

بررسی تناسب بازار سرمایه اسلامی با واقعیت رفتاری سرمایه گذاران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۰/۲۶ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۵/۰۸

۳۳

سیدسعید دانشی*

عطاالله رفیعی آتانی**

چکیده

محدودیت منابع مالی برای اجرای پروژه‌های اقتصادی به عنوان یکی از موانع رونق تولید و اشتغال‌زایی به شمار می‌رود. از طرفی نقدینگی موجود در دست مردم می‌تواند منشأ آثار نامطلوب اقتصادی باشد؛ لذا هدایت این منابع به سمت تأمین مالی تولید بسیار حائز اهمیت است. در این پژوهش به منظور کارآترنمودن فرایند تأمین منابع و با لحاظ ظرفیت‌های بازار سرمایه به عنوان بستری برای تأمین مالی تولید و تجمع سرمایه‌های مردمی، دو مؤلفه رفتار سرمایه‌گذاران - که در این پژوهش به عنوان کارگزاران اقتصادی شناخته می‌شوند - و ساختار بازار سرمایه مبتنی بر اصول، ضوابط و مقررات واکاوی شده است. با در نظر گرفتن سوگیری‌های رفتاری به عنوان شاخص انحراف از انسان عقلایی موضوع اقتصاد متعارف، رابطه پنج سوگیری رویدادگرایی، زیان‌گریزی، فراعتمادی، آشناگرایی و خوداسنادی با تصمیمات سرمایه‌گذاران بازار سرمایه، با روش معادلات ساختاری و با استفاده از نرم‌افزار Lisrel مورد آزمایش قرار گرفته است. نتایج نشان از رابطه معنی‌دار و مثبت میان سوگیری‌های رفتاری به عنوان متغیرهای مستقل و رفتار سرمایه‌گذاران به عنوان متغیر وابسته داشته و بیانگر این موضوع است که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر این سوگیری‌ها لزوماً عقلایی رفتار نمی‌کنند. در بخش دوم پژوهش، با توجه به متأثر بودن کنش‌های اجتماعی - اقتصادی مردم ایران از آموزه‌های اسلامی از یک سو و ادبیات غنی اقتصاد و مالی اسلامی از سوی دیگر، در قالب یک پنل خبرگان و به روش نظریه پردازی داده‌بنیاد، بازار سرمایه اسلامی به عنوان ساختار متناسب با کنش اقتصادی مردم ایران بررسی و پیشنهاد گردید.

فصلنامه علمی اقتصاد اسلامی / مقاله علمی پژوهشی / سال بیست و دوم / شماره ۸۶ / تابستان ۱۴۰۱

*. کارشناس ارشد علوم اقتصادی، دانشگاه علم و صنعت، تهران، ایران (نویسنده مسئول).

Email: Daneshi.said@yahoo.com.

** عضو هیئت علمی گروه علوم اقتصادی دانشگاه علم و صنعت، تهران، ایران

Email: rafieiatani@iust.ac.ir.

واژگان کلیدی: اقتصاد رفتاری، بازار سرمایه اسلامی، سوگیری شناختی، معادلات ساختاری.
طبقه‌بندی JEL: G41.

مقدمه

در حال حاضر تأمین منابع مالی و تهیه بودجه اجرایی لازم برای انجام پروژه‌ها و نیز بهبود فضای کسب‌وکار و وضعیت اشتغال به عنوان یکی از مهم‌ترین چالش‌های پیش روی اقتصاد کشور مطرح است. در شرایطی که تأمین منابع مالی خارجی به واسطه ابهامات در مناسبات سیاسی بسیار کاهش یافته است و در آینده نیز همچنان ریسک‌های سیاسی و تجاری می‌تواند متوجه اقتصاد کشور باشد، به نظر می‌رسد یکی از مهم‌ترین و مؤثرترین راه‌حل‌های تحقق اهداف توسعه اقتصادی در کشور، وجود ساختار اقتصادی توانمند و به‌کارگیری سرمایه‌های خرد و تجهیز منابع مردمی و تخصیص این منابع به بخش مولد و فعال اقتصاد و تقویت فعالیت‌های کارآفرینانه است. نوپایی و عدم شناخت درست از توان بالقوه بازار سرمایه موجب شده که کمتر مورد توجه مقامات دولتی و فعالان اقتصادی قرار بگیرد (اسکندری و همکاران، ۱۳۹۸، ص ۳۱). بر اساس چارچوب تحلیلی ساختار - کارگزار، میزان مشارکت مردم در فرایند تشکیل سرمایه بنگاه‌های اقتصادی را می‌توان متأثر از دو مؤلفه مهم دانست:

۱. ویژگی‌های رفتاری سرمایه‌گذاران.

۲. ساختار بازار سرمایه‌پذیر.

سؤال کلیدی تحلیل ساختار - کارگزار حول موضوع تأمین مالی جمعی این است که رفتار واقعی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه چگونه است و ساختار متناسب با سرمایه‌گذاران کدام است و چه ویژگی‌هایی دارد؟ در این پژوهش به هر دو وجه ساختار و سرمایه‌گذاران، مشخصاً در بازار سرمایه پرداخته شده و ضمن بررسی رفتار اقتصادی آحاد جامعه و شناخت برخی سوگیری‌های رفتاری آنها، تناسب ساختار مالی اسلامی با رفتار سرمایه‌گذاران بازار سرمایه ایران در چارچوب مبانی اقتصاد رفتاری و ضوابط نظام مالی اسلامی بررسی خواهد شد. با در نظر گرفتن سوگیری‌های رفتاری به عنوان شاخص انحراف از مشخصات انسان اقتصادی، این سوگیری‌ها و نحوه و جهت اثرگذاری آنها بر تصمیمات سرمایه‌گذاران با استفاده از روش معادلات ساختاری شناسایی می‌گردند. در بخش دوم پژوهش، در قالب یک

پنل خبرگان با رویکرد نظریه‌پردازی داده‌بنیاد، ضمن بیان اهمیت سازگاری ساختار بازار سرمایه با واقعیت رفتاری سرمایه‌گذاران، الگوی بازار سرمایه اسلامی به عنوان ساختار متناسب با کنش اقتصادی مردم ایران پیشنهاد و بررسی می‌گردد.

مبانی نظری

۱. چارچوب تحلیلی ساختار - کارگزار در بازار سرمایه

در تبیین پدیده‌های اجتماعی - اقتصادی، نظریه‌های مختلف را به لحاظ تأکید بر کارگزار یا ساختار می‌توان به چند دسته تقسیم کرد: دسته اول، نظریه‌های کارگزارمحور، دسته دوم، نظریه‌های ساختارمحور و دسته سوم نظریه‌هایی که سعی دارند راه‌حل بینابینی انتخاب کنند (مارش و استوکر، ۱۳۹۹، ص ۳۰۹). نقطه ضعف نظریه‌های کارگزارمحور، تحویل مسائل پیچیده به نقش افراد در جامعه و تاریخ است. ضعف ساختارگرایی هم نادیده گرفتن نقش افراد و تمایل به جبر است. بر عکس نظریه‌های بینابینی (دسته سوم) از محدودیت‌هایی که برای دو دسته نخست وجود دارد، رنج نمی‌برند و سعی دارند بر دوگانه‌انگاری ساختار، کارگزار فائق آیند و رابطه دوجانبه آنها را بررسی کنند و در مجموع قابل دفاع‌ترند.

۲. سرمایه‌گذاران

مبتنی بر چارچوب تحلیلی ساختار - کارگزار، رکن کارگزار در این پژوهش، سرمایه‌گذاران بازار سرمایه ایران هستند که خود نمونه‌ای از آحاد جامعه می‌باشند. به منظور شناخت واقعیت رفتاری سرمایه‌گذاران، در ادامه در صدد هستیم ویژگی‌های انسان به عنوان اصل موضوعه علم اقتصاد را در اقتصاد متعارف، اقتصاد رفتاری و آموزه‌های اقتصادی اسلام تبیین نماییم.

۲-۱. ویژگی‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در اقتصاد متعارف

مطالعات انجام شده نشان می‌دهد که هر اندازه از گذشته به دوران معاصر نزدیک‌تر می‌شویم، در تعاریف علم اقتصاد و همچنین در محتوای دانش اقتصاد، موضوع علم اقتصاد به «رفتار اقتصادی» انسان نزدیک‌تر می‌شود. نهایتاً موضوع علم اقتصاد با یک ساده‌سازی، الگوی انسان عقلانی در چارچوب نظریه انتخاب عقلایی تعریف می‌شود تا نقش اصول موضوعه و پیش

فرض بنیادی را برای تئوری‌های اقتصادی و مهم‌تر از همه، مبنایی برای انتخاب «روش قیاسی و ریاضی» را برای تولید نظریات اقتصادی، ایفا کند (رفیعی‌آتانی، ۱۳۹۴، ص ۱۷۲). بی‌شک فرض عقلایی بودن سرمایه‌گذاران به عنوان مدل ساده‌ای از رفتار انسان، یکی از پایه‌های اصلی و موضوع دانش مالی و اقتصاد کلاسیک است و تقریباً تمامی نظریه‌های مالی و اقتصاد کلاسیک و نظریه‌های فرعی منشعب از آنها، متأثر از این فرض است. در وصف انسان اقتصادی عقلایی (REM) می‌توان مختصات ذیل را بیان نمود:

۱. منفعت‌طلبی کامل؛
 ۲. برخورداری از اطلاعات کامل؛
 ۳. وجود یک انسان واحد جهانی که جامعه یعنی جمع افقی تک‌تک افراد (جامعه دارای هویت مستقلی نیست)؛
 ۴. تصمیم‌گیری مبتنی بر عقلانیت.
- در اقتصاد متعارف رفتار انسان‌ها عقلانی فرض می‌شوند و در این فرض، رفتار واقعی به نوعی با رفتار عقلانی مترادف است.

۲-۲. ویژگی‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در اقتصاد رفتاری

از منظر اقتصاد رفتاری مبتنی بر یافته‌های روان‌شناختی، اساساً انسان با خصوصیات عقلانیت کامل وجود خارجی ندارد. در این رویکرد، تصور می‌شود که مدل‌های ذهنی می‌توانند بر رفتار تأثیر گذاشته و به تصمیمات شکل دهند. این پیش‌داوری‌ها می‌توانند در فرایند تصمیم‌گیری اختلال ایجاد کرده و به نتایجی پایین‌تر از سطح بهینه منجر شوند؛ زیرا عواملی چون عواطف، فرهنگ، آموزه‌ها و ... بر کنترل شخصی فائق می‌آیند و به رفتار شکل می‌دهند. دانشمندان علوم رفتاری و تصمیم‌گیری دریافته‌اند که تحت شرایط معین، افراد در قضاوت‌هایشان دچار خطاهای ذهنی می‌شوند که این اشتباه‌ها می‌تواند به انتظارهای نادرست منجر شود. این خطاها در قالب سوگیری‌های شناختی توضیح داده می‌شوند. در این پژوهش بناست این سوگیری‌ها و مکانیسم اثرگذاری آنها بر رفتار انسان تبیین و تشریح گردد. از آنجاکه در هر تحقیق امکان بررسی تمام متغیرها وجود ندارد، لذا تلاش گردیده به بررسی متغیرهایی

پرداخته شود که از دیدگاه خبرگان این حوزه از عوامل رایج به حساب آمده و در پژوهش‌های پیشین کمتر به بررسی آنها پرداخته شده است؛ لذا این تحقیق به بررسی ۵ متغیر از ۲۰ متغیر مؤثر بر رفتار از دیدگاه پمپین خواهد پرداخت (پمپین، ۱۳۹۷، ص ۵۵). متغیرهای مذکور عبارت‌اند از:

- خوداسنادی (Self-Attribution)،
- آشناگرایی (Availability Bias)،
- فراعتمادی (Over Confidence)،
- رویدادگرایی (Hindsight Bias)،
- زیان‌گریزی (Loss Aversion Bias).

