



Developing a Behavioral Model of Individual Investors' Decision-making in the Iranian Capital Market

Sheida Nayebmohseni 

*Corresponding Author, Ph.D. Candidate, Department of Accounting, Faculty of Social Sciences and Economics, Alzahra University, Tehran, Iran. E-mail: sh.nayebmohseni@alzahra.ac.ir

Seyed Ahmad Khalifehsultani

Associate Prof., Department of Accounting, Faculty of Social Sciences and Economics, Alzahra University, Tehran, Iran. E-mail: khalifehsultani@alzahra.ac.ir

Rezvan Hejazi

Prof., Department of Accounting, Faculty of Management and Finance, Khatam University, Tehran, Iran. E-mail: r.hejazi@khatam.ac.ir

Abstract

Objective: The human decision-making process is complex and influenced by various factors. Investors' emotional decisions cause stock prices to deviate from real ones, leading to incorrect stock pricing and consequently inefficient investment. In response to criticisms of traditional financial theories, behavioral finance seeks to explain the anomalies in financial markets by considering the fact that investors are not entirely rational and their behavioral biases influence their decisions. Due to the necessity of the subject and the lack of a comprehensive model that shows the factors influencing the decision-making of investors in the Iranian capital market, the present study developed this model.

Methods: The multi-grounded theory method was used in the current study. In-depth semi-structured interviews with professional experts were arranged to collect data. The statistical population of the present study included individual investors active in the Iranian capital market. The process of conducting interviews, analyzing them, and presenting the model started in March 2019 and continued by the end of 2021. Finally, 67 main categories and 218 concepts were extracted from conducted interviews that formed the overall model of the research.


Results: Causal factors which influence investors' decision making include: regret aversion, greed, fear, cognitive dissonance, reputation, anchoring, self-attribution biases, loss aversion, gambling pleasure, investment thinking, herding behavior, endowment bias, representativeness biases, false excitement, overconfidence biases, hindsight bias, regency bias, mental accounting, illusion of control bias, trading asymmetry, similarity error, magnet effect, gambler's fallacy, motivation, time horizon, first profit effect, experience, age, gender, are analyzed.

Conclusion: Based on the research results, individual investors can improve the quality of their decision-making and make more effective investment decisions by implementing the presented strategies, and also by identifying and reducing their mental biases. These strategies include self-analysis, note-taking, capital market knowledge, concentration, holistic, patience, acceptance, mistakes review, self-reliance, consulting, openness to criticism, flexibility, study, diversification, and distract.

Keywords: Behavior biases, Multi grounded, Investor's decision-making

Citation: Nayebmohseni, Sheida, Khalifehsultani, Seyed Ahmad amd Hejazi, Rezvan (2021). Developing a Behavioral Model of Individual Investors' Decision-making in the Iranian Capital Market. *Financial Research Journal*, 23(4), 625-652. <https://doi.org/10.22059/FRJ.2021.322133.1007171> (in Persian)

Financial Research Journal, 2021, Vol. 23, No.4, pp. 625-652

 <https://doi.org/10.22059/FRJ.2021.322133.1007171>

© Authors

Published by University of Tehran, Faculty of Management

Article Type: Research Paper

Received: May 19, 2021

Accepted: October 17, 2021



تدوین مدل رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در بازار سرمایه ایران

شیدا نایب محسنی

* نویسنده مسئول، دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی دانشگاه الزهراء(س)، تهران، ایران. رایانامه: sh.nayebmohseni@alzahra.ac.ir

سیداحمد خلیفه سلطانی

دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی دانشگاه الزهراء(س)، تهران، ایران. رایانامه: khalifehsultani@alzahra.ac.ir

رضوان حجازی

استاد، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و مالی، دانشگاه خاتم، تهران، ایران. رایانامه: r.hejazi@khatam.ac.ir

چکیده

هدف: فرایند تصمیم‌گیری انسان پیچیده است و تحت تأثیر عوامل مختلفی قرار می‌گیرد. تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران، انحراف قیمت سهام از قیمت‌های واقعی را به دنبال دارد و به قیمت‌گذاری نادرست سهام و در نتیجه سرمایه‌گذاری ناکارآمد منجر می‌شود. مالی رفتاری در پاسخ به انتقادهای وارده به نظریه‌های مالی سنتی، تلاش می‌کند تا با در نظر گرفتن این واقعیت که سرمایه‌گذاران به‌طور کامل منطقی نیستند و سویه‌های رفتاری بر تصمیم‌های آنان اثر می‌گذارد، ناهنجاری‌های موجود در بازارهای مالی را توضیح دهد. با توجه به ضرورت موضوع و نبود مدل جامعی که عوامل اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را در محیط بومی بازار سرمایه ایران نشان دهد، پژوهش حاضر به تدوین این مدل پرداخته است.

روش: در پژوهش حاضر، از روش نظریه داده‌بنیاد چندوجهی استفاده شده است. برای گردآوری داده‌ها، مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته عمیق با خبرگان حرفه ترتیب داده شده است. جامعه آماری پژوهش حاضر، سرمایه‌گذاران فردی فعال در بازار سرمایه ایران هستند. فرایند انجام مصاحبه، تجزیه و تحلیل آن‌ها و ارائه مدل، از اسفند ۱۳۹۷ آغاز شد و تا پایان سال ۱۳۹۹ ادامه یافت. از مصاحبه‌های انجام شده با خبرگان، در نهایت ۶۷ مقوله اصلی و ۲۱۸ مفهوم استخراج شد که مدل کلی پژوهش را شکل داد.

یافته‌ها: یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که عوامل علی اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران عبارت‌اند از: پشیمان‌گریزی، طمع، ترس، ناهماهنگی شناختی، اثر شهرت، لنگر ذهنی، خوداسنادی، زیان‌گریزی، لذت قمار، تفکر سرمایه‌گذاری، رفتار توده‌ای، داشتن بیش‌نگری، نمادگرایی، هیجان کاذب، اعتمادبه‌نفس کاذب، تعصب به گذشته، تازه‌گرایی، حسابداری ذهنی، توانمندپنداری، عدم تقارن معاملات، خطای شباهت، اثر کهربایی، توهم قمارباز، انگیزه، افق زمانی، اثر سود اولیه، تجربه، سن، جنسیت و تحلیل.

نتیجه‌گیری: بر اساس نتایج پژوهش، سرمایه‌گذاران فردی می‌توانند با پیاده‌سازی راهبردهای ارائه شده، از طریق شناسایی و کاهش سویه‌های ذهنی خود، کیفیت تصمیم‌گیریشان را بهبود بخشند و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری کاراتری اتخاذ کنند. این راهبردها عبارت‌اند از: خودشناسی، یادداشت‌برداری، دانش بازار سرمایه، تمرکز، کلی‌نگری، صبر، پذیرش و بررسی اشتباه‌ها، خوداتکایی، مشورت، انتقادپذیری، انعطاف‌پذیری، مطالعه، متنوع‌سازی و حواس‌پرتی.

کلیدواژه‌ها: سویه‌های رفتاری، داده‌بنیاد چندوجهی، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران

استناد: نایب محسنی، شیدا، خلیفه سلطانی، سید احمد و حجازی، رضوان (۱۴۰۰). تدوین مدل رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در بازار سرمایه ایران. *تحقیقات مالی*، ۲۳(۴)، ۶۲۵-۶۵۲.

مقدمه

در سال‌های اخیر سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه رشد فراوانی داشته است. بر اساس ادبیات مالی، سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه معمولاً در جهت (۱) افزایش سود (۲) مدیریت نقدینگی و (۳) کاهش ریسک‌های بالقوه صورت می‌گیرد. بنابراین سرمایه‌گذار منطقی هنگام اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری تحت تأثیر این اهداف قرار می‌گیرد. بر اساس نظریه‌های مالی سنتی، سرمایه‌گذاران تصمیمات منطقی می‌گیرند و در تلاش‌اند تا بازده مورد انتظار خود را حداکثر کنند. همچنین، بر اساس فرض عقلایی بودن، بازارهای سرمایه کارا هستند یعنی تمامی اطلاعات در دسترس همه سرمایه‌گذاران قرار دارند و بلافاصله در قیمت اوراق منعکس می‌شوند. از این رو کسی نمی‌تواند سود غیرعادی به دست آورد چرا که اطلاعات به‌طور هم‌زمان در اختیار همه سرمایه‌گذاران است؛ بنابراین سرمایه‌گذاران فقط باید قادر به کسب بازده منصفانه بر اساس ریسک‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری‌شان باشند (اوبامایی^۱، ۲۰۱۳).

نظریه‌های سنتی مالی در مقابل نظریه اقتصادی نوکلاسیک قرار دارند که بیان می‌کند دسترسی سرمایه‌گذاران به اطلاعات محدود است و افراد در حصار محدودیت‌های خارجی و رفتار خودشان محصور هستند. تحقیقات تجربی که عمدتاً در طول دهه ۱۹۸۰ صورت گرفت مفروضات این نظریه‌های سنتی را رد کرد. انتقادات به قدرت توضیحی نظریه و اعتبار مفروضات اساسی آن وارد آمدند و این مسئله باعث شد تمایل به یافتن نظریه جایگزینی که بتواند جنبه‌های مختلف رفتار انسانی را توضیح دهد بیشتر شود. گپ موجود توجه محققانی را که در پی توضیح تعصبات روانی و شخصی افراد در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی بودند جلب کرد. آن‌ها این سؤال را مطرح کردند که چرا افراد در مواجهه با موقعیت‌های مشابه متفاوت تصمیم می‌گیرند (محمود و تبسم^۲، ۲۰۱۱).

مالی رفتاری به‌عنوان رویکردی جدید در پاسخ به انتقادات وارد شده به نظریه‌های مالی سنتی ظهور کرده است. این رویکرد می‌تواند به درک و تفسیر احساسات و خطاهای شناختی که بر تصمیم‌گیری‌های مالی تأثیر می‌گذارد کمک کند. اولسن معتقد است که مالی رفتاری می‌تواند در پیش‌بینی پیامدهای جنبه‌های روان‌شناختی تصمیم‌گیری و تأثیر آن در بازارهای مالی کمک کند و این موضوع باعث تقویت توانایی درک فرایندهای تفکر سرمایه‌گذاران و چگونگی تأثیر الگوهای احساسی آن‌ها بر تصمیماتشان می‌شود و می‌تواند با استفاده از قواعد روان‌شناختی و اقتصادی به اعتبار تصمیمات سرمایه‌گذاران کمک شایانی کند (اولسن^۳، ۱۹۹۸).

مسئله‌ای که در بازار سرمایه ایران وجود دارد و این پژوهش نیز بر اساس آن شکل گرفته است رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران بورسی است. برخی از سهام‌داران به‌ویژه سهام‌دارانی با حضور مداوم و نگرشی انحصاری، در بازار هیجاناتی به وجود می‌آورند و با تحریک احساسات سایرین آن‌ها را به سوی رفتار گله‌ای سوق می‌دهند (شعری، حساس یگانه، سدید و نرهئی، ۱۳۹۵). از آنجاکه احساسات سرمایه‌گذاران یکی از عوامل تأثیرگذار در جریان سرمایه و حرکت کلی بازار است طراحی مدل تصمیمات سرمایه‌گذاران ضروری به نظر می‌رسد. مدلی که در آن هم عوامل علی اثرگذار بر تصمیمات

1. Obamuyi
2. Mahmood & Tabassum
3. Olsen

سرمایه‌گذاران ذکر شود و هم در ادامه پس از معرفی عوامل زمینه‌ای و مداخله‌گر، راهبردهای مناسب جهت بهبود تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی را بیان کند.

هدف پژوهش حاضر شناسایی عوامل مختلف مؤثر بر تصمیمات مالی سرمایه‌گذاران شامل شرایط علی، عوامل مداخله‌گر و بستر آن و همچنین راهبردهای مربوط به تصمیم‌گیری مالی و پیامدهای آن و سپس طراحی مدل جامع رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در بازار سرمایه ایران است.

