق

۱۲. ** به معنای معنی دار بودن آزمون در سطح ۹۹٪ اطمینان چون سطح معنی داری برابر با (۰/۰۰۰) بوده و از سطح معنی داری کوچک تر از ۰/۰۱ است، در نتیجه سطح اطمینان برابر با ۹۹٪ خواهد بود.

بهادار و روی کالا) بر رویکرد مالی رفتاری وجود دارد و ضریب همبستگی به ترتیب برابر با ۰/۳۹۰، ۰/۵۸۴، ۰/۶۱۵ و ۰/۵۸۶ می باشد.

تحلیل عاملی تأییدی متغیرهای پژوهش

در این بخش، نتایج حاصل از تحلیل عاملی تأییدی هر یک از متغیرهای پژوهش توسط نرم افزار LISREL به صورت جداگانه برای هر متغیر آورده شده است. لازم به ذکر است که به منظور کاهش متغیرها و در نظر گرفتن آنها به عنوان یک متغیر مکنون، بار عاملی به دست آمده باید بیشتر از ۰/۳ باشد (مؤمنی و فعال قیوم ۱۳۸۶). در بررسی هر کدام از مدل ها سوال اساسی این است که آیا این مدل های اندازه گیری مناسب است؟ که برای پاسخ به این پرسش بایستی χ^2 (کای دو) و سایر معیارهای مناسب بودن برازش مدل مورد بررسی قرار گیرد. بدین صورت مدلی مناسب است که دارای حالت های بهینه ذیل باشد. آزمون کای دو هر چه کمتر باشد بهتر است، زیرا این آزمون اختلاف بین داده و مدل را نشان می دهد. آزمون GFI^3 و $AGFI^4$ از ۹۰ درصد بایستی بیشتر باشد. آزمون RMSEA هر چه کمتر باشد بهتر است؛ زیرا این میانگین مجذور خطاهای مدل است (لاو ۱۹۹۸).

جدول ۱۳: علائم اختصاری متغیرهای پژوهش

عنوان متغیر	نماد
بازارهای قراردادهای آتی	FC
نرخ ارز	FC1
نرخ سود	FC2
اواق بهادار	FC3
روی کالا	FC4
مالی رفتاری	BF

تحلیل عاملی تأییدی مرتبه اول رویکرد مالی رفتاری

نمودار ۱۱ مدل اندازه گیری متغیر رفتار رویکرد مالی رفتاری را در حالت تخمین استاندارد نشان می دهد. نتایج تخمین (قسمت زیرین شکل) حاکی از مناسب بودن مدل است. با توجه به خروجی لیزرل مقدار χ^2 محاسبه شده برابر با ۵۶/۶۹ می باشد که مقدار کم و مناسبی است و نسبت آن به درجه آزادی کمتر از ۳ می باشد. پایین بودن میزان این شاخص نشان دهنده تفاوت اندک میان مدل مفهومی با داده های مشاهده شده تحقیق است. همچنین مقدار RMSEA برابر با ۰/۰۱۸ می باشد. حد مجاز RMSEA، ۰/۰۸ است؛ هر چه این مقدار کمتر باشد مدل دارای برازش بهتری است. همچنین مدل های اندازه گیری در حالت تخمین استاندارد میزان تأثیر هر کدام از متغیرها و یا گویه ها را در توضیح واریانس نمرات متغیر یا عامل اصلی نشان می دهد.

آزمون فرضیه های تحقیق با استفاده از مدل یابی معادلات ساختاری

جدول ۱۴: نتایج آزمون فرضیه های مربوط به فرضیه های پژوهش

رتبه	T	ضریب مسیر	جهت مسیر	فرضیات پژوهش
-	۴/۵۲	۰/۷۲	قراردادهای آتی بر رویکرد مالی رفتاری	فرضیه اصلی
۴	۳/۱۱	۰/۴۷	قرارداد آتی نرخ ارز بر رویکرد مالی رفتاری	H1
۳	۴/۳۹	۰/۵۲	قرارداد آتی نرخ سود بر رویکرد مالی رفتاری	H2
۱	۵/۱۳	۰/۶۳	قرارداد آتی اوراق بهادار بر رویکرد مالی رفتاری	H3
۲	۴/۸۴	۰/۵۹	قرارداد آتی بورس کالای ایران بر رویکرد مالی رفتاری	H4

تمامی فرضیه های پژوهش مورد مطالعه در این تحقیق (فرضیه اصلی و ۴ فرضیه فرعی پژوهش) تایید می شوند. زیرا ضریب مسیر T تمام متغیرها بیشتر از ۱/۹۶ بوده است، در نتیجه تمامی فرضیات تأیید می شوند. مشاهده می شود؛ بازارهای قراردادهای آتی با (ضریب اثر ۰/۷۲ و عدد معناداری ۴/۵۲) بر رویکرد مالی رفتاری تأثیر داشته است. بعد قرارداد آتی اوراق بهادار با (ضریب اثر ۰/۶۳ و عدد معناداری ۵/۱۳) بر رویکرد مالی رفتاری در رتبه اول و قرارداد آتی بورس کالای ایران با (ضریب اثر ۰/۵۹ و عدد معناداری ۴/۸۴) در رتبه دوم، قرارداد آتی نرخ سود با (ضریب ۰/۵۲ و عدد معناداری ۴/۳۹) در رتبه سوم، قرارداد آتی نرخ ارز با (ضریب ۰/۴۷ و عدد معناداری ۳/۱۱) در رتبه چهارم (آخر) قرار داشته و کمترین میزان تأثیر را بر رویکرد مالی رفتاری داشته است.