۳. ساختار

در این پژوهش منظور از ساختار، مجموعه‌ای از اصول، ضوابط و قوانینی هستند که در طراحی یک نظام مالی نقش تعیین‌کننده‌ای دارند. نظام مالی شامل ارکان سه‌گانه بازارهای مالی، مؤسسات مالی و ابزارهای مالی است (موسویان، ۱۳۹۳، ص ۲۴) که اصول و ضوابط مالی در کالبد این ارکان نمود یافته و عموماً تفاوت میان ساختارهای مالی، متأثر از همین ضوابط و قوانین است. نظام اقتصاد سرمایه‌داری به صورت افراطی متکی بر اصالت فرد، آزادی‌های اقتصادی، تقدم منافع فرد بر جامعه، عدم مداخله دولت، مکانیسم بازار و تعادل اقتصادی خودکار شکل گرفت. با تحلیل مشکلات روزافزون نظام اقتصاد سرمایه‌داری در مورد آینده این نظام و فروپاشی آن، ابهامات زیادی وجود دارد و ریشه این ابهامات و مشکلات را نیز می‌توان به اصول و ارزش‌ها و مبانی نظام اقتصاد سرمایه‌داری نسبت داد (یوسفی و همکاران، ۱۳۹۸، ص ۱۴۷).

۳-۱. اصول و ضوابط اسلام در باب معاملات

شناخت روابط عمومی و اختصاصی حاکم بر معاملات به‌ویژه معاملات بازار سرمایه حائز اهمیت است. شریعت اسلام در برخورد با معاملات، عرف و عقل را مورد استناد قرار داده و روش اصلاحی را پیش گرفته است. نسبت به گروهی از معاملات که اساساً به حال فرد و

جامعه مضر است موضع گرفته، آن را حرام و باطل می‌شمارد و نسبت به گروهی دیگر با پذیرش اصل معامله چون بیع و قرض، شرایطی را لحاظ می‌کند؛ برای مثال اعلام می‌کند که بیع و قرض باید خالی از ربا باشد. تغییرات اصلاحی شارع به دو گروه کلی و جزئی تقسیم می‌شوند: گروه اول، قوانین و ضوابطی هستند که به یک معامله خاص اختصاص ندارند و در غالب معاملات جریان می‌یابند و اهم آنها اجمالاً عبارت‌اند از:

- ممنوعیت اکل مال به باطل؛
- ممنوعیت ضرر و ضرار؛
- ممنوعیت غرر؛
- ممنوعیت ربا.

دین اسلام برای تنظیم روابط عقلایی و رعایت عدالت و حقوق فرد و جامعه و برای جلوگیری از منازعات آتی، معاملات و قراردادهایی که مشمول موارد فوق هستند را ممنوع کرده است، هرچند عقلاً برخی از آنها را جایز بدانند (همان، ص ۲۱۱). گروه دوم، از اصول و ضوابط مربوط به معاملات خاص می‌باشند. دین اسلام در بعضی معاملات شرایط و ضوابط خاصی را اعمال کرده و با فرض رعایت آن شرایط، معامله را صحیح می‌داند. برخی از این معاملات مرتبط با ابزارهای مالی شامل قراردادهای قرض، دین، بیع، اجاره، جعاله، استصناع، وکالت، شرکت، مضاربه، مزارعه، مساقات، وقف و صلح و ... می‌باشند. هر کدام از این قراردادها انواع و تقسیمات متفاوتی دارند؛ لکن به جهت گستردگی بحث، به منظور تدقیق در احکام اسلام در خصوص عقود مالی، به کتب فقهی و مصوبات کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار ارجاع داده می‌شود.

پیشینه تحقیق

۱. پژوهش‌های حوزه اقتصاد رفتاری در خصوص واقعیت رفتاری سرمایه‌گذاران

پراست و وور (Prast & Vor, 2005) مقاله‌ای را تحت عنوان «عکس‌العمل سرمایه‌گذاران به خبر: تحلیل سازگارگرایی از تغییر نرخ یورو» ارائه کردند. این مقاله به بررسی عوامل مؤثر بر تغییر نرخ یورو می‌پردازد. نتایج نشان داد که اخبار سیاسی و اخبار بانک مرکزی بر تغییرات اثر می‌گذارد؛ درحالی‌که اخبار اقتصادی کمترین اثرگذاری را داشت. هانگ و همکاران

(Huang et al, 2012) مقاله‌ای را با عنوان «درک نقش باورگرایی بر تصمیم‌گیری» ارائه کردند. از دیدگاه این محققان، باورگرایی به مدت طولانی در تحقیقات مالی رفتاری مورد توجه قرار گرفته است. نتایج نشان داد که افرادی که دچار این سوگیری رفتاری هستند، اخبار منتشر شده در بورس را به‌سادگی باور کرده و تصمیمات آنها به میزان زیادی تحت تأثیر باورگرایی می‌باشد. ظفروفسکی (Zafirovski, 2003) در مقاله «رفتار عقلانی انسان و عقلانیت اقتصادی» در ابتدا به این موضوع اشاره می‌کند که مفهوم رفتار عقلانی در اقتصاد ارتدکس با عنوان عقلانیت اقتصادی، به وسیله حداکثرکردن هدف‌ها خصوصاً هدف‌های مادی، تعریف شده است. در مقاله بحث می‌شود که رفتار عقلانی انسان‌ها فراتر از بهینه‌سازی سود و یا مطلوبیت است و لذا نمی‌توان آن را به عقلانیت اقتصادی تقلیل داد. دونالد لین و همکاران (Donald, Lien & et al, 2015) در تحقیقی با عنوان «آیا بازار سهام، رفتار گله‌ای در بازار آتی کالا را پیش می‌برد؟» به این نتیجه رسیدند که کالاها در بازار آتی دارای نوسان قیمتی زیادی هستند که به‌طور کل بیانگر این است که بازار سهام چنین نوساناتی را برای کالاها در بازار آتی به وجود آورده است. محمد زبیر تونی و همکاران (Muhammad Zubair Tauni et al, 2017) در مقاله‌ای با عنوان «تأثیر ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذار بر فراگیری اطلاعات و رفتار معامله»، به بررسی ارتباط میان کسب اطلاعات و رفتار معامله با تجزیه و تحلیل شخصیت سرمایه‌گذار در بازار آتی بورس چین می‌پردازد. نتایج مطالعات نشان داد که کسب اطلاعات به‌طور مستقیم با تکرار معامله مناسب است و سرمایه‌گذاران به دلیل ویژگی‌های شخصیتی متفاوتی که دارند انجام دفعات معامله آنها نیز متفاوت است. زائربایت و قلی‌زاده (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی تأثیر دانش مالی رفتاری بر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. مشخص گردید که در بین خطاهای شناختی بررسی شده، تنها رویدادگرایی با تصمیم‌های سرمایه‌گذاران رابطه معنی‌داری ندارد. در تحقیقی که توسط ثقفی و همکاران (۱۳۹۴) انجام شد، محققان در پیش‌بینی رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران دریافتند که افراد مطابق با پیش‌بینی تئوری چشم‌انداز، در زمانی که در سود هستند، سوگیری ریسک‌گریزی و زمانی که در زیان هستند، سوگیری زیان‌گریزی دارند. در پژوهشی دیگر، برزیده و همکاران (۱۳۹۵) پی بردند که دو پدیده رفتاری مطرح‌شده در نظریه چشم‌انداز یعنی «زیان‌گریزی» و «اثر پول‌برد» وارد مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های مبتنی بر مصرف شده‌اند. در این تحقیق، پس از

تعریف تابع مطلوبیت سرمایه‌گذاران، نتیجه گرفته شد که پدیده‌های رفتاری مزبور در بازار ایران وجود دارد و بر قیمت‌گذاری سهام توسط سرمایه‌گذاران اثرگذارند. هردی و صادقی شریف (۱۳۹۹) در پژوهشی با عنوان «تأثیر عوامل رفتاری بر تصمیمات مالی سرمایه‌گذاران در بازار اوراق بهادار عراق» به بررسی رابطه بین مشخصات جمعیتی سرمایه‌گذاران و تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها از طریق عوامل رفتاری به عنوان متغیرهای میانجی در بورس اوراق بهادار عراق پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش گویای آن است که تأثیر میانجی عوامل رفتاری در رابطه ویژگی‌های جمعیت‌شناختی و تصمیمات سرمایه‌گذاری تأیید می‌گردد. علاوه بر این یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که ویژگی‌های جمعیت‌شناختی و تصمیمات سرمایه‌گذاری از طریق غیرمستقیم توسط متغیرهای میانجی فرااعتمادی واکنش بیش از حد سرمایه‌گذاران تبیین می‌گردد. در تحقیقی که توسط زینی‌وند و همکاران (۱۴۰۰) انجام شد، به بررسی سوگیری‌های رفتاری و تصمیمات سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی مبتنی بر اطلاعات تکنیکال در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. نتایج نشان داد که تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی اثرات متفاوتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها در سطوح مقاومت و حمایت داشته‌اند و همچنین تورش‌های رفتاری در بین سرمایه‌گذاران حقیقی، قدرت پیش‌بینی‌کنندگی بیشتری از تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها داشته است.

۲. پژوهش‌های حوزه اقتصاد اسلامی در خصوص واقعیت رفتار اقتصادی انسان و تشریح عقلانیت در پرتو شناخت و حیانی

ضمیر اقبال (Zamir Iqbal, 2007) در مقاله خود به بیان تعریف، اصول و مبانی و همچنین ابزارهای سیستم مالی اسلامی پرداخته است. در این مقاله اشاره شده است که یک سیستم مالی اسلامی نیازمند یک سری روش‌های محاسباتی واضح و استاندارد می‌باشد. روش‌های غربی هم به لحاظ طبیعت و قراردادهای متفاوت از ابزارهای مالی اسلامی، مناسب این سیستم نیستند؛ بنابراین استفاده از روش‌ها و استانداردهای تعریف‌شده مناسب برای اشاعه اطلاعات، جلب اعتماد سرمایه‌گذاران، شفاف‌سازی و نظارت ضروری است تا بدین ترتیب بازارهای مالی اسلامی به بازارهای بین‌المللی بپیوندند. صالح/آبادی (۱۳۸۴) در مقاله خود به بیان اصول و مبانی نظام مالی اسلام پرداخته و جنبه‌های مختلف نظام مالی اسلامی را مورد اشاره قرار

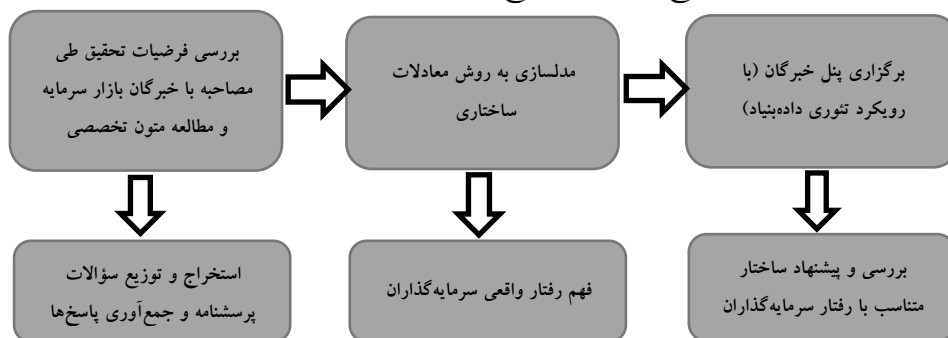
داده و تجربه کشورهای پیشرو را بیان کرده است. همچنین با توجه به اهمیت بازار سرمایه اسلامی، اصول و مبانی فعالیت این بازار را تحلیل و چارچوبی برای بازار سرمایه اسلامی در ایران ارائه کرده است. موسویان (۱۳۹۲) در کتاب خود به بررسی مبانی نظری (فقهی و اقتصادی) ابزارهای مالی پرداخته و با استفاده از آیات و روایت ثابت کرده است که اصل لفظی در معاملات صحت و لزوم است. همچنین ابزارهای مالی متعارف شامل اوراق قرضه، اوراق سهام عادی و اوراق سهام ممتاز را معرفی کرده و دیدگاه اسلام و شرع را در مورد هر یک بیان کرده است و در نهایت به بررسی فقهی و اقتصادی ابزارهای مالی جدید یا صکوک پرداخته است. /نصاری (۱۳۸۶) در کتاب خود تحت عنوان **مبانی نظام مالی با نگرش اسلامی** سازوکار نظام مالی اسلامی و سرمایه‌داری را بیان کرده و «عملکرد» واسطه‌های مالی را توضیح داده است. پرستو مصباحی (۱۳۹۸) نشان می‌دهد که تربیت و دین به دلیل برخورداری از موضوع و غایت مشترک، سازنده ترکیب مفهومی معناداری هستند. همچنین از خلال اثبات علم دینی و ترسیم حدود و ثغور عقلانیت، تربیت دینی قابل اثبات است. عقلانیت دینی با نفی تلقی تصریحی یا قانع‌کننده از غایت تربیت، معیار ارزشمندی و سعادت را عقل مستند به وحی معرفی می‌کند، نه بنای عقلا و نه کارایی موجه؛ همچنین اتهام فقدان عقلانیت در تربیت دینی که منجر به شیوه تلقینی و نه تربیتی می‌شود، با پرداختن به معنای ایمانی تلقین، برطرف می‌شود.