برای تحقق این اهداف در پژوهش حاضر از روش کیفی داده بنیاد چندوجهی استفاده شده است. در ادامه ابتدا نظریه‌های پیشین در باب این موضوع و ادبیات موجود آورده شده و پس از آن روش انجام پژوهش به تفصیل شرح داده شده است. در انتها هم نتایج حاصل از بررسی داده‌ها و مدل مستخرج از پژوهش بیان شده است.

مبانی نظری پژوهش

بازار سرمایه از زیرساخت‌های مهم نظام اقتصادی کنونی در تجهیز منابع و تخصیص بهینه آن از طریق تأمین مالی واحدهای فعال در اقتصاد به شمار می‌رود. این کارکرد به جلب مشارکت مردمی در توسعه ملی، گسترش مبانی مالکیت مردمی، جلوگیری از فرار سرمایه و گسترش اقتصاد غیررسمی، جذب سرمایه‌های خارجی، کاستن از فشار کسری بودجه دولت، کاهش فشار بر سیستم پولی و کمک به رشد اقتصادی می‌انجامد (بحرالعلوم، میرهن و فاضلی، ۱۳۹۹).

تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه موجب انحراف قیمت سهام از قیمت‌های واقعی (بنیادی) می‌گردد. هنگامی که سرمایه‌گذاران دچار خوش‌بینی می‌شوند، ممکن است از اطلاعات منفی چشم‌پوشی کرده و تحت تأثیر اطلاعات مثبت قیمت سهام را بیش از میزان واقعی ارزیابی کنند. برعکس هنگامی که سرمایه‌گذاران دچار بدبینی می‌شوند ممکن است از اطلاعات مثبت چشم‌پوشی کرده و تحت تأثیر اطلاعات منفی قیمت سهام را کمتر از میزان واقعی ارزیابی کنند. بنابراین تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران از طریق قیمت‌گذاری نادرست سهام در بازار و پیامدهای آن منجر به شکل‌گیری پدیده بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری (ناکارایی سرمایه‌گذاری) می‌گردد و این طور می‌توان نتیجه گرفت که ارتباطی منطقی بین تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران و کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد (العلوی^۱، ۲۰۱۷). پیامدهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران به طور خلاصه شامل اثرگذاری بر کارایی سرمایه‌گذاری، بازده سهام، ارزش شرکت‌ها، شاخص صنایع، تخصیص بهینه سرمایه، هزینه سرمایه و حرکت کل بازار سرمایه است.

نظریه‌های مالی سنتی که پشتیبان سرمایه‌گذاران منطقی است در دهه ۱۹۶۰ بنیان‌گذاری شدند. نظریه مدرن پرتفوی مارکوویتز^۲، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای^۳ و فرضیه بازار کارایی فاما^۴ از جمله آن‌هاست. این نظریه‌ها در پی آن هستند که رفتار افراد را در موقعیت‌های مختلف اقتصادی تحت محدودیت‌های نظری مشخص توضیح دهند (سومیل^۵، ۲۰۰۷).

1. Al-Alawi
2. Modern Portfolio Theory (MPT)
3. Capital Asset Pricing Model (CAPM)
4. The Efficient-Market Hypothesis (EMH)
5. Somil

اما سرمایه‌گذاران به‌نحوی که در نظریه‌های مالی سنتی فرض شده است منطقی نیستند. از این رو فرایند تصمیم‌گیری تنها بر اساس عوامل اقتصادی منطقی نیست بلکه مؤلفه‌های روان‌شناسی و عوامل بیرونی خاص هم بر آن اثرگذارند. بر اساس مالی رفتاری تصمیمات مالی به‌طور کامل منطقی نیستند و این بیان چالش مهمی را بر پارادایم مالی سنتی وارد کرده است.

مالی رفتاری در تلاش است سوگیری‌های روانی افراد را که مربوط به بازارهای مالی هستند درک کند. این جنبشی نوین در دنیای مالی جهت درک اثر رفتاری و روان‌شناسی سرمایه‌گذاران در تصمیمات سرمایه‌گذاری و قیمت‌های بازار است. بسیاری از نظریه‌هایی که برای توضیح رفتارهای غیرمنطقی سرمایه‌گذار در بازارهای مالی مورد استفاده قرار گرفته‌اند از نظریه‌های رفتاری شناختی افراد مانند نظریه چشم‌انداز^۱ و نظریه سوگیری شناختی^۲ در روان‌شناسی گرفته شده‌اند. پایه‌های مالی رفتاری را می‌توان در کارهای کانمن و تورسکی^۳ (۱۹۷۹) که نظریه چشم‌انداز را ترسیم کردند یافت. بنا بر بیان آن‌ها افراد عموماً به پیامدهای محتمل در مقایسه با پیامدهای مطمئن کمتر از حد لازم اهمیت می‌دهند. این تمایل که «اثر اطمینان»^۴ نامیده می‌شود در موقعیت‌هایی که منتهی به سودهای مطمئن می‌شود به ریسک‌گریزی و در موقعیت‌هایی که دربرگیرنده زیان قطعی هستند به ریسک‌پذیری می‌انجامد. به‌علاوه افراد غالباً عناصری را که در همه گزینه‌ها مشترک هستند نادیده می‌گیرند. این تمایل که «اثر جداسازی»^۵ نام دارد شرایطی را نشان می‌دهد که وقتی گزینه یکسانی در اشکال متفاوت ارائه شود، به اولویت‌ها و ترجیحات ناسازگاری منتهی می‌شود. بر اساس بیان ریساردی (۲۰۰۴) نظریه چشم‌انداز فرض می‌کند که افراد زیان‌گریز هستند. به عبارتی، آن‌ها به زیان بیشتر از سود توجه دارند و در نتیجه به جلوگیری از زیان بیشتر از کسب سود اهمیت می‌دهند. به همین ترتیب تود^۶ (۱۹۹۹) استدلال می‌کند که «افراد به‌طور غیرمنطقی تمایل کمتری در قمار بر روی سود نسبت به زیان دارند». در این نظریه ریسک‌های دستیابی به سود به‌طور قابل ملاحظه‌ای متفاوت از ریسک‌های مرتبط با زیان است. واکنش افراد در شرایط پیش‌آمده بسته به وجود سود یا زیان متفاوت است (کانمن و تورسکی، ۱۹۷۹).

نظریه شناختی بیانگر آن است که رفتار یک فرد توسط ذهن خود او تعیین می‌شود. بنابراین ادراک درونی به‌وسیله رفتار و احساسات هر دو تعیین می‌شود. این نظریه از روان‌شناسی شناختی گرفته شده که شامل تجزیه و تحلیل شیوه‌های جمع‌آوری، پردازش و ذخیره اطلاعات برای درک محیط است. سوگیری شناختی چگونگی اخذ تصمیمات مالی افراد را مورد توجه قرار می‌دهد و می‌تواند در درک عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری کمک‌کننده باشد. به عبارت دیگر بررسی اینکه افراد چگونه فکر می‌کنند، چگونه درک می‌کنند، چگونه به خاطر می‌سپارند و چگونه یاد می‌گیرند. تأکید اصلی این علم بر روی درک فرد از نحوه تأثیر محیط بر رفتار وی است (لبون و مرونکا^۷، ۲۰۰۶). تیلور و براون استدلال می‌کنند که افراد از

1. Prospect Theory
2. Cognitive Bias Theory
3. Kahneman & Tversky
4. Certainty Effect
5. Isolation Effect
6. Tood
7. Le Bon & Merunka

اشتباهات خود درس نمی‌گیرند، زیرا معمولاً علت موفقیت‌ها را به خود نسبت می‌دهند اما عدم موفقیت‌ها عوامل خارجی را مقصر می‌دانند (تیلور و براون^۱، ۱۹۸۸).

فرایند تصمیم‌گیری انسان پیچیده است و توسط عوامل مختلف تحت تأثیر قرار می‌گیرد. این عوامل بر روند عمل تأثیر می‌گذارد و منجر به نتایج متفاوت می‌شود. با توجه به پیچیدگی فرایند تصمیم‌گیری مطالعات در پی آن هستند که به‌طور تجربی عوامل تأثیرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را شناسایی کنند. به‌طور کلی آنچه در ادبیات و پیشینه موضوع به‌عنوان عوامل اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران آمده است شامل عوامل درون‌زا و برون‌زا می‌شود. عوامل درون‌زا در دو دسته عوامل روان‌شناختی و جمعیت‌شناختی جای می‌گیرند. عوامل روان‌شناختی شامل کوتاه‌نگری، داشته‌بیش‌نگری، ابهام‌گریزی، دیری‌پذیری، توان‌پنداری، ثبات رفتاری، تازه‌گرایی، زیان‌گریزی، باورگرایی، بهینه‌بینی، سازگارگرایی، نقطه اتکا، رفتار توده‌ای، خوداسنادی، نماگری، طمع و ترس، رویدادگرایی، حسابداری ذهنی، توهم قمارباز، پرهیز از پشیمانی، ویژگی شخصیتی، سبک تصمیم‌گیری، اعتمادبه‌نفس کاذب و آشناگرایی است. عوامل جمعیت‌شناختی هم شامل سطح درآمد، تحصیلات، سن، تجربه، تعداد اعضای خانواده و جنسیت می‌شود. عوامل برون‌زای ذکر شده در پیشینه موضوع نیز شامل عوامل سیاسی، فرهنگی، اجتماعی، اخلاقی و شرایط محیطی است. در ادامه به تشریح قسمتی از پژوهش‌های انجام‌شده درباره عوامل ذکرشده پرداخته خواهد شد.

پیشینه پژوهش

شا و یوسف^۲ در سال ۲۰۲۱ به بررسی تأثیر جنسیت و سن سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار مسقط در کشور عمان پرداختند. آنان بر اساس ادبیات موضوع ۱۴ تعصب شناختی را بررسی کرده و تأثیر جنسیت و سن سرمایه‌گذاران در تأثیر این سوگیری‌ها را آزمون کردند. نتایج مطالعه نشان می‌دهد که جنسیت سرمایه‌گذاران عامل علی مهمی است که در اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است.

پروین، ساتی، سبحان و جمیل^۳ در ۲۰۲۰ به بررسی بیش‌واکنشی بازار، احساسات سرمایه‌گذاران و تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازارهای نوظهور پرداختند. به عقیده آنان اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد و سویه نماگری عوامل علی هستند که بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه تأثیر می‌گذارند. اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد سرمایه‌گذاران همراه با سویه نماگری باعث می‌شود آن‌ها در محیط عدم اطمینان بیش‌ازحد به تصمیمات خود اطمینان کنند و دانش خود را بیش‌ازآنچه هست تخمین بزنند. سرمایه‌گذاران گمان می‌کنند عملکرد گذشته بهترین شاخص برای اندازه‌گیری عملکرد آتی یک شرکت است.

روسولو، گنو و بروک^۴ در سال ۲۰۱۹ چارچوب جدیدی برای تصمیم‌گیری در شرایط ریسکی معرفی کردند که در آن ویژگی‌های روان‌شناختی مربوط به درجه خوش‌بینی یا بدبینی تصمیم‌گیرندگان مورد توجه قرار گرفت. آن‌ها در

1. Taylor & Brown

2. Sha & Yousoof

3. Parveen, Satti, Subhan, & Jamil

4. Rocciolo, Gheno, & Brooks

پژوهش خود بر تصمیم‌گیری در بازارهای مالی تمرکز کردند و یک الگوی رفتاری را دنبال نمودند که از نظریه مطلوبیت مورد انتظار شروع شده و با نظریه چشم‌انداز تورسکی و کانمن ادامه می‌یابد. آن‌ها دریافتند که خوش‌بینی در مورد پیش‌بینی ریسک بازار موضوع بااهمیتی است که با وقایع سیاسی و اقتصادی - اجتماعی گره خورده است و عامل علی اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است.