نتیجه گیری

در پژوهش حاضر تمامی روابط براساس نتایج آزمون ضریب همبستگی پیرسون تایید شدند. مشاهده می شود بازارهای قراردادهای آتی با (ضریب اثر ۰/۷۲) بر رویکرد مالی رفتاری تأثیر داشته است. بعد قرارداد آتی اوراق بهادار با (ضریب اثر ۰/۶۳) بر رویکرد مالی رفتاری در رتبه اول و قرارداد آتی بورس کالای ایران با (ضریب اثر ۰/۵۹) در رتبه دوم، قرارداد آتی نرخ سود با (ضریب ۰/۵۲) در رتبه سوم، قرارداد آتی نرخ ارز با (ضریب ۰/۴۷) در رتبه چهارم و آخر قرار داشته است. مطالعات رفتاری و آن چه در روانشناسی شناختی بحث می شود، رفتار انسان را بهتر معرفی می کند و می گوید انسان هر قدر هم عقلایی، در برخی موارد دچار تورش های رفتاری می شود. این تورش ها باعث شناخت محدود یا با انحراف از واقعیت می شود و در نتیجه باعث عکس العمل های گاه غیر منطقی یا به دور از عقل می شود. البته همه ی ما دچار این حالت ها هستیم. حال هر چه از این نکات و تورش های رفتاری محتمل انسانی در جای خود بیش تر آگاه باشیم، بهتر خویشتن داری خواهیم کرد قضاوت عادلانه تری را بروز خواهیم داد و در نهایت تصمیم گیری عاقلانه تری خواهیم داشت.

پیشنهاد برای تحقیق های آتی

استفاده از سایر روش های تصمیم گیری چندمتغیره، مطالعاتی برای تأیید و اولویت بندی شاخص های مستقل موثر در انتخاب سهم در بورس اوراق بهادار تهران.

در انتها پیشنهاد می شود با توجه به نوپا بودن بازار قراردادهای آتی در ایران، مدیران و سیاستگذاران بورس با دست یابی به شناخت از عوامل تأثیر گذار بر نقدشوندگی در این بازار که تعیین کننده ی اصلی امکان ادامه حیات آن است و با استفاده از نتایج این پژوهش به سوی فراهم آوردن سازو کارهای استفاده از بازارگردان و دیگر راه کارهای افزایش نقدشوندگی در مواقع مورد نیاز در بازار حرکت نمایند.

پیشنهادهایی که برای پژوهش های آتی در این زمینه مفید به نظر می رسد، بررسی اثر ماه ها و فصول مختلف سال و اثر راهبردهای معاملاتی افراد موجود در بازار بر میزان نقدشوندگی و هم چنین پژوهش در حوزه ی مالی رفتاری در این بازار نوپا در ایران است.

در مطالعات آینده می توان در مورد خدمات اعتماد ساز، نقش عوامل سوم در ایجاد اعتماد و زیرساختهای ایجاد اعتماد مورد نیاز توسط مراجع معتبر و همچنین مدلی برای ایجاد اعتماد، تحقیقاتی را انجام داد. مطالعات بیشتر هم چنین در رفتار ارتباطی مشتریان و اثرات مختلف اعتماد، تعهد و رضایت اطلاعاتی در رفتار سرمایه گذاران ضروری است.