تحقیقات گذشته عموماً صرفاً وجه ساختار و یا کارگزار را به تنهایی مورد توجه قرار داده‌اند و موضوع تناسب این دو رکن مغفول مانده است. پژوهش‌های پیشین در حوزه رفتاری بعضاً مناظر مختلف مالی رفتاری را در بر گرفته و به بررسی تأثیر دانش مالی رفتاری بر رفتار سرمایه‌گذاران پرداخته‌اند و در مواردی مشخصات جمعیتی سرمایه‌گذاران (سن، جنس، تحصیلات و تجربه) و نحوه اثر آن بر تصمیمات اقتصادی بررسی شده است. در حوزه پژوهش‌های مالی اسلامی، در مواردی با بیان ظرفیت‌های بازارهای مالی اسلامی، به تجزیه و تحلیل مصادیق این ظرفیت‌ها از جمله ابزارهای مالی اسلامی پرداخته شده است. همچنین بعضاً اصول و مبانی فعالیت بازار سرمایه اسلامی را مورد تحلیل قرار داده و چارچوبی برای بازار سرمایه ارائه داده‌اند و یا سازوکار نظام مالی اسلامی و سرمایه‌داری را بیان و مقایسه نموده‌اند. لکن با توجه به اهمیت دو وجه ساختار و کارگزار، لزوم تناسب هر

چه بیشتر این دو رکن به منظور ارائه الگوی مناسب برای هدف اصلی این پژوهش که همانا ساختار مالی کارآتر برای تأمین منابع مالی مردمی است، بررسی همزمان هر دو وجه را طلب می‌کند. بر این اساس در این پژوهش به هر دو وجه ساختار و کارگزار در اقتصاد به طور کل و مشخصاً در بازار سرمایه پرداخته شده است.

روش‌شناسی تحقیق

در این پژوهش مراحل تحقیق به دو مرحله تقسیم می‌شوند. مرحله اول، بررسی رابطه بین سوگیری‌های رفتاری و تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار بر اساس مفروضات اقتصاد رفتاری و با استفاده از روش معادلات ساختاری است. در مرحله دوم و در قالب یک پنل خبرگان، تناسب و سازگاری ساختار مالی اسلامی در بازار سرمایه با واقعیت رفتاری سرمایه‌گذاران با رویکرد نظریه‌پردازی داده‌بنیاد مورد بحث و تبادل نظر قرار گرفته است که مشروح مراحل به شرح ذیل خواهد آمد:



شکل ۱: مراحل و روش تحقیق

۱. تبیین واقعیت رفتاری سرمایه‌گذاران بازار سرمایه مبتنی بر مفروضات اقتصاد رفتاری با استفاده از روش معادلات ساختاری

در این تحقیق به تبیین رفتار سرمایه‌گذاران بازار سرمایه پرداخته شده و توصیف و توجیه رفتار آنها برای بهبود تأمین مالی جمعی مورد استفاده قرار خواهد گرفت. برای سنجش میزان تأثیر سوگیری‌های رفتاری (خطاهای شناختی) بر تصمیمات سرمایه‌گذاران، پرسشنامه استاندارد وجود ندارد؛ لذا پرسشنامه‌ای در این خصوص طراحی گردید. از دلایل استفاده

از روش معادلات ساختاری می‌توان به این مورد اشاره نمود که روش‌های آماری مقدماتی تنها تعداد محدودی از متغیرها را به‌طور همزمان به حساب می‌آورند که ناتوان از سروکارداشتن با نظریه‌های پیشرفته و پیچیده‌تر هستند؛ به عبارت دیگر به‌کارگیری تعداد کمی از متغیرها، برای فهم پدیده‌های پیچیده موجب محدودیت است.

۱-۱. فرضیات تحقیق

۱. خوداسنادی با تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه رابطه معنی‌داری دارد.
۲. آشناگرایی با تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه رابطه معنی‌داری دارد.
۳. فرااعتمادی با تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه رابطه معنی‌داری دارد.
۴. زیان‌گریزی با تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه رابطه معنی‌داری دارد.
۵. رویدادگرایی با تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه رابطه معنی‌داری دارد.

۲-۱. جامعه آماری و تعداد نمونه و روش نمونه‌گیری

بر اساس اطلاعات به‌دست‌آمده از سازمان بورس و اوراق بهادار، تعداد کدهای فعال در بازار بورس با توجه به تعریف از کدهای فعال، متغیر است. بررسی‌ها نشان می‌دهد کدهایی که با آن ۱۰ تا ۱۰۰ معامله در ماه انجام شده به حدود ۸۰ هزار کد بورسی می‌رسد (شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه). به علت بزرگی جامعه آماری و محدودیت‌های تحقیق، نمونه‌ای از جامعه که بیانگر خصوصیات کل جامعه باشد انتخاب می‌گردد و پرسشنامه در میان نمونه توزیع خواهد شد. برای تعیین نمونه آماری تحقیق حاضر از فرمول زیر (فرمول کوکران) استفاده می‌شود. نوع نمونه‌گیری نیز تصادفی طبقه‌بندی شده است.

$$n = ((z^2 pq)/d^2)/(1 + 1/N [(z^2 pq)/d^2 - 1])$$

طبق محاسبات صورت‌گرفته در این فرمول، تعداد ۳۸۲ پرسشنامه بین سرمایه‌گذاران

توزیع گردید.

۱-۳. طراحی پرسشنامه

برای طراحی پرسشنامه ابتدا فرضیات قابل اتکا را از دو منبع خبرگان بازار سرمایه شامل تعدادی از فعالان بازار سرمایه، مشاوران سرمایه‌گذاری، بازارگردانان، شرکت‌های کارگزاری و ... و متون تخصصی بررسی و سپس به استخراج سؤالات پرسشنامه و متغیرهای تحقیق اقدام گردید. بدیهی است در هر تحقیق امکان بررسی تمام متغیرها وجود ندارد؛ لذا به بررسی متغیرهایی پرداخته شد که از دیدگاه خبرگان این حوزه از عوامل رایج به حساب می‌آیند. سپس بر اساس سؤالات استخراج شده از متون تخصصی و مشورت با خبرگان، پرسشنامه‌ای طراحی گردید. پرسشنامه حاوی سؤالاتی در مورد سوگیرهای رفتاری و مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیری آنها می‌باشد. این پرسشنامه بر اساس طیف لیکرت و از کاملاً موافقم تا کاملاً مخالفم می‌باشد. در ادامه سؤالات پرسشنامه (متغیرهای مشاهده شده) و مؤلفه‌های مورد سؤال (متغیرهای پنهان) مربوط به آن ارائه شده است.

جدول ۱: پرسشنامه تحقیق و مؤلفه‌های مربوط به آن

ردیف	سؤالات	نوع سوگیری
۱	موفقیت‌های مالی من در بازار سرمایه به توانایی و مهارت‌های مالی من مرتبط است.	خوداسنادی
۲	نداشتن بازدهی مطلوب در سبد دارایی من به عوامل بیرونی بازار مرتبط است.	خوداسنادی
۳	انتخاب سهم خاص و بازدهی بالای آن را با توجه به دانش مالی و نه بخت و اقبال از قبل پیش‌بینی می‌کنم.	خوداسنادی
۴	برای سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه از دوستان نزدیک و مطلع مشورت می‌گیرم و به آنها اطمینان دارم.	آشناگرایی
۵	اطلاعات مورد نیاز برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری را از فضای مجازی و رسانه‌های عمومی به دست می‌آورم.	آشناگرایی
۶	به عنوان سرمایه‌گذار در بازار سرمایه، اطلاعات مورد نیاز را از هر منبعی به دست می‌آورم.	آشناگرایی
۷	من به تحلیل‌های خود چه از لحاظ بنیادی و چه تکنیکال اطمینان کامل دارم.	فرااعتمادی
۸	سطح اطلاعات من برای سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه کاملاً کفایت می‌کند.	فرااعتمادی

۹	با توجه به اعتمادی که نسبت به خود در شناخت پارامترهای بازار دارم، اقدام به سفارشات حجیم می‌کنم.	فرااعتمادی
۱۰	برای من حفظ سرمایه از کسب سود اولویت بیشتری دارد.	زیان‌گریزی
۱۱	در صورت زیان در سرمایه‌گذاری تا رسیدن به نقطه سر به سر سهام خود را نگهداری می‌کنم.	زیان‌گریزی
۱۲	احساس رنج بیشتری از زیان دارم تا لذت از سود.	زیان‌گریزی
۱۳	در خصوص اتفاقات آتی در بازار سرمایه به پیش‌بینی‌های خود باور دارم.	رویدادگرایی
۱۴	در صورت کاهش ارزش پرتفوی سرمایه‌گذاری من، مقصر اصلی دولت و قیمت‌گذاری‌های دستوری و سیاست‌های بانکی است.	رویدادگرایی
۱۵	اگر سبد سرمایه‌گذاری من با رشد قابل توجهی روبه‌رو شود به دلیل قدرت و صحت پیش‌بینی‌های خودم است.	رویدادگرایی
۱۶	در تصمیمات سرمایه‌گذاری کاملاً به صورت مستقل عمل می‌کنم.	رویدادگرایی
۱۷	سودآوری اوراق برای من بااهمیت‌ترین موضوع است.	تصمیم سرمایه‌گذاری (مبتنی بر بازده)
۱۸	در بازار بورس به دنبال سهام با زیان کم هستم.	تصمیم سرمایه‌گذاری (مبتنی بر بازده)
۱۹	مهم‌ترین معیار من برای سرمایه‌گذاری در بازار اوراق، بازده یا سود بالای آن نسبت به بازارهای موازی است.	تصمیم سرمایه‌گذاری (مبتنی بر بازده)
۲۰	تلاش می‌کنم بر سهام کم‌ریسک با شناوری بالا سرمایه‌گذاری نمایم.	تصمیم سرمایه‌گذاری (مبتنی بر ریسک)
۲۱	من در بازار سرمایه تنها بر تعداد کمی از اوراق سرمایه‌گذاری می‌کنم.	تصمیم سرمایه‌گذاری (مبتنی بر ریسک)
۲۲	به‌طورکلی از خطرات سرمایه‌گذاری در بورس آگاهی دارم.	تصمیم سرمایه‌گذاری (ریسک بنیادین)
۲۳	ریسک‌های کوتاه‌مدت و حوادث ناگهانی در بازار بر تصمیمات من در مورد سرمایه‌گذاری در بازار بورس تأثیر زیادی دارد.	تصمیم سرمایه‌گذاری (ریسک مزاحم)