گبی و زانوتی^۱ در ۲۰۱۹ در پژوهش خود عوامل احساسی و انتخاب‌های معاملاتی را در نمونه‌ای از افراد غیرحرفه‌ای که به صورت نمادین در نقش معامله‌گر قرار گرفته و به صورت مجازی معاملات سهام انجام می‌دادند بررسی کردند. آن‌ها با استفاده از مطالعات پیمایشی طی پنج هفته اثر احساسات بر انتخاب گزینه‌های معاملاتی اشخاص را اندازه‌گیری کردند. هدف اصلی آن‌ها بررسی این مسئله بود که آیا تصمیمات خریدوفروش دارایی‌های مالی تحت تأثیر احساسات فردی اشخاص قرار می‌گیرد یا خیر؟ آن‌ها دریافتند که اگر افراد خوش‌بین‌تر باشند تمایل بیشتری به خرید دارند و حال خوب خود را به اشتباه به چشم‌اندازهای مثبت اقتصادی نسبت می‌دهند بنابراین خوش‌بینی به‌عنوان عامل علی اثرگذار شناسایی شد. همچنین شواهد حاکی از آن بود که زنان کمتر تحت تأثیر فاکتورهای احساسی مرتبط با نتایج مالی گذشته و مورد انتظار قرار می‌گیرند. بنابراین عامل علی دیگر جنسیت بود. زنان در دوره‌های خوشحالی یا ترس کمتر مستعد بروز رفتار توده‌ای هستند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که ایجاد تیم‌های متعادل جنسیتی می‌تواند به واحد معاملات برای کاهش اثر متغیرهای عاطفی و در نتیجه بهبود انتخاب‌های مالی کمک کند.

سالم^۲ در ۲۰۱۹ پژوهشی تحت عنوان بررسی رفتار سرمایه‌گذاری زنان عرب در بازار سرمایه انجام داد. آن‌ها با هدف قرار دادن بازارهای نوظهور به‌ویژه در منطقه عربی (مطالعه موردی عربستان سعودی و اردن) رفتار سرمایه‌گذاران زن عرب را با توجه به جنبه‌های تحمل ریسک، اعتمادبه‌نفس در سرمایه‌گذاری، سطح سواد سرمایه‌گذاری و رفتار توده‌ای مورد بررسی قرار دادند. نتایج به‌دست‌آمده از نمونه مردان و زنان عرب فعال در بازارهای سرمایه عربستان سعودی و لبنان نشان داد که زنان عرب رفتار توده‌وار بیشتری از خود نشان می‌دهند و سطح سواد سرمایه‌گذاری، اعتمادبه‌نفس و ریسک‌پذیری آن‌ها کمتر است در نتیجه نسبت به مردان عرب کمتر در بازار سهام سرمایه‌گذاری می‌کنند. وجود رفتار توده‌وار در بین زنان عرب ممکن است ناشی از نابرابری جنسیتی حاکم در جامعه باشد زیرا باعث می‌شود که زنان بیشتر از مردان تمایل داشته باشند که به توصیه‌های دیگران گوش دهند و در مسیر آن‌ها حرکت کنند. به‌علاوه سواد سرمایه‌گذاری محدود زنان عرب منجر به کاهش اعتمادبه‌نفس آن‌ها و در نتیجه تمایل به بروز رفتار توده‌وار و ریسک‌گریزی آن‌ها می‌شود که این موارد نهایتاً منجر به مشارکت کمتر زنان عرب نسبت به مردان عرب در بازار سهام می‌شود. گامبتی و گیوسبرتی^۳ در سال ۲۰۱۹ در پژوهش خود در پی آن بودند که اثر واسطه‌ای عادات تصمیم‌گیری افراد را مورد بررسی قرار دهند. به این معنا که سبک‌های تصمیم‌گیری نیز می‌تواند نقش مهمی در سرمایه‌گذاری‌ها ایفا کند. سبک‌های تصمیم‌گیری به معنای الگوهای همیشگی واکنش افراد به موقعیت‌های تصمیم‌گیری خاص است. در این

1. Gabbi & Zanotti

2. Salem

3. Gambetti & Giusberti

پژوهش سبک‌های تصمیم‌گیری عقلانی، شهودی، اجتنابی و وابسته مورد آزمون قرار گرفته‌اند. در این پژوهش متغیرهای جنسیت، درآمد و تجربه به‌عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده است. آن‌ها با بررسی ۳۶۲ پرسش‌نامه فاکتورهای شخصیتی و سبک‌های تصمیم‌گیری پژوهش خود را به انجام رسانیدند. نتایج حاکی از آن بود که افراد مضطرب که با سطح بالایی از دلهره، تنش و احتیاط مشخص می‌شوند تمایلی به پس‌انداز یا سرمایه‌گذاری ندارند درحالی‌که افراد منظم و با خودکنترلی بالا و آن‌هایی که عمل‌گرا و راه‌حل‌گرا هستند با احتمال زیادی به سراغ سرمایه‌گذاری پول‌هایشان در انواع سهام و اوراق قرضه می‌روند. در آخر اینکه سبک تصمیم‌گیری منطقی و اجتنابی اثر خودکنترلی و اضطراب را بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تعدیل می‌کند بنابراین ویژگی شخصیتی عاملی علی و سبک تصمیم‌گیری عاملی مداخله‌گر در اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری است. دو ویژگی شخصیتی دیگر یعنی برون‌گرا و مستقل بودن نیز رابطه مثبتی با تصمیم سرمایه‌گذاری در سهام دارند به عبارتی این افراد ریسک‌پذیرتر هستند. سرانجام اینکه افرادی که از استقلال ذهنی، اطمینان خاطر و توانایی اثرگذاری بر دیگران برخوردار هستند، بیشتر از افراد محتاط، مشکوک و دیرباور سرمایه‌گذاری می‌کنند. آنان اذعان کردند که اضطراب و ذهن دگم رابطه منفی با پیش‌بینی روند سهام دارد درحالی‌که افراد دلسوز و انعطاف‌پذیر با ذهن باز بهتر می‌توانند روند تغییرات سهام را پیش‌بینی کنند. در مورد خودکنترلی افراد عمل‌گرا و راه‌حل‌اندیش درک بالاتری از تغییرات روند سهام دارند. همچنین نتایج این پژوهش نشان داد که افراد با سبک تصمیم‌گیری منطقی مستعد سرمایه‌گذاری هستند آن‌ها احتمالاً قبل از تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری در هر ابزاری در بازار سرمایه ابتدا اطلاعات مختلف مالی، اقتصادی و زیست‌محیطی را بررسی می‌کنند. اما افراد با سبک تصمیم‌گیری وابسته و اجتنابی این‌گونه نیستند. در آخر اینکه سبک‌های تصمیم‌گیری منطقی و اجتنابی در ارتباط بین خودکنترلی و اضطراب و تصمیمات سرمایه‌گذاری نقش واسطه‌ای دارند.

گیل، کاشیف، محمود و علی^۱ در سال ۲۰۱۸ پژوهشی تحت عنوان عوامل مؤثر در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران انجام دادند. آن‌ها دو عامل اعتمادبه‌نفس کاذب و انتظارات اقتصادی را از طریق پرسش‌نامه در بین سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار لاهور پاکستان مورد آزمون قرار دادند. نتایج حاکی از آن بود که سوگیری اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد با رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری دارد. آن‌ها در پژوهش خود اثر جست‌وجوی اطلاعات را به‌عنوان متغیر میانجی هم بررسی کردند و دریافتند که با افزودن متغیر جست‌وجوی اطلاعات به‌عنوان واسطه باز هم رابطه سوگیری اعتمادبه‌نفس کاذب و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری مثبت و معنادار است بدین معنا که این متغیر واسطه جزئی در این رابطه بوده است.

نوفسینگر، پترسون و شانک^۲ در ۲۰۱۸ پژوهشی درباره رابطه بین تستوسترون به‌عنوان هورمون جنسیت و کورتیزول به‌عنوان هورمون استرس با تصمیمات مالی سرمایه‌گذاران معمولی انجام دادند. پژوهش‌ها حاکی از آن بود که این هورمون‌ها نقش اساسی در مناطق مربوط به ریسک و پاداش در مغز انسان دارند. تستوسترون تأثیر قابل‌توجهی در فرایندهای شناختی مرتبط با انگیزه، رفتار ریسکی و اعتمادبه‌نفس دارد بنابراین می‌توان تصور کرد که بر تصمیمات مالی و

1. Gill, Kashif, Mahmood, & Ali
2. Nofsinger, Patterson, & Shank

نتایج آن نیز مؤثر است. کورتیزول نیز در مناطقی از مغز که به ریسک و پاداش مربوط است نقش کلیدی دارد. از آنجایی که استرس در بین متخصصان امور مالی مانند معامله‌گران و مدیران صندوق‌ها شایع است پس این هورمون هم مانند تستوسترون بر تصمیمات مالی و نتایج آن اثرگذار است. فرضیه هورمون دوگانه فرض می‌کند که کورتیزول اثر تستوسترون را تعدیل می‌کند. آن‌ها در پژوهش خود تعدادی از زنان و مردان سرمایه‌گذار کم‌تجربه را هم در محیط رقابتی و هم در محیط غیررقابتی مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد سطح بالاتر تستوسترون رابطه مثبت با ریسک‌پذیری افراطی و سطح کورتیزول رابطه منفی با آن دارد. که این نتایج با فرضیه هورمون دوگانه منطبق است. همچنین آنان دریافتند که نسبت تستوسترون به کورتیزول به‌طور معناداری با زیان‌گریزی در ارتباط است و افرادی که نسبت بالایی دارند با احتمال سه تا چهار برابر بیشتر از سایرین اقدام به فروش سهام زیان‌ده خود می‌کنند. بنابراین آنان این‌گونه بیان کردند که اثر تستوسترون در محیط رقابتی بیشتر از سایر محیط‌هاست. نتایج نشان‌دهنده آن بود که محیط عامل مداخله‌گر مهمی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است.

بروک، سنگیورگی، هیلن برند و مانی^۱ در سال ۲۰۱۸ پژوهشی درباره رابطه بین سن و ریسک‌پذیری مالی در انگلستان انجام دادند. بدین منظور آن‌ها بیش از نیم میلیون پرسش‌نامه ریسک که توسط مشتریان هنگام ملاقات با مشاوران مالی‌شان تکمیل می‌شد را مورد بررسی قرار داده و با استفاده از رگرسیون پروبیت وجود رابطه منفی بین سن و ریسک‌پذیری را تأیید کردند. آن‌ها این‌گونه بیان کردند که ریسک‌پذیری با افزایش سن کاهش می‌یابد. همچنین آن‌ها دریافتند که بین سرمایه‌گذاران جوان و پیر هم بر اساس جنسیت، تحصیلات، ثروت و وضعیت سلامتی‌شان تفاوت‌های سیستماتیکی وجود دارد که کنترل این عوامل هنگام بررسی رابطه بین سن و ریسک‌پذیری مهم است. به‌عنوان مثال تقریباً در تمام دنیا مردان نسبت به زنان ریسک‌گریزی کمتری دارند و مجردها به‌خصوص مجردان مذکر نسبت به متأهلان ریسک‌پذیرترند. به‌علاوه تحصیلات بالاتر باعث درک بهتر ریسک و به دنبال آن اعتمادبه‌نفس بیشتر در استفاده از آن می‌شود که این امر به ریسک‌پذیری بالاتر منجر می‌گردد. بنابراین آنان این متغیرهای کنترلی را در مدل رگرسیون خود در نظر گرفتند. افراد مسن که می‌دانند زمان برایشان محدود است به جای نقاط منفی که شامل ریسک‌پذیری هم می‌شود، روی فعالیت‌های مثبت متمرکز می‌شوند. همچنین شواهد نشان می‌دهد که بهینگی تصمیمات مالی با افزایش سن کاهش می‌یابد و سرمایه‌گذاران مسن‌تر در مواجهه با انبوه اطلاعات زمان زیادی باید صرف کنند تا احتمالات خود را درباره ارزش واقعی تنظیم کنند. آنچه به «اثر سن» نسبت داده می‌شود، ممکن است ناشی از کاهش افق دید سرمایه‌گذار و استهلاک سرمایه انسانی در اثر بالا رفتن سن افراد باشد. آن‌ها دریافتند که تحمل زیان با کاهش افق دید سرمایه‌گذار و تأثیرات بازنشستگی مرتبط است و این متغیرها قدرت توضیحی بالایی برای توجیه آن دارند. همچنین طبق ادبیات پیشین رابطه مثبت معناداری بین هوش (IQ) و سرمایه‌گذاری در بورس و تشکیل پرتفوی بهینه وجود دارد. با توجه به این مطلب می‌توان نتیجه گرفت که تمایل سالمندان به سرمایه‌گذاری کم ریسک به دلیل عدم تحمل ریسک نیست بلکه به این دلیل است که تصمیمات بدی در مورد سرمایه‌گذاری می‌گیرند و نمی‌توانند به‌درستی بین ریسک و بازده تعادل بهینه ایجاد کنند. همچنین اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد آن‌ها نسبت به توانایی‌هایشان عامل مهمی در این مورد است.