منابع

- [۱] اسلامی، غلام رضا؛ کردلوئی، حمید رضا. (۱۳۸۸). «مالی رفتار، مرحله ی گذر از مالی استاندارد تا نورو فایناس». دانشیار و عضو هیات علمی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، دانشجوی دکتری مدیریت بازرگانی- مالی دانشگاه آزاد.
- [۲] جوادیان محمد رضا. (۱۳۸۶). مروری بر ابزارهای مشتقه و به کارگیری آنها در بازار ایران اخبار اقتصادی- تهران.
- [۳] خشنود، رضا. (۱۳۸۳)، "شناسایی و رتبه بندی عوامل مؤثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاری فردی. و نهادی در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه تهران. اسفند.
- [۴] دلاور، علی (۱۳۸۷) روشهای آماری در علوم تربیتی و روانشناسی، انتشارات دانشگاه پیام نور، چاپ اول.
- [۵] راعی رضا؛ سعیدی علی. (۱۳۸۳). مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک - دانشگاه تهران و سمت- تهران. نوبت اول ۳۶۲. ص و جدول و کردار
- [۶] راعی، رضا؛ فلاح پور، سعید. (۱۳۸۹). مالیه رفتاری، رویکردی متفاوت در حوزه مالی. تحقیقات مالی. شماره ۱۸. صص ۱۰۶-۷۷.
- [۷] راعی، رضا و فلاح پور، سعید. (۱۳۸۳)، "مالیه رفتاری، رویکردی متفاوت. در حوزه مالی"، تحقیقات مالی، پاییز و زمستان. شماره ۱۸، صص ۱۰۶-۷۷.
- [۸] سعیدی، علی. (۱۳۸۴)، "مالی رفتاری، انگاره فرا مدرن در حوزه مالی"، رساله دکتری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات. پاییز.
- [۹] شهرآبادی، ابوالفضل؛ یوسفی، راحله. (۱۳۸۶). مقدمه ای بر مالیه رفتاری. هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی زنجان، دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی. ماهنامه بورس. شماره ۶۹.
- [۱۰] هبیتی، فرشاد؛ زندیه، وحید. (۱۳۹۰). «بیش واکنش سرمایه گذاران بر بازار سهام ایران به اختیار بحران مالی جهانی». استادیار و عضو هیات علمی پژوهشکده امور اقتصادی، کارشناس ارشد مهندسی مالی. دانشگاه علم و فرهنگ تهران.
- [۱۱] شهرآبادی، ابوالفضل؛ یوسفی، راحله. (۱۳۸۶). مقدمه ای بر مالیه رفتاری. اقتصاد، بورس. شماره ۶۹. صص ۲۴-۳۳.
- [۱۲] فرتوک زاده ، حمیدرضا؛ محبعلی، ساره، دولو، مریم. (۱۳۸۹). بررسی عوامل مؤثر بر نقدشوندگی قراردادهای آتی در بورس کالای ایران. بررسی های حسابداری و حسابرسی. دوره ۱۷. شماره ۵۹. صص ۶۳-۷۸.
- [۱۳] جلالی نائینی، سیداحمدرضا؛ ذکاوت، مرتضی؛ سنگینیان، علی (۱۳۹۰). "روش های پوشش ریسک نوسانات نرخ ارز در بازارهای آتی". سال یازدهم؛ بهمن (۱۳۹۰) شماره ۱.
- [14] Barber, B. & Odean, T. (2001). "Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment", *Quarterly Journal of Economics*, 116: 261-292.
- [15] Barberis, N. & Thaler, R. (2001). "A Survey of Behavioral Finance", *Handbook of the Economics of Finance*, North-Holland, Amsterdam.
- [16] Black, D. G. (1986), "Success and Failure of Futures Contracts: Theory and Empirical Evidence", *Graduate School of Business Administration* 223 pages, New York University.
- [17] Brabazon, T. (2000). "Behavioral Finance: A New Sunrise or False Down?" *Coll Sumer School, University of Limeric*.
- [18] Brabazon, tony. (2000) *Behavioral Finance: A Vew Auririse or a False Down?*

- [19] Cunny. C. J. (1993), "The Role of Liquidity in Futures Market Innovations", the Review of Financial Studies (1986-1998), spring, 6, 1, ABI/INFORM Global, p. 57.
- [20] Daniel, K. Hirshleifer, D. & Subrahmanyam, A. (1998). "Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions", Journal of Finance, 53: 1839-1885.
- [21] De Bondt, W., Thaler, R. (1985). "Does the Stock Market Overreact?" Journal of Finance, 40: 793-808.
- [22] De Long, B., Shleifer, A., Summers, L. & Waldman, R. (1990). "Noise Trader Risk in Financial Markets", Journal of Political Economy, 98: 703-738.
- [23] Fuller, R. (2000). "Behavioral Finance and the Source of Alpha", Fuller & Thaler Asset Management.
- [24] Hirshleifer, D. (2001). "Investor Psychology and Asset Pricing", Journal of Finance, 56: 1533-1597.
- [25] Holder, M. E.; M. J. Tomas & R. I. Webb. (1993), "Winners and Losers: Recent Competition among Futures Exchanges for Equivalen", Derivatives Quarterly; winter, 6, 2, ABI/INFORM Global, p. 19.
- [26] Holland, A. & Vila (1997), "Features of a Successful Contract: Financial Futures on
- [27] Hull, J. C. (2006), Options, Futures, and other Derivatives, New Delhi, Prentice Hall of India, Six Edition.
- [28] Olsen, R. (1998). "Behavioral Finance and Its Implications for Earning Estimation, Risk Assesment and Stock Returns", Financial Analysts Journal, 52(4): 37-44.
- [29] Plummer, T. (1998). "Forecasting Financial Markets: The Psychological Dynamics of Successful Investing", 3rd ed., Kogan Page, London.
- [30] Ritter, J. R. (2003). "Behavioral Finance", Pasific-Basin Finance Journal, 11(2003): 429-437.
- [31] Shefrin, H. & Statman, M. (1985). "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Loser Too Long: Theory and Evidence", Journal of Finance, 40: 777-790.