۲. بررسی سازگاری ساختار مالی اسلامی با رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران با رویکرد نظریه پردازی داده‌بنیاد

منظور از نظریه پردازی داده‌بنیاد، نظریه‌ای است که مستقیماً از داده‌هایی استخراج شده است که در جریان پژوهش به‌طور منظم گردآمده و تحلیل شده‌اند. داده‌های مورد استفاده در این روش، ماهیتی کیفی داشته و بر خلاف روش‌های کمی که از طریق قیاس صورت می‌گیرند رویکردی استقرایی دارد. تحلیل داده‌هایی که به منظور تکوین نظریه گردآوری می‌شوند، با استفاده از «رمزگذاری نظری» انجام می‌شود. در این شیوه ابتدا رمزهای مناسب به بخش‌های مختلف داده‌ها اختصاص می‌یابد. این رمزها در قالب «مفهوم» تعیین می‌شوند که آن را رمزگذاری باز می‌نامند. سپس پژوهشگر با اندیشیدن در مورد ابعاد متفاوت این مقوله‌ها و یافتن پیوندهای میان آنها به «رمزگذاری محوری» اقدام می‌کند (مهرابی و همکاران، ۱۳۹۰، ص ۱۳)؛ به عبارت دیگر کدگذاری محوری، فرایند تبدیل مفاهیم به مقوله‌هاست. این کدگذاری به این دلیل محوری قلمداد می‌شود که حول محور یک مقوله تحقق می‌یابد. در این مرحله نظریه‌پرداز داده‌بنیاد، یک مفهوم از کدگذاری باز را انتخاب کرده و آن را در فرایندی که در حال بررسی آن است قرار می‌دهد و سپس، دیگر مفاهیم را به آن ربط می‌دهد. مرحله سوم از روش نظریه پردازی داده‌بنیاد، «کدگذاری انتخابی» است. این نوع کدگذاری فرایند یکپارچه‌سازی و بهبود مقوله‌هاست تا نظریه شکل بگیرد. در نهایت نظریه پردازی داده‌بنیاد به جای آزمون تئوری‌ها و مدل‌های ارائه‌شده، به طراحی مدلی جدید، بومی و برگرفته از متون اسلامی می‌پردازد (همان). در مرحله دوم، ابتدا با مطالعات عمیق در منابع و کتب اقتصاد اسلامی و تبیین نگاه فقهی اسلام در باب معاملات و طبقه‌بندی اصول و ضوابط اسلامی، در خصوص ارتباط این اصول و ضوابط عمومی با سوگیری‌های رفتاری و تناسب ساختار منبعث از این اصول با واقعیت رفتاری سرمایه‌گذاران با تعدادی از صاحب‌نظران و خبرگان این عرصه مصاحبه صورت گرفته است. نظرات مختلف خبرگان جمع‌آوری و در سه مرحله مورد طبقه‌بندی و بررسی قرار گرفتند. ابتدا به‌طور باز به هر داده کلیدواژه‌ای اختصاص یافت. آن‌گاه کلیدواژگان باز در مفاهیم محوری طبقه‌بندی شدند. در نهایت مفاهیم محوری در مقولات کلی قرار گرفتند. نتایج کدگذاری به‌طور خلاصه در جدول ۲ ارائه گردیده است.

جدول ۲: کدگذاری و الگوی ساختاری بازار سرمایه

کدگذاری انتخابی	کدگذاری محوری		کدگذاری باز		
	کد واژه	شناسه	کد واژه	نظرات	شناسه
الگوی بازار سرمایه اسلامی به عنوان ساختار متناسب یا واقعیت رفتاری سرمایه‌گذاران به منظور افزایش کارایی بازار پیشنهاد می‌گردد. $(R_{۴}+R_{۵}+R_{۶})$	اهمیت تناسب ساختار بازار سرمایه با ویژگی‌های رفتاری سرمایه‌گذاران $(R_{۴}+R_{۵})$	$R_{۴}$	ساختار بازار سرمایه/ ویژگی‌های رفتاری سرمایه‌گذاران/ اهداف بازار سرمایه اسلامی	تناسب ساختار با ویژگی‌های رفتاری سرمایه‌گذاران می‌تواند در اخذ تصمیمات افراد و حصول نتایج متفاوت تأثیرگذار باشد.	$R_۱$
			در بازار سرمایه ایران رفتار یک سرمایه‌گذار متناسب با ساختار بازار نیست و بالعکس.	$R_۲$	
			با ساختار کنونی بازار در مرحله اول باید به این نتیجه برسیم که آیا با توجه به ویژگی‌های انسان مسلمان ایرانی، بازار سرمایه فعلی یا اسلامی با ضوابط و اصول تعریف‌شده، سازگاری با انسان موصوف دارد یا خیر؟	$R_۳$	
			به دنبال سازگاری ساختار و سرمایه‌گذار هستیم. می‌بایست روشن شود که این سازگاری متناسب با کدام هدف است؟ (تربیت اسلامی، تأمین مالی کاراتر، مشارکت در تولید و ...) سپس ساختاری متناسب با آن هدف ترسیم نماییم.	$R_۴$	
			اگر بخواهیم از اهداف اقتصاد اسلامی صحبت کنیم، صرفاً صحبت از رشد اقتصادی، افزایش تولید و ... مطرح نیست، بلکه هدف مهم توازن اجتماعی و مباحث عدالت هم باید لحاظ شود.	$R_۵$	
			اساساً سازگاری مدنظر با هدف توسعه مشارکت عمومی و تأمین مالی تولید است. گرچه به صورت ضمنی مسائل تربیت اسلامی و احکام شریعت و ... هم دنبال می‌شود.	$R_۶$	
افزایش کارایی بازار و کاهش تبعات سوگیری‌های رفتاری	$R_{۵}$	کارایی بازار سرمایه/ طراحی ساختار بازار سرمایه/ بخش واقعی اقتصاد			

<p>الگوی بازار سرمایه اسلامی به عنوان ساختار متناسب یا واقعیت رفتاری سرمایه‌گذاران برای افزایش کارایی بازار پیشنهاد می‌گردد. ($R_4+R_5+R_6$)</p>	<p>سرمایه‌گذاران از منظر مالی اسلامی (R_4+R_5)</p>			<p>اگر سرمایه‌گذار را با مختصات رفتاری اش در نظر بگیریم، می‌بایست چه تغییراتی در بازار سرمایه بدهیم که این سوگیری‌های فرد سبب پایین آمدن کارایی بازار سرمایه نشود.</p>	R_6
				<p>بحث رفتن به سمتی که ساختار بازار، توان توسعه جامعه مسلمانان را از منظر دینی (رشد دینی آحاد جامعه) داشته باشد می‌تواند مطرح شود.</p>	R_8
				<p>اگر حداقل لازمه اسلامی بودن را تأمین مالی برای بخش واقعی اقتصاد بدانیم، آنچه از روایات و منابع برداشت می‌شود تضمین اینکه این مهم اتفاق بیفتد این است که سود سرمایه‌گذاران را تنها زمانی مشروع بدانیم که یا خود فرد فعال بخش واقعی اقتصاد باشد و یا به‌طور مستقیم با بخش واقعی در ارتباط باشند.</p>	R_9
				<p>اساساً بازیگران، متولیان و ذینفعان ساختن بازار با انگیزه‌هایی چون سوداگری در صورتی که این مزایای سفته‌بازی برداشته یا محدود شوند و این بازار صرفاً در اختیار بخش واقعی اقتصاد باشد، آیا این بازار کماکان جذابیت لازم را برای آنها دارد و آیا می‌توان این ساختار را با ویرایش‌ها و اصلاحات جزئی اصلاح کرد؟</p>	R_{10}
				<p>به نظر می‌توان بازار فعلی را با ویرایش‌هایی اسلامی نمود؛ یعنی طوری سیستم را طراحی کنیم که تضمین کند سود از بخش فعالیت اقتصادی واقعی به فرد برسد.</p>	R_{11}
				<p>پیشنهاد این است که در گام اول الگوی</p>	R_{12}

<p>الگوی بازار سرمایه اسلامی به عنوان ساختار متناسب یا واقعیت رفتاری سرمایه‌گذاران به منظور افزایش کارایی بازار پیشنهاد می‌گردد. ($R_{۴}+R_{۵}+R_{۶}$)</p>				<p>ساختاری مطلوب فقهی و مکتبی برای بازار سرمایه مطرح شود. مثل اینکه مکتب می‌گوید: بازار سرمایه باید در راستای رشد تولید باشد؛ بازار باید با بخش واقعی اقتصاد در ارتباط باشد؛ تبیین مباحث فقهی مثل مالکیت سهم و ...</p>	
				<p>رویکرد اقتصاد اسلامی این‌گونه نیست که رفتار سرمایه‌گذار در جامعه را بپذیرد و بخواهد متناسب با آن ساختار ارائه دهد و بگوید که رفتار افراد اصل است و ساختار باید طبق آن طراحی شود؛ بلکه ساختاری که مدنظر اسلام است اصل قرار گرفته و با در نظر گرفتن رفتار افراد - و نه پذیرش آن - اصلاحات و به‌روزرآوری در آن ایجاد و ساختاری را پیشنهاد بدهد که عملکرد بازیگران درون این ساختار موجبات تقویت افراد، رشد تولید، بهبود اقتصاد و ... را فراهم آورد.</p>	$R_{۳}$
				<p>نحوه طراحی اسلام در قلمرو نظام اقتصادی به نحوی است که با فروض ناعقلانیت مطرح‌شده در اقتصاد رفتاری سازگار است.</p>	$R_{۴}$
<p>تدابیر اسلام برای کاهش تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر</p>		$R_{۶}$	<p>رویکرد اسلام به تفکر و فعالیت / همسویی اقتصاد رفتاری و اقتصاد اسلامی در نقد و نقض انسان عقلایی / اصول و ضوابط عمومی باب معاملات / اهداف خیرخواهانه شرع مقدس در باب معاملات / تأثیر و</p>	<p>بخشی از اصول و ضوابط مالی اسلام با هدف تفکر انسان و کسب انتفاع از فعالیت‌های اقتصادی مبتنی بر اخلاقیت هستند؛ همچون طراحی‌های مبتنی بر حرمت ربا</p>	$R_{۵}$
				<p>اسلام بخشی از اصول و ضوابط دیگر را طراحی نموده است تا بتواند از خطا و اشتباه افراد و به تبع آن ضرر و زیان آنها جلوگیری نماید. مثل ممنوعیت اکل مال به باطل، ممنوعیت غرر و ...</p>	$R_{۶}$