استروم‌بک، لیند، اسکاگرلوند و وستجال^۱ در سال ۲۰۱۷ به بررسی اثر خودکنترلی یا سوگیری کوتاه‌نگری بر رفتارهای مالی پرداختند. آن‌ها یک نظرسنجی شامل اندازه‌گیری رفتارهای مالی، رفاه مالی، خودکنترلی، خوش‌بینی، تفکر مشورتی و متغیرهای جمعیتی برای یک نمونه ۲۰۶۳ نفره از جمعیت سوئد ارسال کردند. آن‌ها در پژوهش خود اثر متغیرهای سواد مالی و عوامل جمعیت‌شناختی را کنترل کردند. یافته‌های آنان کاربرد فرضیه چرخه رفتاری و رفتار پس‌انداز را ارائه کرد. افرادی که به‌خوبی می‌توانستند با سوگیری کوتاه‌نگری مبارزه کنند و به اصلاح خودکنترلی داشته باشند با احتمال بیشتری از هر پرداخت خود پولی پس‌انداز می‌کردند، از رفتارهای مالی عمومی بهتری برخوردار بودند، نسبت به مسائل مالی کمتر احساس نگرانی می‌کردند و در مورد وضعیت مالی فعلی و آتی احساس امنیت بیشتری داشتند. بنابراین افق زمانی را به‌عنوان عامل علی مهمی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران شناسایی کردند.

چانگ و لین^۲ در ۲۰۱۵ پژوهشی با هدف بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس‌های بین‌المللی انجام دادند. این مطالعه به بررسی اثر فرهنگ و ناهنجاری‌های رفتاری بر تمایل سرمایه‌گذاران به رفتار توده‌ای در بازارهای سرمایه بین‌المللی و همچنین آزمون رفتار توده‌ای در این بازارها پرداخته است. این پژوهش چهار ویژگی منحصربه‌فرد دارد که آن را از سایر مطالعات قبل از آن متمایز ساخته است. اول از آنجایی که سرمایه‌گذاران به‌ناچار از رفتار عموم تقلید می‌کنند و این تقلید تحت تأثیر فرهنگ ملی آن‌هاست این مطالعه به بررسی تأثیر فرهنگ بر رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران در بازارهای بین‌المللی بر اساس مقایسه فرهنگ کشورهای پرداخته است. دوم، اگرچه مطالعات قبلی در زمینه مالی رفتاری، انواع مختلفی از مشکلات و توده‌ای سرمایه‌گذاران را توصیف کرده‌اند، اما کمتر به بررسی تأثیر ناهنجاری‌های رفتاری بر رفتارهای توده‌ای پرداخته‌اند. به‌منظور درک کامل دلایل رفتارهای توده‌ای، این مطالعه به بررسی تأثیر ناهنجاری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بر تمایل سرمایه‌گذاران به رفتارهای توده‌ای پرداخته است. سوم، در این پژوهش رابطه بین شاخص‌های فرهنگی با شاخص‌های کلان و همچنین تأثیر فلسفه کنفوسیوس بر رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران بررسی شده است و در آخر اینکه این مطالعه به بررسی رفتارهای توده‌ای سرمایه‌گذاران در بورس‌های بیشتر و برای فواصل زمانی طولانی‌تر از مطالعات قبلی پرداخته است در واقع ۵۰ بازار سهام در طول ۴۶ سال را مورد مطالعه قرار داده است. نتایج تجربی پژوهش آن‌ها نشان داد که فرهنگ ملی یکی از عوامل زمینه‌ای تعیین‌کننده رفتارهای توده‌ای سرمایه‌گذاران است و از جمله مهم‌ترین جنبه‌های فرهنگی در این زمینه فاصله قدرت، فردگرایی و مردسالاری است. سرانجام آن‌ها ادعان داشتند که ناهنجاری‌های رفتاری از جمله خوش‌بینی بیش‌ازحد، اعتمادبه‌نفس کاذب و اثر تمایلی^۳ مهم‌ترین عوامل در بروز رفتارهای غیرمنطقی سرمایه‌گذاران هستند.

چاندرا و کومار^۴ در سال ۲۰۱۱ به تجزیه و تحلیل مؤلفه‌های اصلی داده‌های جمع‌آوری شده از نظرسنجی سرمایه‌گذاران فردی پرداختند تا عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران هندی در بازار سهام را شناسایی کنند. مقاله آن‌ها با هدف شناسایی و بازبینی سوگیری‌های روان‌شناختی که بر رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سهام اثرگذار است انجام گرفته

1. Stromback, Lind, Skagerlund, & Vastfjall
 2. Chang & Lin
 3. Disposition effect
 4. Chandra and Kumar

است. در این پژوهش طیف گسترده‌ای از ادبیات مالی رفتاری به‌منظور به دست آوردن عوامل روان‌شناختی مؤثر بر رفتار معاملاتی سرمایه‌گذار بررسی شده است و بر اساس ادبیات مالی رفتاری، آزمون‌های روان‌شناسی و مباحثه با فعالین بازار سرمایه سبزه سوگیری روان‌شناختی با استفاده از هفده متغیر اندازه‌گیری شدند. سپس سعی شده با مراجعه مستقیم به سرمایه‌گذاران، رفتار معاملاتی آن‌ها کشف شود. برای دستیابی به این هدف از روش پرسش‌نامه‌ای استفاده شده است. پرسش‌نامه‌ها شامل سؤالات مبتنی بر سناریو مربوط به کلیه سوگیری‌های روان‌شناختی است. آنان برای تجزیه و تحلیل اطلاعات جمع‌آوری شده از پرسش‌نامه‌ها از تجزیه و تحلیل چند متغیره و برای برازش روش خود از آزمون‌های آماری مختلف از جمله آزمون کفایت نمونه KMO و آزمون بارتلت استفاده کردند. نتایج تحلیل مولفه‌های اصلی پنج محور روان‌شناختی را آشکار کرد که به نظر می‌رسد عوامل علی اثرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران هندی هستند. این پنج محور نگرش احتیاطی، محافظه‌کاری، عدم اعتماد به نفس، عدم تقارن اطلاعاتی و اعتیاد مالی بودند.

بغدادآباد، حبیبی و هلید^۱ در ۲۰۱۱ به بررسی رفتار سرمایه‌گذاران خرد برای خرید سهام در بازار سرمایه کوآلالمپور پرداختند. هدف پژوهش آن‌ها شناسایی عوامل کلیدی انتخاب سهام توسط سرمایه‌گذاران خرد بود. ابزار گردآوری اطلاعات در بخش کیفی پژوهش مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته عمیق بوده و دوازده مصاحبه‌شونده با توجه به ویژگی‌های جمعیت شناختی مانند جنسیت و سن و همچنین بر اساس میزان تجربه سرمایه‌گذاری و ارزش معاملاتشان انتخاب شدند. آنان برای تحلیل مصاحبه‌ها از روش تحلیل محتوا و کدگذاری مضامین یا مقوله‌های مرتبط با سؤال تحقیق استفاده کردند. بر اساس پژوهش سبزه عامل مؤثر در انتخاب سهام شناسایی شد که می‌تواند بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران کوچک برای انتخاب سهام تأثیر بگذارد. این عوامل بر اساس سطح اهمیت شامل صورت‌های مالی شرکت‌ها، اسناد حسابداری، روند قیمتی سهام، اطلاعات عمومی شرکت، متغیرهای سودآوری، مشاوره با افراد، نسبت‌های مالی، حجم معاملات گذشته سهام، منابع اطلاعاتی دست‌دوم، جریان‌های نقدی تنزیل شده، سیاست‌های دولتی، محاسبه متغیرهای اقتصادی و ریسک می‌باشند. شواهد نشان داد که موسسات سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاران فردی سه متغیر «ریسک سهام، سیاست‌های دولت و متغیرهای اقتصادی» را به‌عنوان عوامل زمینه‌ای مؤثر بر انتخاب سهام در نظر می‌گیرند اما سرمایه‌گذاران خرد به این سه متغیر توجه چندانی ندارند.

عبدالرحیمیان، ترابی، صادقی و دارابی در سال ۱۳۹۷ تحقیق ترکیبی کمی-کیفی با هدف ارائه الگوی رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران انجام دادند. در مرحله کمی از استراتژی پیمایش و در مرحله کیفی از استراتژی پدیدار نگاری استفاده کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که فرهنگ نه‌تنها بر فرایند شناختی افراد بلکه بر قضاوت، اعتماد به نفس فردی و فرایند پردازش اطلاعات یا دانش شخص تأثیرگذار است. آنان اذعان داشتند که در بازار سرمایه ایران مدل رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران از عوامل فرهنگی آغاز می‌شود. به عبارتی زیربنایی‌ترین عامل در رفتار سرمایه‌گذاران همانا عامل فرهنگ است. در این پژوهش خبرگان به این نکته اذعان داشتند که ورود سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه ایران مطابق با موازین شرع مقدس بوده و متشرعین با طیب خاطر از حلال بودن فعالیت در بازار سرمایه،

سرمایه خود را در این عرصه وارد می‌کنند. تورش رفتاری مشاهده شده در این پژوهش رفتار توده‌وار بود. بدین صورت که تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران نسبت به صف‌های خرید و فروش و حرکت توده‌وار آن‌ها به دنبال سرمایه‌گذارانی عمل می‌کنند که گمان می‌برند آن‌ها حتماً بر اساس اطلاعاتی خاص و دلیلی منطقی عمل می‌نمایند و دچار اشتباه نمی‌شوند. همچنین نتایج این پژوهش نشان داد که در ایران سرمایه‌گذاران در منطقه سود ریسک‌پذیر هستند. آن‌ها بیان کردند که در این شرایط سهام‌دار از آنجا که حاشیه امنیت بیشتری احساس می‌کند، ریسک‌پذیرتر می‌شود.

چاووشی و فلاطون نژاد در ۱۳۹۶ با استفاده از تحلیل عاملی نظرات ۱۴۰ سرمایه‌گذار در بورس اوراق بهادار تهران را که از طریق پرسش‌نامه جمع‌آوری شده بود مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. تحلیل رتبه‌بندی رفتارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مبین وجود منابع اطلاعاتی فراوان در بازار سرمایه ایران می‌باشد، به این مفهوم که دستیابی به اطلاعات در بازار سخت نیست اما آنچه اهمیت دارد ریسک اعتماد به صحت اطلاعات است لذا رفتار اعتبارسنجی دارای بیشترین اهمیت و رفتار جست‌وجوگری از اولویت پایین‌تری برخوردار می‌باشد و اکثر سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند با بررسی‌های خودشان موقعیت‌های سرمایه‌گذاری موجود را رتبه‌بندی کنند تا اینکه بر اساس جو بازار و فشار نظر اطرافیان تصمیم‌گیری نمایند لذا رفتار تحلیل‌گری در اولویت دوم قرار دارد. در بین تورش‌های رفتاری، مراجعه به شایعات و بیش اعتمادی افراد از شایع‌ترین خطاهای ادراکی محسوب می‌شود. همچنین آنان دریافتند که رفتار توده‌ای از تورش‌های رفتاری شایع در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است.

بهاروند در سال ۱۳۹۵ به بررسی جهت‌گیری‌های رفتاری اثرگذار بر تصمیم خرید و فروش سهام توسط سرمایه‌گذاران فردی در بورس منطقه خرم‌آباد پرداخت. وی کار رو خود را با استفاده از پرسش‌نامه و نمونه ۸۰ نفری از سهام‌داران بورس خرم‌آباد به انجام رسانید. یافته‌ها نشان دادند که سهام‌داران در اخذ تصمیم برای خرید و فروش سهام تحت تأثیر جهت‌گیری‌های رفتاری از جمله سوگیری نمایندگی، نقطه اتکا، بیش واکنشی، اعتماد به نفس کاذب، رفتار توده‌ای، توجه بیش از حد به شایعات و کم واکنشی قرار می‌گیرند.

شاکری در سال ۱۳۹۵ پژوهشی تحت عنوان بررسی تأثیر دام‌های مالی رفتاری بر ریسک سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران انجام داد. در این راستا داده‌های مورد نیاز خود را از طریق پرسش‌نامه و نرم‌افزار اطلاع‌رسانی بورس طی دوره زمانی دو ماه جمع‌آوری کرده و از طریق معادلات ساختاری مورد تجزیه و تحلیل قرار داد. نتایج حاکی از آن بود که دام‌های رفتاری تأثیر مثبت و معناداری بر ریسک سرمایه‌گذاری دارند و از بین شانزده دام مورد بررسی در این پژوهش هفت دام بهینه بینی، آشناگرایی، ابهام‌گریزی، پشیمان‌گریزی، فرااعتمادی، خوداسنادی و رویدادگرایی از دام‌های احساسی و شناختی تأثیرگذار بوده‌اند.

گندمکار در ۱۳۹۵ در پژوهشی تأثیر عوامل رفتاری بر سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار را مورد بررسی قرار داد. به این منظور ۴۰۰ نفر از سرمایه‌گذاران فعال در بورس اوراق بهادار تهران را انتخاب و از داده‌های مورد نیاز را از طریق پرسش‌نامه جمع‌آوری کرد. سپس با استفاده از روش معادلات ساختاری و تحلیل عاملی به بررسی داده‌ها پرداخت. نتایج حاکی از آن بود که رتبه‌بندی این عوامل از نظر میزان تأثیرگذاری عبارت‌اند از: ۱. رفتار توده‌وار؛ ۲. اثر تمایلی؛ ۳. بیش اطمینانی؛ ۴. پرهیز از پشیمانی؛ ۵. حسابداری ذهنی؛ ۶. شهود نمایندگی؛ ۷. محافظه‌کاری و ۸. اثر مالکیت.

طلوعی در ۱۳۹۴ به بررسی تأثیر حسابداری ذهنی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار پرداخت نمونه موردبررسی این مطالعه کارگزاران بورس اوراق بهادار و ابزار جمع‌آوری داده‌ها پرسش‌نامه محقق ساخته بوده است. نتایج نشان داد که بین حسابداری ذهنی و تصمیمات سرمایه‌گذاری رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد. همچنین آن‌ها دریافتند که به تناسب گرایش سرمایه‌گذاران به حسابداری ذهنی از ارزیابی فعالیت‌های مالی توسط آن‌ها نیز کاسته می‌شود و به شیوه‌های غیر تحلیلی و انتخاب تصادفی روی می‌آورند. همچنین از نتایج دیگر این پژوهش آن بود که سرمایه‌گذاران موردبررسی به دلایل شناختی و احساسی معامله می‌کنند. آن‌ها در حالی دست به معامله می‌زنند که اطلاعات خاصی در مورد سهام مورد معامله در دست ندارند و تنها به دلایل احساسی (حس غرور و لذت معامله) دست به معامله می‌زنند.

یوسفی در ۱۳۹۴ پژوهشی با عنوان شناسایی و اولویت‌بندی سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران انجام داد. جامعه این پژوهش کلیه شرکت‌های صنعتی بورس اوراق بهادار تهران و فعال در ۱۳ صنعت طی دوره ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ بودند و از طریق توزیع ۱۰۹ پرسش‌نامه میان سرمایه‌گذاران داده‌ها جمع‌آوری شدند. نتایج نشان داد که سوگیری‌های رفتاری در اقدامات سرمایه‌گذاران شرکت‌های صنعتی بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد و این عوامل تبیین‌کننده‌های مناسبی از رفتار سرمایه‌گذاران هستند. در واقع سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری برای خرید و فروش سهام خود به ترتیب به سوگیری‌های پشیمان‌گریزی، زیان‌گریزی، دگرگون‌گریزی، خوداسنادی، فرااعتمادی و آشنا‌گرایی دچار هستند.

تجدید زاده در ۱۳۹۴ پژوهش خود را با هدف تجزیه و تحلیل تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌گیری آن‌ها به منظور انتخاب سهام به انجام رسانید. وی با توزیع پرسش‌نامه بنی ۳۸۴ نفر از سرمایه‌گذاران فعال در بورس اوراق بهادار تهران دریافت که تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌گیری آن‌ها در انتخاب سهام تأثیرگذار است. از جمله تورش‌های موردبررسی در این پژوهش که تأثیرگذاری آن‌ها اثبات شد خوداسنادی، تعاملات اجتماعی، روش ابتکاری، اعتمادبه‌نفس کاذب، بیش‌واکنشی و کم‌واکنشی و نقطه اتکا هستند. همچنین شواهد حاکی از آن بود که در بیشتر موارد با افزایش سن و میزان تحصیلات سرمایه‌گذاران تورش‌های رفتاری آن‌ها در اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری کمتر می‌شود. شاهسون در ۱۳۹۴ به بررسی واکنش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در سال ۱۳۹۳ پرداخت و با توجه به تجزیه داده‌های پرسش‌نامه‌ای که توسط ۱۳۰ سرمایه‌گذار در بورس اوراق بهادار تهران تکمیل شدند نتیجه‌گیری خود را بیان کرد. وی اذعان داشت که در سه صنعت موردبررسی شیمیایی، خودرویی و فلزات اساسی عوامل بیوربیتی، اعتمادبه‌نفس، کسب پرستیژ و قدرت منطق افراد، بر حجم سرمایه‌گذاری‌های آن‌ها در بازار سهام تأثیر مثبت دارد.

سیف‌الهی و همکاران در ۱۳۹۴ به بررسی مقایسه‌ای عوامل رفتاری در سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی پرداختند. به این منظور آنان ۳۸۵ نفر از سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران را انتخاب و داده‌های موردنیازشان را با استفاده از پرسش‌نامه جمع‌آوری کردند. نتایج نشان داد که رتبه‌بندی این عوامل از نظر میزان تأثیرگذاری عبارت‌اند از: ۱. سود و زیان نسبی؛ ۲. اثر تمایلی؛ ۳. محافظه‌کاری؛ ۴. رفتار توده‌وار؛ ۵. شهود نمایندگی؛ ۶. اثر مالکیت؛ ۷. پشیمان‌گریزی.

روش‌شناسی پژوهش

در این پژوهش، از روش پژوهش کیفی نظریه‌پردازی داده‌بنیاد چندوجهی^۱ استفاده می‌شود. نظریه داده‌بنیاد چندوجهی تکمیل نظریه داده‌بنیاد از طریق زمینه‌دار شدن نظریه به روش چندگانه را نشان می‌دهد؛ بدین معنا که ما نظریه کشف شده از روش نظریه داده‌بنیاد را از طریق مآخذ دیگر داده‌ها تکمیل می‌کنیم تا نظریه کشف شده هم از لحاظ تجربی (از طریق نمونه‌گیری نظری) و هم از لحاظ نظری (مقایسه با نظریه‌های پیشین) اشباع یا به چالش کشیده شود. نظریه داده بنیاد چندوجهی رویکردی برای توسعه نظریه است. نظریه‌هایی که از پیش موجودند (اسدی فرد، فانی، عادل آذر و الوانی، ۱۳۹۵). برای تدوین مدل جامع تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی که سازگار با محیط بومی ایران باشد بهترین روش استفاده از روش نظریه داده بنیاد است و با توجه به آنکه در باب موضوع بررسی، نظریه‌ها و پیشینه پژوهشی پراکنده و ناکاملی وجود دارد، نظریه داده‌بنیاد چندوجهی روش مناسبی برای پژوهش حاضر در نظر گرفته شد.

در پژوهش‌های کیفی به‌طور کلی چهار روش برای گردآوری شواهد و ساخت داده‌ها وجود دارد: مشاهدات، مصاحبه‌ها و پرسش‌نامه‌ها، مستندات و مواد سمعی و بصری. در این پژوهش هدف شناخت و درک تجارب سرمایه‌گذاران در زمینه «تصمیم‌گیری مالی» در بستر بومی ایران است که ویژگی‌های خاص خود را دارد. با توجه به اینکه روش پژوهش حاضر کیفی و داده بنیاد چندوجهی است ابتدا از طریق مطالعه کتابخانه‌ای و پایگاه‌های اطلاعاتی معتبر، مبانی نظری لازم برای تبیین و آشنایی با موضوع پژوهش گردآوری شده سپس همانند سایر پژوهش‌های داده بنیاد، از مصاحبه برای بسط میانی نظری و نهایتاً تدوین مدل مفهومی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران استفاده شده است.

از آنجایی که در پژوهش‌های کیفی، تصمیم‌پذیری نتایج دغدغه اصلی محقق نیست، لذا به‌جای استفاده از تکنیک‌های نمونه‌گیری که امکان تصمیم‌پذیری نتایج را فراهم می‌آورند باید به دنبال انتخاب مشارکت‌کنندگانی باشیم که دارای توانایی بیان ادراکات خود در مورد پدیده موردنظر باشند. به همین دلیل با توجه به هدف پژوهش از روش نمونه‌گیری گلوله برفی یا زنجیره‌ای^۲ برای مصاحبه استفاده می‌کنیم. نمونه‌گیری گلوله برفی یا زنجیره‌ای یعنی انتخاب شرکت‌کنندگانی که به نحوی با یکدیگر پیوند دارند و پژوهشگر را به دیگر افراد همان جامعه راهنمایی می‌کنند (مشایخی و همکاران، ۱۳۹۲). جهت گردآوری داده‌ها در این پژوهش از مصاحبه‌های عمیق نیمه ساختاریافته^۳ استفاده شده است. به عبارت دیگر به‌منظور غنای پژوهش در مصاحبه، تلاش می‌شود تا افرادی که شخصاً موضوع پژوهش را به مدت طولانی تجربه کرده‌اند و از دانش کافی مرتبط با موضوع برخوردارند، انتخاب شوند. جامعه آماری پژوهش حاضر سرمایه‌گذاران حقیقی بازار سرمایه ایران هستند. برای شروع با مشورت اساتید راهنما و مشاور از یکی از سرمایه‌گذاران سرشناس بازار سرمایه آغاز خواهیم کرد و در پایان مصاحبه از ایشان درخواست می‌شود که سایر افراد مطلع در خصوص موضوع پژوهش را معرفی نمایند. در روش نمونه‌گیری نظری که بر مفاهیم استخراج شده از داده‌ها

1. Multi Grounded Theory (MGT)
 2. Snowball or chain sampling
 3. Semi Structured

استوار است فرایند انتخاب نمونه‌ها تا هنگامی ادامه می‌یابد مطالب تکمیل‌کننده‌ای به اجزای تشکیل‌دهنده نظریه اضافه نمایند و در تمام مقوله‌ها سطوح به اشباع نظری برسیم (نصر و خواجوی، عباسیان و آقای، ۱۳۹۸).

لینکلن و گوبا اظهار می‌کنند که در یک مطالعه که با دقت هدایت شده و در آن انتخاب نمونه به صورت تکاملی و تعاقبی بوده است، می‌توان با حدود ۱۲ شرکت‌کننده به نقطه اشباع رسید و احتمالاً این تعداد بیشتر از ۲۰ نخواهد شد. کوپل بیان می‌کند که در صورتی که هدف از مصاحبه اکتشاف و توصیف عقاید و نگرش‌های مصاحبه‌شوندگان باشد با توجه به زمان و منابع قابل دسترس، تعداد (۱۰±۱۵) نمونه برای انجام مصاحبه کافی خواهد بود (کوپل، ۱۹۹۶).