<p>الگوی بازار سرمایه اسلامی به عنوان ساختار متناسب یا واقعیت رفتاری سرمایه‌گذاران به منظور افزایش کارایی بازار پیشنهاد می‌گردد. ($R_{۴}+R_{۳}+R_{۶}$)</p>	<p>کارایی بازار سرمایه ($R_{۴}+R_{۳}$)</p>	<p>تأثیر اصول و ضوابط باب معاملات و تبعات سوگیری‌ها</p>	<p>$R_{۷}$</p> <p>نگاه اسلام به فرد این‌گونه است که از سویی اجازه نمی‌دهد انسان فکر نکند و از نعمت قوه عاقله و عقل معاش و خلاقیت استفاده ننماید و او را به تفکر وا می‌دارد، از آن‌طرف هم می‌گوید لزوماً هر آنچه انسان فکر می‌کند صحیح نیست.</p>
			<p>$R_{۸}$</p> <p>بخشی از سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران تحت تأثیر محدودیت‌های اسلامی است. در جامعه اسلامی که فرض بر مسلمان بودن فرد است و فرضاً که عواقب معامله ربوی را می‌داند و لذا از این جهت کمتر در معرض سوگیری‌ها قرار می‌گیرد.</p>
			<p>$R_{۹}$</p> <p>می‌بایست تبیین گردد سوگیری‌ها چگونه و با چه مکانیسمی سبب ناکارایی بازار سرمایه می‌شوند و بعد مشخص شود که اسلام برای این موارد چه تدابیری اندیشیده است که اساساً مانع از تأثیر سوگیری‌ها بر کارایی بازار شود.</p>
			<p>$R_{۱۰}$</p> <p>با تبیین این اصول و قواعد اسلامی می‌توان الگوی مطلوب را مطرح کرد و بعد وضع موجود را ذیل آن بررسی و تفاوت‌ها و انحرافاتش را به عنوان مسئله مطرح و برای رفع این انحرافات و مسائل و لحاظ نمودن سوگیری‌های رفتاری یک سری راهکارهایی را ارائه داد.</p>
			<p>$R_{۱۱}$</p> <p>اگرچه با ضوابط و اصول اسلام، ممکن است عملاً در مسیر سودهای کلان بدون ضابطه، محدودیت‌هایی ایجاد شود، لکن به تناسب با کاهش ریسک‌ها به واسطه همان اصول (لاغرر، لاضرر و ...) که</p>

<p>الگوی بازار سرمایه اسلامی به عنوان ساختار متناسب یا واقعیت رفتاری سرمایه‌گذاران به منظور افزایش کارایی بازار پیشنهاد می‌گردد. ($R_{۲۴}+R_{۲۵}+R_{۲۶}$)</p>				<p>خود را در ابزارها (بیمه و تضمین غیرمستقیم سود مشارکت در فعالیت‌های اقتصادی) در واقع اعتماد به بازار برمی‌گردد و برای قاطبه ریسک‌گریز جامعه می‌توان با ارائه راهکارها، ابزارها و تسهیلات قانونی رغبت بیشتری برای ورود به بازار برای مردم ایجاد کنیم.</p>	
				<p>در خصوص جامعه مسلمان ایران این فرضیه مطرح می‌شود که ما می‌توانیم سوگیری‌های رفتاری را با محدودیت‌ها و اصول منبث از احکام و آموزه‌های اسلامی مدیریت نماییم؛ مثلاً در بحث معاملات ربوی اگرچه انتفاع به هر طریقی مورد قبول نیست و لذا از انسان ماکزیمایزر سود فاصله می‌گیریم، لکن تبعات آن به مراتب از تبعات سرمایه‌گذاری متأثر از سوگیری‌های رفتاری کمتر است.</p>	R _{۲۲}
				<p>مبانی مالی اسلامی اگرچه ممکن است محدودیت‌هایی در کسب سود ایجاد نماید، اما به تبع موجبات کاهش ریسک را هم به همراه دارد و سبب می‌شود یک مشارکت مستمر قابل قبولی در بازار داشته باشیم.</p>	R _{۲۳}

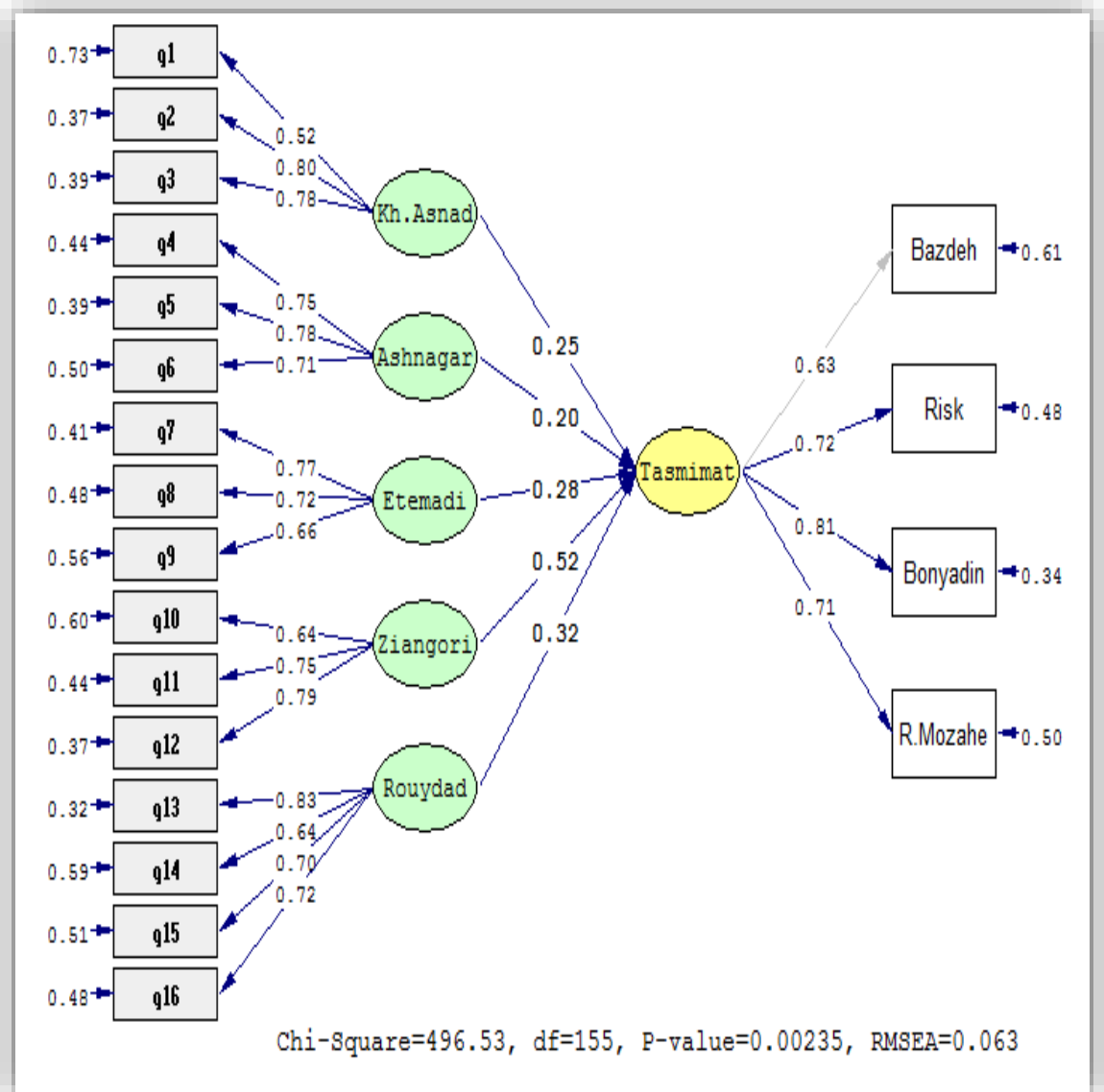
برآورد مدل و تحلیل نتایج

۱. نتایج مدل معادلات ساختاری

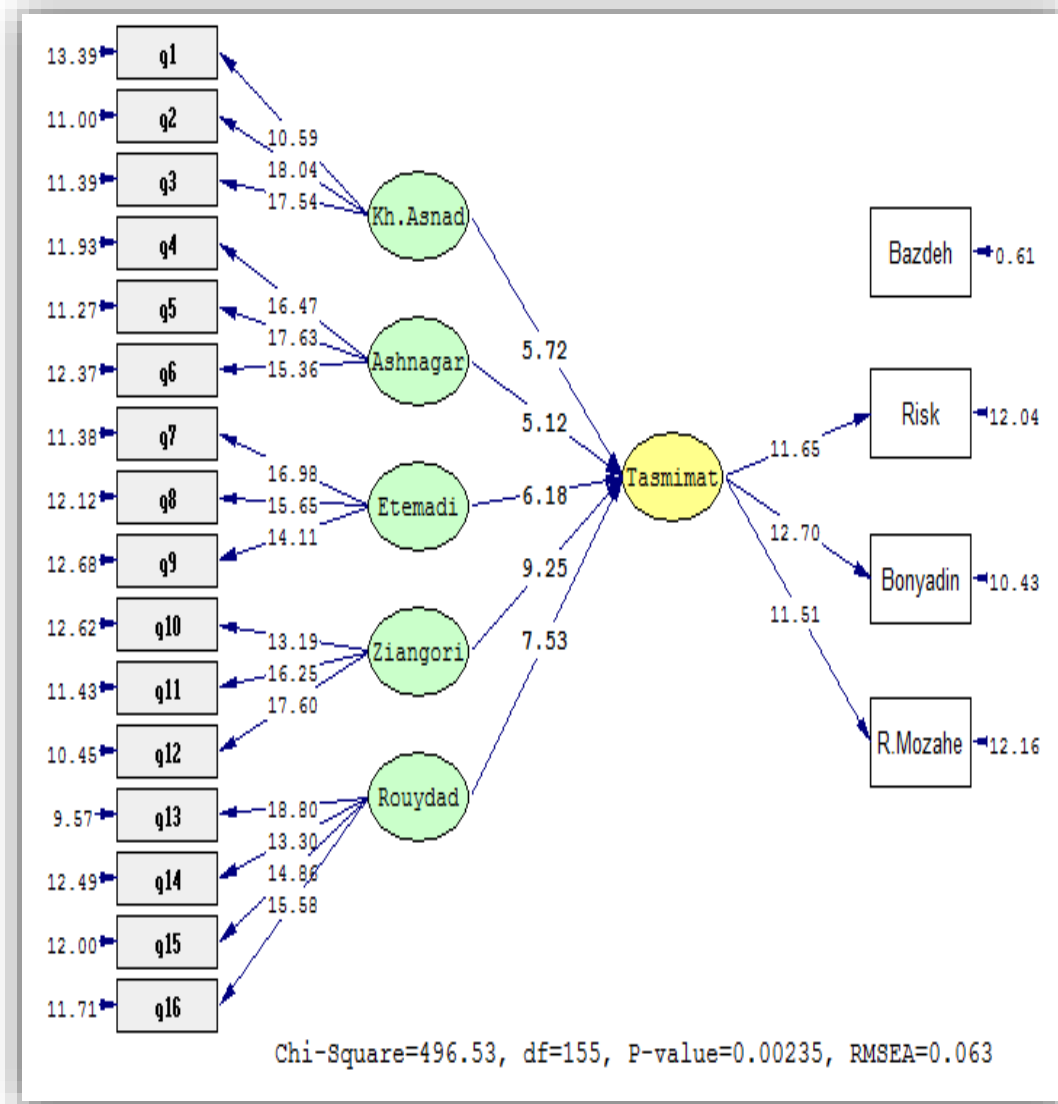
برای تجزیه و تحلیل اطلاعاتی که از طریق ابزار پرسشنامه گردآوری گردیدند، از روش معادلات ساختاری و نرم‌افزار Lisrel استفاده می‌شود. مدل معادلات ساختاری یک ساختار علی خاص بین مجموعه‌ای از سازه‌های غیرقابل مشاهده است. در تحلیل عاملی متغیرهایی که یک متغیر پنهان (عامل) را می‌سنجند، باید با آن عامل، بار عاملی بالا و با سایر عامل‌ها، بار عاملی پایین داشته باشند. از آزمون آماری کولموگروف - اسمیرنوف و شاخص‌های کجی و کشیدگی جهت تعیین وضعیت توزیع داده‌ها (نرمال بودن) استفاده شد. جهت بررسی معنادار بودن رابطه بین متغیرها از آماره آزمون t یا همان t -value استفاده می‌شود. چون معناداری در سطح خطای ۰,۰۵ بررسی می‌شود، بنابراین اگر میزان بارهای عاملی مشاهده شده با آزمون t -value از ۱,۹۶ کوچک‌تر محاسبه شود، رابطه معنادار نیست و در نرم‌افزار لیزرل با رنگ قرمز نمایش داده خواهد شد. روابط بین متغیرها با آزمون همبستگی پیرسون آزمون شد، روایی و پایایی پرسشنامه با تکنیک تحلیل عاملی تأییدی بررسی گردید و مدل پژوهش با روش آماری مدلسازی معادلات ساختاری آزمون شد.