در پژوهش حاضر پس از انجام ۱۸ مصاحبه با خبرگان حرفه، به تشخیص محقق داده‌های گردآوری شده به نقطه اشباع رسیده و نیازی به انجام مصاحبه‌های جدید وجود نداشت. میانگین مدت زمان انجام مصاحبه‌ها یک ساعت و پنج دقیقه بوده است. بعد از انجام مصاحبه‌ها تعداد فراوانی کل مفاهیم استخراج شده ۴۴۰ مفهوم بوده است که به‌طور میانگین از هر مصاحبه حدود ۲۴ مفهوم استخراج شد؛ هر مفهوم به‌طور میانگین ۳ بار تکرار شد. بیشترین فراوانی مربوط است به مفهوم «محیط» که ۱۳ بار تکرار شده است. در این پژوهش ۶۷ مقوله اصلی و ۲۱۸ مفهوم استخراج شد که به‌طور میانگین هر مقوله اصلی از ۴ مفهوم حاصل شده است. در جدول زیر ویژگی‌های خبرگانی که با آن‌ها مصاحبه شده، ارائه گردیده است.

جدول ۱. وضعیت موقعیت شغلی و مدارک تحصیلی مشارکت‌کنندگان در پژوهش

موقعیت شغلی/تحصیلات	دکتری	کارشناسی ارشد	کارشناسی	جمع کل
مدیرعامل	۲	۴	۰	۶
هیئت‌مدیره	۱	۱	۰	۲
مدیر سرمایه‌گذاری	۲	۶	۰	۸
کارشناس سرمایه‌گذاری	۲	۰	۰	۲
جمع کل	۷	۱۱	۰	۱۸

جدول ۲. میزان سابقه کار حرفه‌ای (برحسب سال) مشارکت‌کنندگان

شرح	فراوانی - سابقه کار برحسب سال	درصد فراوانی
۲۰ تا ۲۵ سال	۱	۶
۱۵ تا ۲۰ سال	۶	۳۳
۱۰ تا ۱۵ سال	۴	۲۲
۵ تا ۱۰ سال	۵	۲۸
زیر ۵ سال	۲	۱۱
مجموع	۱۸	۱۰۰

یافته‌های پژوهش

کدگذاری استقرایی - معادل کدگذاری باز

کدگذاری استقرایی هم از نظر فرایندی و هم از نظر توجه به داده‌ها، معادل با کدگذاری باز در GT است؛ پالایش مفهومی که به معنای شفاف‌سازی مفاهیم می‌باشد، نقطه تمایز خاص MGT با MG است. اولین قدم در تجزیه و تحلیل‌ها مفهوم‌پردازی است، از این جهت داده‌های مصاحبه به دقت مورد بررسی قرار گرفت و داده‌های مشابهی که بار معنایی یکسانی داشتند تحت کد مشترکی کدگذاری شدند و سپس مفاهیم متناسبی به آن‌ها اختصاص داده شد. برای نمونه نحوه کدگذاری نقل قول‌های زیر بیان می‌گردد:

«روزهایی بوده که من ۲۰ واحد سود کردم سرسوزنی در احساساتم تغییری ایجاد نشده ولی روزی دو واحد زیان کردم و خیلی ناراحت شدم و با خودمم می‌گم حالا چیزی نشده که ولی خب این حس وجود داره...» [درد یه واحد زیان بیشتر از لذت یه واحد سوده]

«یه جایی میرسه که اسکیل پرتفوت یه جوری شده که قبلاً مثلاً ارزوت بود که تو استیج اولیه یه ماشین خوب داشته باشی الان یه نوسان پرتفوت میتونه یه ماشینو بالا پایین کنه -... ریسک‌پذیری رو به شدت کمتر میکنه ... آدم‌هایی که پول‌های بزرگ‌تری دارن ریسک کمتری هم میکنن - هرچی پرتفوی بزرگ‌تر میشه آدم به فکر اینکه حفظ کنه ولی پرتفوی که کوچیکه آدم دوست داره سریع‌تر بزرگ‌تر بشه این کارو کنم و اینا...» [پول بزرگ‌تر، ریسک‌پذیری کمتر]

«اصلاً بازاری که آدم توش سود کنه چیزی یاد نمیگیره ازش چون که همون چیزی که گفتین آدم با خودش فکر میکنه خوب من خیلی به درجه‌ای از مثلاً تحلیل رسیدم که میتونم پیش‌بینی کنم یا معامله منطقی بکنم بعد اینکه که اصلاً شل میشه و تحلیل کردن رو میزاره کنار...» [غرور ناشی از سود]

«یه عده تازه‌وارد بازار میشن ۴ تا سهم عرضه اولیه میخرن سود میکنن، تحت تأثیر این اثر اولیه سود کردن با خرید سهم مخصوصاً در بازارهای بولیش، بازارهایی که رو به بالاته بعضی از این عزیزان اقدام میکنن به جمع‌آوری سرمایه‌ها از دوست و فامیل و این‌ها با تضمین سود و تبدیل میشه به یه شرایطی که بعداً به شدت ضربه میخورن...» [اثر سود اولیه]

پس از بررسی نقل قول‌های ذکرشده و در فرایند مقایسه مداوم داده‌ها مفاهیم «درد یه واحد زیان بیشتر از لذت یه واحد سوده»، «پول بزرگ‌تر، ریسک‌پذیری کمتر»، «غرور ناشی از سود» و «اثر سود اولیه» شناسایی شدند. استخراج بقیه مفاهیم نیز به همین ترتیب با بررسی سایر داده‌های مصاحبه‌ها انجام شد.

سپس به منظور تشکیل مقوله‌ها، مفاهیم با یکدیگر مقایسه شد تا شباهت‌ها و تفاوت‌هایشان روشن گردد. برای مثال با مقایسه مفاهیم مختلف، پژوهشگر به این نتیجه رسید که مفاهیم «غرور ناشی از سود» و «اثر سود اولیه» که در مصاحبه‌های مختلف مطرح شده بود، اشاره به یک موضوع دارند که پس از انجام مقایسه‌های مداوم و در مفهوم‌پردازی در سطح بالاتری از انتزاع، پژوهشگر برچسب «اعتمادبه‌نفس کاذب» را به آن اختصاص داد. این مفهوم در سطح بالاتری

از مفاهیم ذکر شده بوده و همچنین انتزاعی‌تر بوده و مفاهیم قبلی را پوشش می‌دهد. به همین ترتیب مقوله‌های دیگر در رابطه با عوامل رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی شناسایی و استخراج شده است.

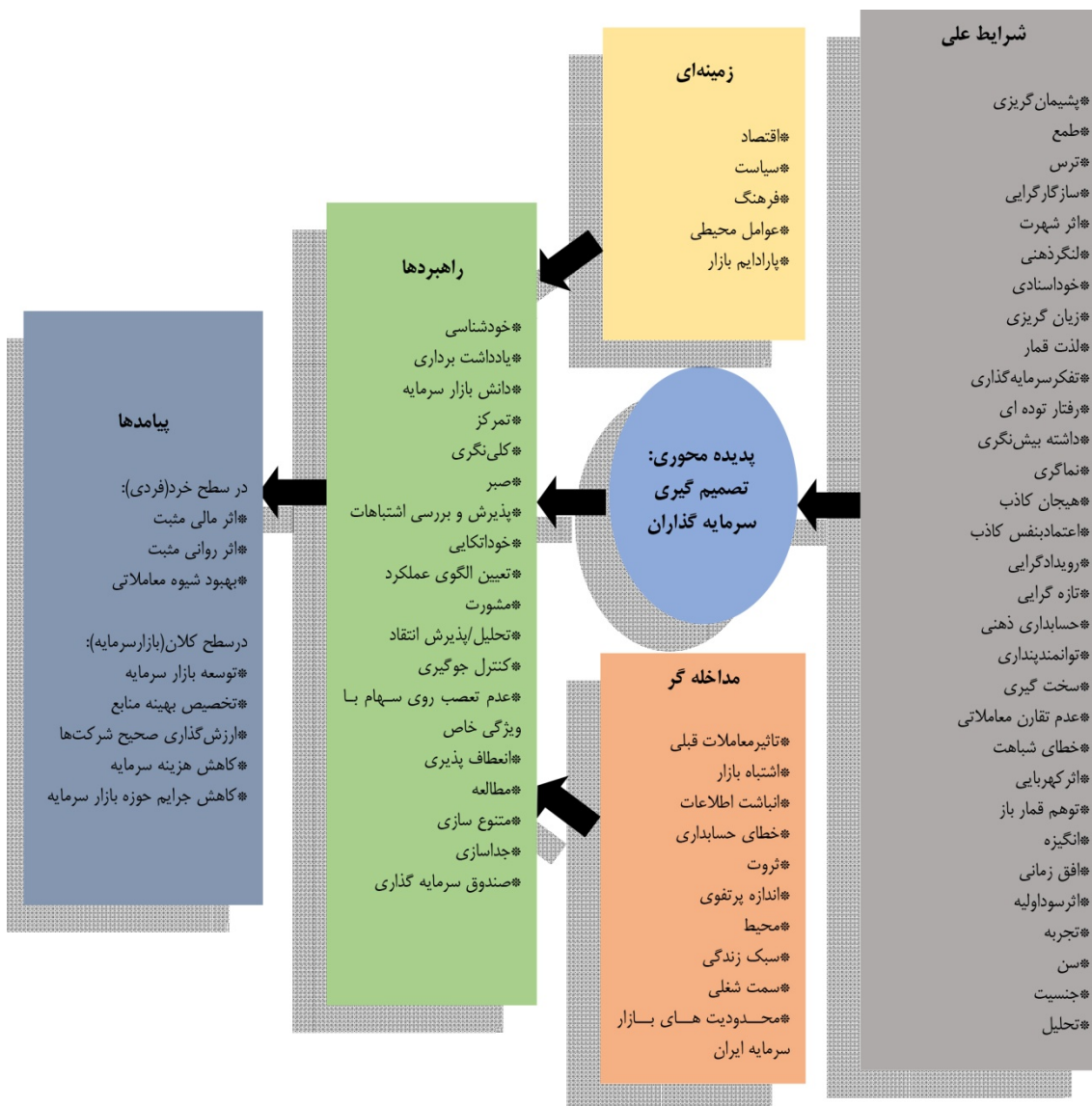
کدگذاری الگوی - معادل کدگذاری محوری

در بخش کدگذاری استقرایی - معادل کدگذاری باز داده‌ها را می‌شکنیم و از هم جدا می‌کنیم؛ اما در بخش کدگذاری الگویی که معادل کدگذاری محوری در نظریه داده بنیاد است مقوله‌های قبلی را با روش‌های مفهومی متفاوتی در کنار هم قرار می‌دهیم تا بین مقوله‌های اساسی محصول کدگذاری باز، ارتباطات درونی برقرار شود. با انجام کدگذاری محوری، پیوند بین مقوله‌ها برقرار شد و «شرایط علی»، «مقوله محوری»، «شرایط مداخله‌گر»، «شرایط زمینه‌ای»، «راهبردها» و «پیامدها» شناسایی گردید. در پژوهش حاضر از آنجاکه «عوامل رفتاری مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران» موضوع اصلی پژوهش است و مصاحبه‌ها حول این محور اصلی قرار گرفته تا حدی که در اغلب داده‌ها ردپای این تصمیم‌گیری و عوامل شکل‌دهنده آن به وضوح قابل مشاهده است، لذا می‌توان گفت که مقوله محوری این پژوهش «تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران» است که در مرکز مدل قرار گرفته است و سایر مقوله‌ها به آن مرتبط شده‌اند. مقوله‌های شناسایی شده در این پژوهش عبارت‌اند از:

- | | | | |
|----------------------|----------------------------------|----------------------------|---------------------|
| • پیشمان‌گریزی | • طمع و ترس | • سازگارگرایی | • اثر شهرت |
| • لنگر ذهنی | • خوداسنادی | • زیان‌گریزی | • لذت قمار |
| • تفکر سرمایه‌گذاری | • رفتار توده‌ای | • هیجان کاذب | • اعتمادبه‌نفس کاذب |
| • رویدادگرایی | • تازه‌گرایی | • حسابداری ذهنی | • توان‌پنداری |
| • سخت‌گیری | • عدم تقارن معاملاتی | • خطای شباهت | • اثر کهریایی |
| • توهم قمارباز | • نماگری | • افق زمانی | • اثر سود اولیه |
| • تجربه | • سن | • جنسیت | • تحلیل |
| • داشتن پیش‌نگری | • تأثیر معاملات قبلی | • اشتباه بازار | • انباشت اطلاعات |
| • خطای حسابداری | • ثروت | • اندازه پرتفوی | • محیط |
| • سبک زندگی | • سمت شغلی | • محدودیت‌های بازار سرمایه | • اقتصاد |
| • سیاست | • فرهنگ | • عوامل محیطی | • پارادایم بازار |
| • خودشناسی | • عدم تعصب روی سهام با ویژگی خاص | • یادداشت‌برداری | • دانش بازار سرمایه |
| • تمرکز | • کلی‌نگری | • صبر | • خوداتکایی |
| • تعیین الگوی عملکرد | • پذیرش و بررسی اشتباهات | • مشورت | • انعطاف‌پذیری |
| • کنترل جوگیری | • تحمل و پذیرش انتقاد | • مطالعه | • دایورسیفای |
| • دیستریکت | • صندوق سرمایه‌گذاری | | |

تلخیص نظریه - معادل کدگذاری انتخابی و تشکیل یک یا چند هسته مرکزی

فرایند کدگذاری باز و محوری به پیدایش مجموعه‌ای از مقوله‌ها که بیانگر الگوی ارتباط خاص بین هر مقوله و زیر مقوله‌هایش است می‌انجامد. پیوند دادن مقوله‌ها به یکدیگر را کدگذاری انتخابی گویند. با توجه به تحلیل مصاحبه‌های صورت گرفته مدل پارادایم «تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی» در نمایه زیر ارائه شده است:



شکل ۱. مدل تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی

نحوه ارزیابی کیفیت مدل تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی

در دو دهه گذشته معیارهای متفاوتی در پژوهش‌های مختلف برای ارزیابی پژوهش‌های کیفی همانند پژوهش‌های کیفی مبتنی بر نظریه داده بنیاد ارائه شده است. در این پژوهش به منظور اعتباربخشی به مدل ارائه شده و نتایج به دست آمده از

«مقبولیت» استفاده شده است. مقبولیت بدین معناست که یافته‌های پژوهش تا چه حد در انعکاس تجارب مشارکت‌کنندگان، پژوهشگر و خواننده در ارتباط با پدیده مورد مطالعه موثق و قابل‌باور است. باینکه ممکن است تبیین انجام‌شده از پدیده مورد نظر تنها یکی از تفاسیر معتبر و پذیرفتنی از آن باشد (نیکبخت، خلیفه سلطانی، حسینی، مداحی و ودادهیر، ۱۳۹۷). به منظور ارزیابی کیفیت پژوهش‌های مبتنی بر نظریه‌پردازی داده بنیاد و دیگر پژوهش‌های کیفی کوربین و استراوس ۱۰ شاخص مقبولیت را معرفی کرده‌اند که بر مبنای آن مقبولیت این پژوهش ارزیابی گردیده است:

۱. تناسب: در این معیار مطالبی که مورد توجه قرار می‌گیرد آن است که آیا یافته‌های پژوهش با تجارب افراد حرفه‌ای و متخصص در حوزه مورد مطالعه و همچنین مشارکت‌کنندگان آن سازگاری و همخوانی دارد؟ در پژوهش حاضر، به منظور تحقق این معیار نتایج پژوهش، مدل کدگذاری محوری و انتخابی، به ۳ نفر از مشارکت‌کنندگان ارائه و پس از بحث و بررسی، نظرات تکمیلی آنان دریافت و اعمال شد. همچنین یافته‌های پژوهش به ۲ نفر دیگر از صاحب‌نظران حرفه که قبلاً در فرایند مصاحبه شرکت نداشتند، ارائه و توسط آن‌ها نیز مورد بررسی و ارزیابی و تأیید قرار گرفته است.

۲. کاربردی بودن یافته‌ها: این شاخص به دنبال پاسخ به این سؤالات است که آیا یافته‌ها به تبیین یا بینش جدیدی ختم شده؟ آیا این یافته‌ها کاربردی هستند؟ آیا نتایج حاصل از پژوهش قابل به‌کارگیری در تدوین سیاست و اقدامات اجرایی هستند؟ در این پژوهش جهت پاسخ به این سؤالات کاربرد و یافته‌های پژوهش از بعد عملی و نظری در قسمت نتیجه‌گیری و پیشنهادها بیان شده است.

۳. مفاهیم: مفاهیم چگونه ساختاریافته‌اند؟ مفاهیم برای ایجاد درک مناسبی از پدیده مورد نظر و دستیابی به زبان مشترک در حوزه مورد مطالعه ضروری هستند و انتظار می‌رود که یافته‌های تحقیق، پیرامون مفاهیم و مقوله‌ها سازمان‌دهی شوند. در این پژوهش سعی بر آن بوده است که مفاهیم و مقوله‌ها تا حد امکان مشخص شوند تا در نهایت بتوان مدل نهایی و یافته‌های پژوهش را پیرامون آن سازمان‌دهی نمود.

۴. زمینه مفاهیم: از آنجاکه بدون وجود زمینه، خواننده نمی‌تواند علت رخ دادن وقایع را درک کند، می‌توان گفت، یافته‌هایی که بدون در نظر گرفتن شرایط بستر و زمینه ارائه شوند، ناکامل و ناقص‌اند. در این پژوهش نیز از آنجاکه یافته‌های پژوهش بر مبنای تجارب، وقایع و رویدادهای مربوط به تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در «بستر» حرفه سرمایه‌گذاری و بازار سرمایه کشور بوده، از این حیث مفاهیم و مقوله‌های تحقیق نیز با در نظر داشتن زمینه و بستر اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری، به وجود آمده‌اند که این شرایط در مدل تحقیق ارائه شده است.

۵. منطق: آیا یافته‌ها معنادار است و جریان منطقی در مدل وجود دارد؟ در این پژوهش سعی بر آن بوده است که ارتباط بین مفاهیم و مقوله‌ها و مدل نهایی به صورت تفصیلی بیان شود.

۶. عمق: اگرچه مفاهیم به‌عنوان زبان مشترک و عمومی در پژوهش به شمار می‌رود و به ساختاردهی یافته‌های پژوهش کمک می‌نمایند، اما تشریح مفصل و مبسوط جزئیات است که به یافته‌های پژوهش غنا می‌بخشد. در پژوهش حاضر تلاش شده تا یافته‌های تحقیق در فرایند روایت نظریه پدیدار شده به‌طور مبسوط ارائه شوند.

۷. انحراف: آیا نمونه‌هایی وجود دارد که با مدل ارائه‌شده هم‌خوانی نداشته باشد؟ در این پژوهش در بخش شرایط علی و راهبردها مواردی وجود دارد که همسو نیستند و برای تصمیم‌گیری بهینه باید بین دو مورد متناقض انتخاب کرد مثلاً درحالی که برخی خبرگان تمرکز بر روی یکی دو سهم را پیشنهاد می‌دادند برخی استفاده از متنوع‌سازی را راهبرد کارا نام می‌بردند.
۸. بداعت: آیا یافته‌ها به صورت خلاقانه بازنمایی شده‌اند؟ این پژوهش نخستین پژوهشی است که به صورت جامع و کامل همه موارد مربوط به عوامل رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را در نظر می‌گیرد و مدلی را در این رابطه ارائه می‌دهد. در این پژوهش عوامل تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در گستره‌ای وسیع شامل عوامل رفتاری و جمعیت‌شناختی مورد بررسی قرار گرفته و عوامل متعددی را به آنچه در پیشینه و ادبیات موضوع کشورهای مختلف وجود داشته اضافه نموده است.
۹. حساسیت: آیا پژوهشگر نسبت به موضوع تحقیق، مشارکت‌کنندگان و یافته‌های آن حساس بوده است؟ تا چه میزان پژوهشگر سوگیری‌ها و تعصبات خود در رابطه با پدیده مورد مطالعه را کنار گذاشته و صادقانه به جست‌وجو و پذیرش تناقضات داده‌ها با نظرات و پیش‌فرض‌های خودش اقدام نموده است؟ به منظور تحقق این معیار، در طول فرایند پژوهش حاضر، پژوهشگر تلاش نموده تا موضوع مورد مطالعه را مهم دانسته و در انجام آن جدیت داشته باشد پیش از شروع تحقیق، محقق تلاش نموده با مطالعه ادبیات موضوع، پدیده مورد نظر را شناخته تا مانع از دخالت پیش‌فرض‌های اولیه خود در پژوهش شود. اگرچه پیش از انجام پژوهش، مسئله تحقیق همراه با برخی سؤالات خام و پالایش نشده در ذهن پژوهشگر وجود داشته اما در فرایند تحقیق، مسائل مربوط به تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران توجه پژوهشگر را به خود جلب نموده است؛ بنابراین می‌توان گفت که تلاش شده تا یافته‌های تحقیق بدون تأثیرپذیری از پیش‌فرض‌های پژوهشگر باشد و از فرایند پژوهش حاصل شود.
۱۰. استناد به یادداشت: از آنجاکه پژوهشگر در فرایند تحلیل یافته‌ها نمی‌تواند تمامی گفته‌ها، مباحث و نظرات و حالات را به خاطر بیاورد استفاده از یادداشت‌ها و استناد به آن‌ها در فرایند روایت پدیده مورد مطالعه ضرورت می‌یابد. در این زمینه پژوهشگر تلاش نموده تا فرایند تشریح مدل تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در قسمت‌های مختلف از یادداشت‌های مستخرج از داده‌ها استفاده کند (نیکبخت، ۱۳۹۷).

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در پژوهش حاضر با هدف تدوین مدل رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در بستر بومی بازار سرمایه ایران، ابتدا عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری به عنوان شرایط علی و همچنین عوامل زمینه‌ای و مداخله‌گر شناسایی شده و سپس راهبردهایی جهت بهبود فرایند تصمیم‌گیری از نظر خبرگان حرفه استخراج شده است. مهم‌ترین تفاوت مدل پژوهش حاضر با پژوهش‌های پیشین خارجی و داخلی در این است که عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی به صورت بومی‌سازی شده در محیط بازار سرمایه ایران بر اساس نظرات خبرگان حرفه سرمایه‌گذاری با روش نظریه‌پردازی

داده‌بنیاد چندوجهی از طریق مصاحبه نیمه ساختاریافته، استخراج شده است، درحالی‌که اکثر پژوهش‌های پیشین، متغیرهای آزموده شده در سایر کشورها را به روش کمی و معمولاً با استفاده از پرسش‌نامه در ایران آزمون کرده‌اند و علاوه بر آن در این مدل کلیه شرایط علی، مداخله‌گر، زمینه‌ای و راهبردها به صورت جامع بررسی شده‌اند. نتایج پژوهش حاکی از آن بود که شرایط علی بر اساس نظرات خبرگان حرفه شامل موارد زیر است:

پشیمان‌گریزی، طمع، ترس، سازگارگرایی، اثر شهرت، لنگر ذهنی، خوداسنادی، زیان‌گریزی، لذت‌قمار، تفکر سرمایه‌گذاری، رفتار توده‌ای، داشته‌بیش‌نگری، نماگری، هیجان‌کاذب، اعتمادبه‌نفس کاذب، تعصب به گذشته، تازه‌گرایی، حسابداری ذهنی، توانمندپنداری، سخت‌گیری، عدم تقارن معاملاتی، خطای شباهت، اثر کهربایی، توهم قمارباز، انگیزه، افق زمانی، اثر سود اولیه، تجربه، سن، جنسیت، تحلیل.