۱-۱. آزمون مدل

شکل ۲ مدل تحقیق را در حالت ضرایب استاندارد شده و شکل ۳ مدل تحقیق را در حالت معنی داری (مقدار t) نشان می‌دهد. نتایج آزمون مدل در جدول ۳ ارائه شده است.



شکل ۲: مدل تجربی پژوهش در حالت ضرایب مسیر استاندارد



شکل ۳: مدل تجربی پژوهش در حالت معنی‌داری (مقدار تی)

۲-۱. نتایج آزمون مدل ساختاری

در جدول ۳ نتایج آزمون مدل ساختاری گزارش شده است. نتایج آزمون مدل‌سازی معادلات ساختاری نشان داد همه روابط تأیید شده است ($p < 0/05$).

جدول ۳: نتایج آزمون مدل‌سازی معادلات ساختاری (جدول ضرایب)

نتیجه	مقدار p	مقدار t	ضریب استاندارد	نوع رابطه
تأیید	< ۰/۰۰۱	۵/۷۲	۰/۲۵	تأثیر خوداسنادی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران
تأیید	< ۰/۰۰۱	۵/۱۲	۰/۲۰	تأثیر آشناگرایی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران
تأیید	< ۰/۰۰۱	۶/۱۸	۰/۲۸	تأثیر فراعتمادی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران
تأیید	< ۰/۰۰۱	۹/۲۵	۰/۵۲	تأثیر زیان‌گریزی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران
تأیید	< ۰/۰۰۱	۷/۵۳	۰/۳۲	تأثیر رویدادگرایی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران

آزمون مدل‌سازی معادلات ساختاری در خصوص مفروضات مدنظر نشان داد که: خوداسنادی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران تأثیر دارد ($p < ۰/۰۵$). جهت تأثیر مثبت و شدت تأثیر برابر با ۰/۲۵ است.

آشناگرایی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران تأثیر دارد ($p < ۰/۰۵$). جهت تأثیر مثبت و شدت تأثیر برابر با ۰/۲۰ است.

فراعتمادی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران تأثیر دارد ($p < ۰/۰۵$). جهت تأثیر مثبت و شدت تأثیر برابر با ۰/۲۸ است.

زیان‌گریزی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران تأثیر دارد ($p < ۰/۰۵$). جهت تأثیر مثبت و شدت تأثیر برابر با ۰/۵۲ است.

رویدادگرایی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران تأثیر دارد ($p < ۰/۰۵$). جهت تأثیر مثبت و شدت تأثیر برابر با ۰/۳۲ است.

۲. نتایج حاصل از پنل خبرگان

در پنل خبرگان با حضور تعدادی از صاحب‌نظران مالی و اقتصادی به منظور پیشنهاد ساختاری متناسب با خصوصیات رفتاری سرمایه‌گذاران، فرض بر این گرفته شد که نحوه طراحی اسلام در قلمرو ساختارهای مالی - اقتصادی به نحوی است که با فروض ناعقلانیت مطرح شده در اقتصاد رفتاری (نظریه انتخاب عقلایی) سازگار است؛ چراکه انسان مسلمان معتقد به مبانی

دینی، صرفه و سود حاصل از معاملات به هر طریقی علی‌الخصوص کسب مال نامشروع را نمی‌پذیرد و کلیت این رفتار با انسان عقلایی حسابگر در تضاد است. به عنوان خروجی پیل خبرگان با استفاده از تئوری داده‌بنیاد و با بهره‌گیری از کد واژه‌های استخراج شده، به بررسی تناسب بازار سرمایه اسلامی با رفتار واقعی سرمایه‌گذاران پرداخته شد و نتیجتاً نحوه تأثیرگذاری اصول و ضوابط عمومی باب معاملات بر سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران به شرح جدول زیر تبیین گردید:

جدول ۴: تأثیرپذیری تبعات سوگیری‌های رفتاری از اصول و ضوابط عمومی باب معاملات

نحوه اثر ضوابط عمومی باب معاملات بر سوگیری‌های رفتاری	
<p>آشناگرایی</p> <p>نحوه اثر ضابطه ممنوعیت ضرر و ضرار بر سوگیری آشناگرایی</p> <p>سوگیری آشناگرایی، قضاوت‌ها و ارزیابی‌هایی را موجب می‌شود که عمدتاً بر اساس اطلاعاتی شکل می‌گیرد که به سهولت در دسترس است، نه لزوماً اطلاعات کامل، عینی یا واقعی. از آنجاکه تبعات سوگیری آشناگرایی می‌تواند به ضرر و زیان سرمایه‌گذار منجر شود، رعایت حرمت قاعده ضرر و ضرار سبب مراقبت بیشتر فرد نسبت به عوامل ایجاد این سوگیری می‌شود و به دنبال آن، نسبت به ضرر و زیان عمدتاً مالی مصونیت ایجاد می‌نماید.</p>	
<p>خوداسنادی</p> <p>نحوه اثر ضابطه ممنوعیت ضرر و ضرار بر سوگیری خوداسنادی</p> <p>سوگیری خوداسنادی اشاره به گرایش افراد در نسبت‌دادن موفقیت‌هایشان به ویژگی‌های ذاتی خود مانند استعداد یا بصیرت دارد؛ درحالی‌که غالباً شکست‌های خود را در عوامل بیرونی مثل شانس بد می‌دانند. چنین رویکردی عملاً فرصت پذیرش و جبران اشتباهات را از فرد سلب نموده و تکرار اشتباهات و عدم توجه به اصلاح رویه‌ها سبب ضرر و زیان فرد در تصمیمات مالی خود می‌شود. این ضرر و زیان علاوه بر خود فرد می‌تواند به طرفین دیگر معامله و یا سایر ذینفعان نیز آسیب وارد رساند. به اقتضای قاعده لاضرر و لاضرار، آن گروه از معاملات عقلایی که اصل معامله یا یکی از اوصاف معامله یا نبود شرطی در معامله منتهی به ضرر خود یا دیگری شود از نظر شرع حرام و ضمان‌آور است؛ لذا توجه به اصل ممنوعیت ضرر و ضرار در معاملات موجب می‌شود سرمایه‌گذار با احتیاط بیشتری نسبت به انجام معاملات مالی اقدام و علاوه بر تقویت مهارت‌های ذاتی و اکتسابی خود، در جهت مدیریت تبعات عوامل بیرونی اقدام نموده و واقع‌بینانه علل و عوامل شکست یا موفقیت‌های مالی را شناسایی نماید و این به معنای تأثیرگذاری التزام به قاعده فقهی لاضرر و لاضرار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری فرد از منظر سوگیری خوداسنادی است.</p>	<p>ممنوعیت ضرر و ضرار</p>

<p>نحوه اثر ضابطه ممنوعیت ضرر و ضرار بر سوگیری فرائعتمادی</p> <p>فرائعتمادی یا اعتماد بیش از حد به خود یک اعتقاد بی‌اساس در مورد توانایی‌های شناختی، قضاوت‌ها و استدلال شهودی فرد خلاصه می‌شود. همچنین افراد در معرض این سوگیری در تخمین احتمالات، عملکردی ضعیف دارند و رویدادهایی را که حتمی می‌دانند، غالباً دارای احتمال وقوع بسیار کمتر از ۱۰۰ درصد است. در بسیاری از موارد فرد دچار اشتباه محاسباتی ناشی از این خطای شناختی شده و بسته به نوع و حجم معامله متحمل خسارات سنگینی می‌شود. طبیعتاً در صورتی که فرد از تبعات تصمیمات خود مطلع باشد نسبت به اتخاذ تصمیماتش محتاطانه‌تر عمل خواهد نمود. شرع مقدس اسلام با در نظر گرفتن ظرفیت‌های وجودی انسان و اینکه به هر شکل احتمال خطا و اشتباه در تصمیمات بشر وجود دارد، با تبیین قاعده نفی ضرر به عنوان یکی از ضوابط عمومی اکثر ابواب فقه به‌ویژه باب معاملات، سعی در کاهش تبعات تصمیمات بعضاً اشتباه انسان دارد و یکی از زمینه‌های این اشتباهات مالی سوگیری فرائعتمادی می‌باشد.</p>	<p>فرائعتمادی</p>	
<p>نحوه اثر ضابطه ممنوعیت ضرر و ضرار بر سوگیری زیان‌گریزی</p> <p>از نظر روانی امکان وقوع زیان به عنوان یک محرک به‌طور متوسط دو برابر امکان کسب سودی به همان میزان در تصمیم افراد مؤثر است. به بیانی دیگر، یک شخص زیان‌گریز ممکن است به ازای هر دلاری که سرمایه‌گذاری کرده و در معرض ریسک قرار می‌دهد، حداقل سود دو دلاری طلب کند. در این سناریو ریسک‌هایی که دو برابر نمی‌پردازند، قابل قبول نیستند. طبق قاعده لاضرر و لاضرار، آن گروه از معاملات عقلایی که اصل معامله یا یکی از اوصاف معامله یا نبود شرطی در معامله منتهی به ضرر خود یا دیگری شود از نظر شرع حرام و ضمان‌آور است؛ از این‌رو با تطبیق چارچوب معاملات با مختصات معاملات مشمول این قاعده، می‌توان از زیان‌گریزی افراطی سرمایه‌گذار ممانعت به وجود آورد.</p>	<p>زیان‌گریزی</p>	
<p>نحوه اثر ضابطه ممنوعیت ضرر و ضرار بر سوگیری رویدادگرایی</p> <p>در رویدادگرایی معمولاً افراد فاقد تفکر مستقل در سرمایه‌گذاری هستند. رویدادگرایی زمانی رخ می‌دهد که افراد بتوانند آینده را پیش‌بینی کنند. در رویدادگرایی سرمایه‌گذاران عملکرد بازار را نرمال تصور می‌کنند. شرع مقدس اسلام تنها آن گروه از معاملات و مبادلات را تأیید می‌کند که اصل معامله، اطلاق معامله یا شرایط معامله سبب ضرر و ضرار نشود؛ لذا از این جهت هوشیاری سرمایه‌گذار در تشخیص موقعیت‌های ضرر و زیان می‌تواند سرمایه‌گذار را در قرار گرفتن در موقعیت‌های سرمایه‌گذاری مطمئن‌تر یاری رساند.</p>	<p>رویدادگرایی</p>	
<p>نحوه اثر ضابطه ممنوعیت اکل مال به باطل بر سوگیری آشناگرایی</p> <p>سوگیری آشناگرایی، قضاوت‌ها و ارزیابی‌هایی را موجب می‌شود که عمدتاً بر اساس اطلاعاتی شکل می‌گیرد که به سهولت در دسترس است؛ نه لزوماً اطلاعات</p>	<p>آشناگرایی</p>	

<p>کامل، عینی یا واقعی. قاعده ممنوعیت اکل مال به باطل با تبیین مصادیق مال باطل و تأکید بر شفافیت و ضرورت آگاهی سرمایه‌گذاران از تبعات تصمیمات، ضمن تأکید بر لزوم اتکا به منابع اطلاعاتی صحیح و نه لزوماً سهل‌الوصول از جانب سرمایه‌گذاران، ساختار شفاف و بدون تبعیض برای منابع اطلاعاتی توصیه و محدودیت‌های شرعی برای عرضه‌کنندگان اطلاعات در نظر می‌گیرد. نتیجتاً این ضابطه موجبات کاهش تبعات سوگیری آشناگرایی را فراهم می‌آورد.</p>		
<p>نحوه اثر ضابطه ممنوعیت اکل مال به باطل بر سوگیری خوداستنادی</p> <p>ضابطه ممنوعیت اکل مال به باطل، فراتر از تقسیم‌بندی عوامل ذاتی و عوامل بیرونی شکست یا موفقیت، با ترسیم چارچوبی برای تمییز معاملات صحیح از باطل، اساساً یک اطمینان و ایمنی برای تصمیمات سرمایه‌گذاری ایجاد می‌نماید تا اتکای فرد به توانمندی‌های ذاتی محدود نگردد و مواجهه فرد با عوامل بیرونی خارج از کنترل نیز مدیریت شود و از این طریق تبعات سوگیری خوداستنادی را به حداقل می‌رساند.</p>	<p>خوداستنادی</p>	<p>ممنوعیت اکل مال به باطل</p>
<p>نحوه اثر ضابطه ممنوعیت اکل مال به باطل بر سوگیری فراعتمادی</p> <p>از آنجاکه چنین سوگیری نه تنها می‌تواند خود فرد را در تصمیمات سرمایه‌گذاری دچار اشتباه محاسباتی نماید، بلکه در مواردی فرد به واسطه همین اعتماد بیش از حد به خود اقدام به مشاوره و تجویز برای دیگران نیز می‌نماید؛ لذا قاعده حرمت اکل مال به باطل ضمن ممانعت از تبعات این سوگیری از حیث معامله همراه با ضرر و زیان برای خود فرد و هدایت فرد به احتیاط بیشتر و پذیرش ریسک‌های محتمل در انجام معاملات، از تضييع حقوق دیگران به واسطه مشاوره‌های تحت تأثیر این سوگیری جلوگیری می‌نماید.</p>	<p>فراعتمادی</p>	
<p>نحوه اثر ضابطه ممنوعیت اکل مال به باطل بر سوگیری زیان‌گریزی</p> <p>تحت تأثیر سوگیری زیان‌گریزی، تمایل افراد به پرهیز از زیان، بیشتر از کشش آنها به سمت کسب سود است. رفتار ریسک‌طلبی در دامنه زیان‌ها و رفتار ریسک‌گریزی در دامنه سودها حاکم است. سوگیری زیان‌گریزی از این منظر که نتیجتاً می‌تواند به ضرر و زیان سرمایه‌گذار منجر شود از مصادیق اکل مال به باطل به حساب آمده و لذا ضابطه حرمت اکل مال به باطل می‌تواند در تقویت قدرت تصمیم‌گیری منعطف و با تعدیل زیان‌گریزی‌های مفرط به تحقق تحصیل منفعت حلال که از اهداف اساسی سرمایه‌گذاری است، کمک نماید.</p>	<p>زیان‌گریزی</p>	
<p>نحوه اثر ضابطه ممنوعیت اکل مال به باطل بر سوگیری رویدادگرایی</p> <p>پس از سپری شدن مدتی از وقوع یک رویداد، افراد دچار سوگیری رویدادگرایی، تمایل دارند که این رویداد را قبل از وقوع پیش‌بینی کرده‌اند. فارغ از اینکه چه میزان در پیش‌بینی‌های خود موفق بوده‌اند، این اتکا به پیش‌بینی و عدم تمایل به تصمیم‌گیری به‌موقع، علاوه بر اینکه خود فرد را متوجه خساراتی می‌نماید، بعضاً</p>	<p>رویدادگرایی</p>	

<p>اطرفیانی که تحت تأثیر این تصمیمات قرار دارند اعم از سایر سرمایه‌گذاران در ارتباط با فرد و یا ذینفعان فعالیت‌های اقتصادی فرد همچون اعضای خانواده را نیز متضرر می‌سازد. از این منظر، حرمت اکل مال به باطل چون معاملاتی را که موجب تضییع حقوق دیگران می‌شود و نیز معاملاتی که با ضرر و زیان همراه است را منع می‌نماید می‌تواند به تعدیل این سوگیری کمک شایانی نماید.</p>		
<p>نحوه اثر ضابطه ممنوعیت ربا بر سوگیری آشناگرایی</p> <p>افرادی که تحت تأثیر این نوع سوگیری قرار دارند، احتمالاً تحت تأثیر تعداد زیادی از اطلاعات قرار دارند. اطلاعاتی که بعضاً پیشنهاد سرمایه‌گذاری‌های کم‌ریسک و پربازده‌ای را می‌دهند که نه تنها جمع این نقیضین به ندرت رخ می‌دهد، بلکه عملاً چنین فعالیت‌هایی در زمره فعالیت‌های ربوی تعریف می‌گردند؛ درحالی‌که ربا و بهره در تاروپود اقتصاد سرمایه‌داری حضور دارد و به اشکال مختلف اوراق قرضه، سپرده‌ها، وام‌ها و اعتبارات بانکی، کارت‌های اعتباری و ... در همه ابعاد اقتصاد جریان دارد، اسلام با شدت تمام از آن نهی کرده، از گناهان کبیره شمرده و مرتکب شونده آن را نه تنها به عقاب دردناک اخروی بیم داده، به مبارزه دنیوی نیز تهدید کرده است؛ لذا توجه به این مقوله، سرمایه‌گذار را از سرمایه‌گذاری در چنین موقعیت‌هایی باز داشته، تبعات این سوگیری را کاهش می‌دهد.</p>	<p>آشناگرایی</p>	
<p>نحوه اثر ضابطه ممنوعیت ربا بر سوگیری خوداسنادی</p> <p>نگاه اسلام به فرد این‌گونه است که اجازه نمی‌دهد انسان فکر نکند و از نعمت قوه عاقله و عقل معاش و خلاقیت استفاده ننماید - که این خلاقیت با ربا از بین می‌رود چراکه پولی می‌دهد و سودش را می‌گیرد - لذا ربا را ممنوع کرد تا جلوی عدم تفکر اقتصادی را بگیرد. سرمایه‌گذار تحت تأثیر سوگیری خوداسنادی بعضاً با مدل‌های ذهنی غیرمنعطف و با استناد به داشته‌های خود اقدام به سرمایه‌گذاری در معاملات ربوی می‌نماید که در مواردی خسران و ضرر را متحمل می‌گردد؛ لذا با عنایت به قاعده حرمت ربا می‌توان به کاهش تبعات این سوگیری امیدوار بود.</p>	<p>خوداسنادی</p>	
<p>نحوه اثر ضابطه ممنوعیت ربا بر سوگیری فرائعتمادی</p> <p>هنگام برآورد ارزش عایدی یک سرمایه، سرمایه‌گذاران بیش از حد مطمئن درصد انحراف بسیار پایینی را برای طیف بازده‌های مورد انتظار در نظر می‌گیرند؛ مفهوم ضمنی چنین رفتاری این است که سرمایه‌گذاران ریسک از دست‌دادن اصل سرمایه را کمتر از واقع برآورد می‌کنند. به کرات اتفاق افتاده است که سرمایه‌گذاران اصل پول خود را که در اختیار شخص دیگری قرار داده و انتظار سود بدون ریسک را می‌کشند، در اصل و فرع سرمایه متضرر گشته‌اند؛ لذا در این موارد و موارد متعدد دیگری حرمت ربا به عنوان یک بازدارنده قوی در خصوص کاهش تبعات سوگیری فرائعتمادی عمل می‌نماید.</p>	<p>فرائعتمادی</p>	<p>ممنوعیت ربا</p>

	<p>نحوه اثر ضابطه ممنوعیت ربا بر سوگیری زیان‌گریزی</p> <p>افراد زیان‌گریز زمانی که سرمایه‌گذاری‌های خود را رو به رشد و ترقی می‌بینند با شتاب عمل می‌کنند؛ چراکه می‌ترسند بازار به‌طور معکوس عمل کرده و سودهای آنها را از بین ببرد. مسئله‌ای که در اینجا وجود دارد، این است که محروم‌شدن پیش از موعد به منظور حفظ سود، پتانسیل افزایش قیمت را محدود می‌سازد. طراحی‌های مبتنی بر حرمت ربا با هدف تفکر انسان و کسب انتفاع از فعالیت‌های اقتصادی مبتنی بر خلاقیت، ضمن ممانعت از آلودگی سرمایه‌گذاران به معاملات ربوی با تشویق به تفکر و استعانت از قوه عاقله و پرهیز از تعجیل و ریسک‌گریزی بیش از حد، می‌تواند تا حدودی بر کنترل تبعات سوگیری زیان‌گریزی اثرگذار باشد.</p>
	<p>نحوه اثر ضابطه ممنوعیت ربا بر سوگیری رویدادگرایی</p> <p>افرادی با این ویژگی بر یک نوع دارایی سرمایه‌گذاری می‌کنند، سپس اطلاعات کاملاً مثبت، کاملاً منفی و یا خنثی را در مورد این سرمایه‌گذاری جمع‌آوری می‌کنند. پمپاژ اطلاعات همسو با طبع سرمایه‌گذاران و سیگنال‌گیری‌های غیرمنطقی سرمایه‌گذاران موجب پیش‌بینی‌های غیرمنطقی و بعضاً استقراض با بهره برای سرمایه‌گذاری در یک موقعیت به‌زعم سرمایه‌گذار جذاب می‌شود. یا گاهی سپردن سرمایه به سرمایه‌پذیران ناهل می‌تواند به انعقاد معاملات ربوی و تضرر سرمایه‌گذار مبتنی بر اعتماد به قوه تحلیل فرد سرمایه‌پذیر منجر شود. رعایت حرمت ربا در این خصوص می‌تواند کمک‌کننده و مؤثر باشد.</p>
	<p>نحوه اثر ضابطه ممنوعیت غرر بر سوگیری آشناگرایی</p> <p>در آشناگرایی افراد اغلب نتایج را بر اساس چگونگی اتفاقات خود در زندگی تخمین می‌زنند. در هر صورت انسان در فرایند تفکر و تعقل گاهی دچار خطا و اشتباه می‌شود. گاهی به واسطه اضطراب، عجله، فضای محیطی، توصیه دیگران و ... تصمیمات اشتباهی می‌گیرد؛ لذا نظام اسلامی با توجه به این خصوصیات سرمایه‌گذاران حرمت غرر را مطرح نموده تا بتواند از خطا و اشتباه افراد و به تبع آن ضرر و زیان آنها جلوگیری نماید. ضمن اینکه اشخاص مغرض را که قصد خدعه و نیرنگ در معاملات دارند، ارعاب کرده و انذار می‌دهد.</p>
<p>ممنوعیت غرر</p>	<p>خوداسنادی</p> <p>نحوه اثر ضابطه ممنوعیت غرر بر سوگیری خوداسنادی</p> <p>ممنوعیت غرر از جمله ضوابطی است که در شرایطی که سرمایه‌گذار علیرغم تفکر بازهم دچار خطا می‌شود، از این موضوع ممانعت می‌نماید. پیامبر اکرم <small>صلی الله علیه و آله</small> با بیان «نهی النبی عن بیع الغرر»، در صدد تنظیم روابط معاملی بین انسان‌هاست، می‌خواهد آن گروه از بیع‌ها را که در اثر خدعه، غفلت و جهالت یا هر عامل دیگری صفت غرری پیدا می‌کنند و مال یکی از طرفین معامله یا هر دو را در معرض هلاکت و نابودی قرار می‌دهند، از دایره بیع‌های مجاز خارج کرده و حکم</p>

<p>به فساد آنها کند. غفلت و جهالت از نمودهای خوداسنادی بوده و حرمت غرر موجبات کاهش تبعات سوگیری خوداسنادی را فراهم می‌آورد.</p>		
<p>نحوه اثر ضابطه ممنوعیت غرر بر سوگیری فرائعتمادی</p> <p>سرمایه‌گذاران برای تصمیم سرمایه‌گذاری در یک موقعیت خاص، اغلب انتظار زیان را نادیده می‌گیرند و بعداً در صورتی که سرمایه‌گذاری عملکرد ضعیفی داشته باشد احساس تعجب یا نارضایتی می‌کنند. این افراد غالباً معاملات پرحجمی انجام می‌دهند و صاحب پرتفوهایی می‌شوند که به اندازه کافی متنوع نیست. اگر میزان خطر و احتمال خسارت به اندازه‌ای باشد که عرف وقتی متوجه شود، ترتیب اثر نمی‌دهد، چنین خطری غرر به حساب نمی‌آید. و سبب فساد معامله نمی‌شود؛ اما اگر خطر به حدی باشد که آن را خطری بااهمیت دانسته و از آن اجتناب کند، چنین خطری غرر بوده و موجب بطلان معامله می‌شود؛ لذا ممنوعیت غرر به عنوان مانعی می‌تواند تبعات سوگیری فرائعتمادی و نادیده‌گرفتن پتانسیل‌های زیان را محدود سازد.</p>	<p>فرائعتمادی</p>	
<p>نحوه اثر ضابطه ممنوعیت غرر بر سوگیری زیان‌گریزی</p> <p>لازم است ذکر شود در شرایط ابهام و نقصان اطلاعات در تشخیص معاملات غرری به اعتقاد غالب فقها، معیار قضاوت عرف است؛ لذا از جمله مدارک و منابع نفی غرر می‌توان به اجماع و آیات و روایات اشاره نمود. با شفافیت بیشتر معاملات از حیث خطرات و نبرنگ‌های مترتب بر آن، طبعاً ریسک معاملات پایین آمده و لزومی بر زیان‌گریزی بیش از حد (وسواس‌گونه) دیده نمی‌شود تا انتفاع بیشتری نصیب سرمایه‌گذار گردد و مشارکت فعال‌تر سرمایه‌گذار و بازار سرمایه کاراتری داشته باشیم. این سرمایه‌گذاری با کاهش تبعات زیان‌گریزی، امروزه می‌تواند به سمت سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر (VC) سوق پیدا کند.</p>	<p>زیان‌گریزی</p>	
<p>نحوه اثر ضابطه ممنوعیت غرر بر سوگیری رویدادگرایی</p> <p>افراد تمایل دارند که صحت پیش‌بینی‌های خود را بیش از حد برآورد کنند؛ در نتیجه آنان به غلط باور می‌کنند که نتیجه یک رویداد را از اول پیش‌بینی کرده‌اند. نظام اسلامی بخشی از اصول و ضوابط را با توجه به این خصوصیات مردم طراحی نموده است تا بتواند از خطا و اشتباه افراد و به تبع آن ضرر و زیان آنها جلوگیری نماید؛ مثل ممنوعیت غرر. با سنجش نظر عرف، در صورتی که درجه خطا و اشتباه پیش‌بینی بیش از سود احتمالی تخمین زده شود که همان نسبت ریسک به بازده است، ممنوعیت غرر می‌تواند نقش بازدارنده‌ای در ابتلا به سوگیری ایفا نماید. طبعاً رعایت این موارد تبعات سوگیری را کاهش خواهد داد.</p>	<p>رویدادگرایی</p>	

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

نتایج مدل معادلات ساختاری بیانگر رابطه معنادار و مثبت سوگیری‌های رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران است و جهت همه این روابط نیز مثبت می‌باشد. در میان سوگیری‌ها، زیان‌گریزی با شدت تأثیر ۰/۵۲ بیشترین تأثیر و آشناگرایی با شدت تأثیر ۰/۲ کمترین تأثیر را بر تصمیمات سرمایه‌گذاران دارند. با توجه به رابطه معنی‌دار میان سوگیری‌های رفتاری و تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران و با قبول مفروضات اقتصاد رفتاری و اثبات ناعقلانیت رفتاری منبعث از سوگیری‌های رفتاری، همچنین با پذیرش این مفروض که نحوه طراحی اسلام در قلمرو نظام اقتصادی به نحوی است که با فروض ناعقلانیت - مطرح‌شده در اقتصاد رفتاری - سازگاری بیشتری دارد، بازار سرمایه اسلامی مبتنی بر اصول و ضوابط اقتصادی اسلام، به عنوان ساختار متناسب با واقعیت رفتاری مردم ایران بررسی و پیشنهاد گردید. همان‌طور که ذکر گردید، اساساً سازگاری مدنظر میان الگوی نظام اقتصادی اسلام (ساختار) با رفتار سرمایه‌گذاران بازار سرمایه، با هدف توسعه مشارکت عمومی در بخش واقعی اقتصاد و تأمین مالی تولید است؛ اگرچه به صورت ضمنی مسائلی چون تربیت اسلامی، عدالت اجتماعی، توسعه متوازن، شفافیت و سلامت اقتصادی، انتفاع سرمایه‌گذاران و ... هم دنبال می‌شود. در ادامه اهم پیشنهادات سیاستی اجرایی و پژوهشی آورده شده است:

- ✓ در گام اول پیشنهاد می‌گردد از جانب محافل دانشگاهی و حوزوی و اندیشمندان حوزه اقتصاد اسلامی، الگوی ساختاری مطلوب فقهی و مکتبی برای بازار سرمایه تعریف شود.
- ✓ به جهت غنای پژوهش و به عنوان محل چالشی برای پژوهش‌های آتی در این حوزه، پیشنهاد می‌گردد موضع و رویکرد انسان‌شناسی اسلامی در خصوص سوگیری‌های فرد مسلمان تبیین شود.
- ✓ پیشنهاد می‌گردد تحقیق به تعاریف ویژه‌ای که به اسم بازار سرمایه القا می‌شوند، درحالی‌که بخشی از بازار هستند (مثل سهام، بورس، ...) محصور نشود و وسیع‌تر به موضوع نگاه شود.

- ✓ به نظر می‌توان بازار فعلی را با ویرایش‌هایی از حیث اسلامی بودن تقویت نمود؛ یعنی طوری سیستم را طراحی کنیم که تضمین کند سود از بخش فعالیت اقتصادی واقعی به فرد برسد.
- ✓ فرهنگ‌سازی به منظور آشنایی بیشتر با نهادهای مالی اسلامی صورت پذیرد.
- ✓ بازطراحی ساختار نظام مالی به صورت یک سیستم انجام شود.
- ✓ افزایش عمق بازار از طریق طراحی ابزارهای مالی متنوع در بازار سرمایه پیگیری شود.
- ✓ کاهش هزینه‌های تأمین مالی از طریق انتشار صکوک و ترویج تأمین مالی جمعی تحقق یابد.

منابع و مأخذ

۱. اسکندری، حمید و همکاران؛ «نقش بازار سرمایه در تولید و رشد اقتصادی با رویکردی بر جایگاه بورس اوراق بهادار»؛ ماهنامه بورس اوراق بهادار تهران، ش ۱۶۵، ۱۳۹۸.
۲. انصاری، جعفر؛ مبانی نظام مالی با نگرش اسلامی؛ ج ۱، قم: مؤسسه آموزشی و پژوهشی امام خمینی علیه السلام، ۱۳۸۶.
۳. برزیده، فرخ و همکاران؛ «مدلی جهت قیمت‌گذاری سهام مبتنی بر نظریه چشم‌انداز»؛ تحقیقات مالی، س ۱۸، ش ۱، ۱۳۹۵.
۴. پرستو مصباحی، جمشید؛ «بررسی امکان تربیت دینی بر مبنای نظریه عقلانیت و حیانی با تکیه بر نظریات علامه جوادی آملی»؛ دوفصلنامه اخلاق و حیانی، س ۷، ش ۲، ۱۳۹۸.
۵. پمپین، میشل؛ دانش مالی رفتاری و مدیریت دارایی؛ ترجمه احمد بدری؛ ج ۳، تهران: انتشارات کیهان، ۱۳۹۷.
۶. تقفی، علی، فرهادی، روح‌الله و محمدتقی تقوی فرد؛ «ریسک بتا: شواهدی از ثنوری چشم انداز»؛ فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، س ۱۱، ش ۴۵، ۱۳۹۴.
۷. رفیعی آتانی، عطاءالله؛ «تناسب موضوع و روش در علم اقتصاد: رهیافتی فلسفی برای اقتصاد اسلامی»؛ فصلنامه نظریه‌های کاربردی اقتصاد، س ۲، ش ۴، ۱۳۹۴.

۸. زائرثابت، سمیه و محمدحسن قلی‌زاده؛ «مالی و رفتاری و تصمیمات سرمایه‌گذاری»؛ پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه گیلان، ۱۳۹۱.
۹. زینی‌وند، محمد و همکاران؛ «سوگیری‌های رفتاری و تصمیمات سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی مبتنی بر اطلاعات تکنیکال در بورس اوراق بهادار تهران»؛ فصلنامه اقتصاد مالی، دوره ۱۵، ش ۴، ۱۴۰۰.
۱۰. صالح‌آبادی، علی؛ **بازارهای مالی اسلامی (مجموعه مقالات)**؛ تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق علیه السلام، ۱۳۸۴.
۱۱. مارش، دیوید، و جری استوکر؛ **روش و نظریه در علوم سیاسی**؛ ترجمه امیرمحمد حاجی یوسفی؛ تهران: پژوهشکده مطالعات راهبردی، ۱۳۹۹.
۱۲. موسویان سیدعباس؛ **ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)**؛ چ ۶، تهران: انتشارات پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۹۲.
۱۳. _____؛ **آشنایی با بازار سرمایه اسلامی (بورس)**؛ چ ۱، تهران: کانون اندیشه جوان، ۱۳۹۳.
۱۴. مهربانی، امیرحمزه و همکاران؛ «معرفی روش‌شناسی نظریه داده‌بنیاد برای تحقیقات اسلامی: ارائه یک نمونه»؛ **مدیریت فرهنگ سازمانی**، س ۹، ش ۲۳، ۱۳۹۰.
۱۵. هردی، محمدابراهیم و سیدجلال صادقی شریف؛ «تأثیر عوامل رفتاری بر تصمیمات مالی سرمایه‌گذاران در بازار اوراق بهادار عراق»؛ پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی، ۱۳۹۹.
۱۶. یوسفی، احمدعلی و مجتبی غفاری؛ «بررسی تطبیقی امتداد مبانی هستی‌شناختی نظام سرمایه داری و اسلامی در شکل‌گیری رفتارهای فردی و ساختارهای اقتصادی جامعه با تأکید بر بیانات رهبری (رویکرد اقتصادی)»؛ **فصلنامه علمی پژوهشی قبسات**، س ۲۴، ش ۹۱، ۱۳۹۸.
17. Donald, Lien, Hsiang-Tai Lee, Rıza Demirer; “Does the stock market drive herd behavior in commodity futures markets?”; **Forthcoming, International Review of Financial Analysis**; No.39, 2015.
18. Huang, H. Hsu, J. and Ku, C.; “understanding the role of computer-mediated counter argument in countering confirmation bias”; **Decision support Systems**, No.53, 2012.

19. Muhammad Zubair Tauni & Zia-ur-Rehman Rao & Hong-Xing Fang & Minghao Gao; “Does investor personality moderate the relationship between information sources and trading behavior? Evidence from Chinese stock market”; **Managerial Finance, Emerald Group Publishing**, vol.43(5), 2017.
20. Pompain, M.; “using behavior investor types to build better relationship with your clients”; **journal of Financial Planning**, No.8, 2008.
21. Prast, H. and Vor, M.; “Investor reaction to news: a cognitive dissonance analysis of the euro- dollar exchange rate”; **European Journal of Political Economy**, Vol.21, Issue 1, 2005.
22. Zamir, I.; “challenges facing Islamic financial industry”; **Journal of Islamic Economics, Banking and Finance**, No.10, 2007.
23. Zamir, I. and Mirakhor, A.; **Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice**; John Wiley and Sons (Asia), Singapore, 2007.
24. Zafirovski, M.; “human rational behavior and economic rationality”; **Electronic Journal of Sociology**, No.7(2), 2003.