پرهیز از پشیمانی ناشی از انگیزه فرار از احساس تأسفی است که در اثر قضاوت و تصمیم اشتباه به وجود می‌آید. در پژوهش‌های پیشین نیز سیف الهی و همکاران (۱۳۹۴)، یوسفی (۱۳۹۴)، شاکری (۱۳۹۵) و گندمکار (۱۳۹۵) اثر این عامل رفتاری را بررسی کردند و دریافتند که این متغیر تأثیر معناداری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارد. ترس یکی دیگر از عوامل رفتاری مهم اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است که این متغیر در پژوهش‌های پیشین مانند چاندر و کومار (۲۰۱۱)، سیف الهی و همکاران (۱۳۹۴) و گندمکار (۱۳۹۵) نیز به‌عنوان عامل رفتاری مؤثر در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در نظر گرفته شده است. لنگر ذهنی یا نقطه اتکا بیان می‌دارد که افراد در رویارویی با پیچیدگی، تمایل به ساده‌سازی اطلاعات دارند. یکی از روش‌های ساده‌سازی یافتن نقطه اتکا برای اخذ تصمیم است. یعنی کلیه متغیرهای مرتبط را حذف و تنها یکی از آن‌ها را که قبلاً در ذهن دارند و یا آشنایی نسبتاً خوب با آن دارند نقطه اتکا قرار داده و برای تصمیم از این نقطه اتکا استفاده می‌کنند. در ادبیات پیشین نیز تجدیدزاده (۱۳۹۴) و بهاروند (۱۳۹۵) در پژوهش‌های خود به آن اشاره کردند. سوگیری خوداسنادی به معنای انتساب موفقیت‌ها به مهارت‌های شخصی و عدم موفقیت‌ها به شانس بد نیز به‌عنوان یکی از مقوله‌های علی اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است که در ادبیات موضوع هم توسط یوسفی (۱۳۹۴)، تجدیدزاده (۱۳۹۴) و شاکری (۱۳۹۵) مورد بررسی قرار گرفته و اثرگذاری معنادار آن تأیید شده است.

زیان‌گریزی نیز عامل علی اثرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاران است. در خصوص این عامل نوفسینگر، پترسون و شانک (۲۰۱۸) و یوسفی (۱۳۹۴) بررسی لازم را انجام داده و معنادار بودن این عامل را در پژوهش‌های خود ذکر کردند. لذت‌قمار عامل علی دیگری است که در ادبیات پیشین نیز چاندر و راویندرکومار (۲۰۱۱) با عنوان اعتیاد مالی و طلوعی (۱۳۹۴) با عنوان لذت معامله از این عامل به‌عنوان متغیر اثرگذار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران یاد کردند. تفکر سرمایه‌گذاری یکی از موارد مهم اثرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری است که در ادبیات پیشین توسط گامبتی و گیوسبرتی (۲۰۱۹) به‌عنوان سبک تصمیم‌گیری بررسی شد و شاید بتوان تا حدودی آن را نسخه‌ای کمرنگ از عامل تفکر سرمایه‌گذاری اشاره شده توسط خبرگان در بازار سرمایه ایران دانست.

رفتار توده‌وار عامل علی دیگری است که در ادبیات پیشین نیز نمونه‌های متعددی از بررسی این عامل و اثبات

معناداری آن در تصمیمات سرمایه‌گذاران مشاهده شد که به‌عنوان مثال می‌توان چانگ و لین (۲۰۱۵)، سالم (۲۰۱۹)، سیف الهی و همکاران (۱۳۹۴)، بهاروند (۱۳۹۵)، گندمکار (۱۳۹۵)، چاووشی و فلاطون نژاد (۱۳۹۶)، عبدالرحیمیان و همکاران (۱۳۹۷) را نام برد. افراد در معرض سوگیری داشته‌اند بیش‌نگری زمانی که از حقوق مالکیت یک دارایی برخوردار هستند ارزش بیشتری را برای آن در مقایسه با زمانی که آن دارایی مایملک آن‌ها نیست قائل می‌شوند. سیف الهی و همکاران (۱۳۹۴) و گندمکار (۱۳۹۵) نیز در پژوهش‌های خود به این عامل اشاره داشته‌اند. انسان آموخته است که برای درک بهتر مفاهیم موضوعات را طبقه‌بندی کند. سوگیری‌نماگری یکی دیگر از عوامل علی‌اثرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری است. سیف الهی و همکاران (۱۳۹۴) و گندمکار (۱۳۹۵) از نمونه پژوهشگرانی بودند که در تحقیقات خود این عامل را با عنوان شهود نمایندگی به‌عنوان متغیر اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ذکر کرده‌اند. عامل علی‌هیجان کاذب هم در پژوهش‌هایی مانند تجدیدزاده (۱۳۹۴) و بهاروند (۱۳۹۵) به‌عنوان بیش‌واکنشی و کم‌واکنشی بررسی شده است. اعتمادبه‌نفس کاذب عامل علی‌است که در بررسی ادبیات موضوع، پژوهشگرانی مانند بروک و همکاران (۲۰۱۸)، گیل و همکاران (۲۰۱۸)، یوسفی (۱۳۹۴)، تجدیدزاده (۱۳۹۴)، شاهسون (۱۳۹۴)، شاکری (۱۳۹۵)، بهاروند (۱۳۹۵) و گندمکار (۱۳۹۵) به آن توجه کرده‌اند و بر اثر آن در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران اذعان داشتند.

طلوعی (۱۳۹۴) و گندمکار (۱۳۹۵) حسابداری ذهنی را به‌عنوان عامل معنادار شناسایی کرده‌اند. انگیزه یکی دیگر از عوامل علی‌اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی است که شاهسون (۱۳۹۴) هم در پژوهش خود این عامل را تحت عنوان کسب پرستیژ و قدرت مورد بررسی قرار داده است. افق زمانی یا افق دید سرمایه‌گذاران توسط استروم بک و همکارانش (۲۰۱۷) تحت عنوان سوگیری کوتاه‌نگری مورد توجه قرار گرفته و بر اثرگذاری آن تأکید کردند.

سن و جنسیت دو عامل جمعیت شناختی است که تجدید زاده (۱۳۹۴)، نوفسینگر، پترسون و شانک (۲۰۱۸)، بروک و همکاران (۲۰۱۸)، گبی و زانوتی (۲۰۱۹) و سالم (۲۰۱۹) این عوامل جمعیت شناختی را در پژوهش‌های خود بررسی کرده و بر مؤثر بودن آن‌ها اذعان نمودند. تحلیل عامل علی‌مهم و اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در بازار سرمایه است. نمونه‌هایی از ادبیات پیشین که این متغیر را مورد بررسی قرار دادند می‌توان از بغدادآباد، تنها و هلید (۲۰۱۱) و خادمی و قاضی‌زاده (۱۳۸۶) نام برد.

شرایط مداخله‌گر مدل تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی از منظر خبرگان حرفه شامل تأثیر معاملات قبلی، اشتباه بازار، انباشت اطلاعات، خطای حسابداری، ثروت، اندازه پرتفوی، محیط، سبک زندگی، سمت شغلی و محدودیت‌های بازار سرمایه ایران است.

تأثیر معاملات قبلی به‌عنوان یک عامل مداخله‌گر در ادبیات پیشین توسط عبدالرحیمیان و همکاران (۱۳۹۷) تحت عنوان ریسک‌پذیری بیشتر بعد از سود کردن بررسی شده و اثرگذاری آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاران مورد تأکید قرار گرفته است. ثروت عاملی مداخله‌گر است که بروک و همکاران (۲۰۱۸) هم در پژوهش خود آن را به‌عنوان یک عامل کنترلی در نظر گرفتند که می‌تواند بر متغیر اصلی پژوهششان اثرگذار باشد. سمت شغلی به‌عنوان یکی از عوامل مداخله‌گر مهم در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است. نوفسینگر، پترسون و شانک (۲۰۱۸) هم پژوهشی درباره رابطه بین

تست‌وسترون به‌عنوان هورمون جنسیت و کورتیزول به‌عنوان هورمون استرس با تصمیمات مالی سرمایه‌گذاران معمولی انجام دادند. آن‌ها اذعان داشتند که از آنجایی که استرس در بین متخصصان امور مالی مانند معامله‌گران و مدیران صندوق‌ها شایع است پس این هورمون هم مانند تستوسترون بر تصمیمات مالی و نتایج آن اثرگذار است. شرایط زمینه‌ای اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران هم از دیدگاه خبرگان حرفه شامل شرایط اقتصادی، سیاسی، فرهنگی و عوامل محیطی و پارادایم بازار است.

اقتصاد کشور از عوامل زمینه‌ای اثرگذار در تصمیمات سرمایه‌گذاری است. در ادبیات پیشین نیز بغدادآباد، تنها و هلید (۲۰۱۱)، گیل و همکاران (۲۰۱۸)، روسیولو، گنو و بروک (۲۰۱۹)، خادمی و قاضی‌زاده (۱۳۸۶) این عامل را مورد بررسی قرار داده و بر اثرگذاری آن تأکید داشتند. یکی از مهم‌ترین عوامل زمینه‌ای اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران سیاست است. در پژوهش‌های پیشین نیز بغدادآباد، تنها و هلید (۲۰۱۱) سیاست‌های دولت را عامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ذکر کرد. روسیولو، گنو و بروک (۲۰۱۹) هم بر اثرگذاری وقایع سیاسی و اجتماعی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأکید کردند. خادمی و قاضی‌زاده (۱۳۸۶) نیز از عوامل سیاسی به‌عنوان یکی از عوامل اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران یاد کرده‌اند. فرهنگ هم توسط چانگ و لین (۲۰۱۵) تحت عنوان فرهنگ ملی و عبدالرحیمیان و همکاران (۱۳۹۷) تحت عنوان اجتماع و فرهنگ مورد بررسی قرار گرفته است. پارادایم بازار یکی دیگر از عوامل مهم زمینه‌ای اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است. تنها پیشینه‌ای که شاید بتوان برای این عامل نام برد خادمی و قاضی‌زاده (۱۳۸۶) است که عوامل روانی بازار را بررسی کرده و به‌عنوان عامل اثرگذار در نظر گرفته‌اند اما می‌توان گفت این عامل جز نوآوری‌های پژوهش حاضر است و در ادبیات پیشین اشاره‌ای به آن نشده که شاید دلیل اصلی آن مختص بودن آن به بازار سرمایه ایران یا عدم توجه کافی محققان به اثرگذاری آن باشد.

در جهت بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری راهبردهای زیر پیشنهاد می‌شود:

خودشناسی سرمایه‌گذاران راهبرد مهم و کاربردی است. خودشناسی به این معناست که سرمایه‌گذار باید سویه‌های ذهنی خود را شناسایی کند تا بتواند در کنترل و کاهش آن‌ها تا حد ممکن موفق شود. درجه ریسک‌پذیری خود را کشف کند تا بتواند در انتخاب سهام پرتفوی سرمایه‌گذاری خود بهتر تصمیم‌گیری کند. سرزنش‌های مکرر و نارضایتی درونی نه‌تنها پیش برنده نیست بلکه می‌تواند در فرایند تصمیم‌گیری مخرب هم باشد. آنچه مهم است خود‌پالایی و شناخت خود در جهت تضعیف نقاط ضعف و تقویت نقاط قوت است. یادداشت‌برداری از معاملات و به‌طور کلی وقایع روزانه علاوه بر آنکه از سوگیری تعصب به گذشته جلوگیری می‌کند و خطر غرور کسب سود شانس و اتفاقی را کاهش می‌دهد می‌تواند در شناسایی اشتباهات تصمیم و درس گرفتن از آن‌ها و همچنین تشخیص نقاط قوت فرد در شکل‌دهی یک تصمیم و پررنگ کردن آن‌ها مؤثر باشد. کسب دانش بازار سرمایه و به‌روز نگه داشتن آن شامل مهارت در علوم مرتبط، آشنایی با مفاهیم بازار سرمایه، شناخت محیط و قوانین و ساختارهای حاکم بر بازار سرمایه ایران، آشنایی با پارامترهای اقتصادی کشور، تسلط بر مفاهیم سرمایه‌گذاری و ریسک و درک علمی متغیرهای دخیل در فرایند سرمایه‌گذاری می‌باشد. تمرکز روی یک بازار مالی یا تعداد سهام محدود سبب می‌شود شناخت کامل‌تری نسبت به آن‌ها پیدا کرده و تصمیمات

بهتری اخذ شود. شناخت همه‌جانبه یک بازار یا بررسی تمام جوانب یک سهم و پیگیری مدام آن طی زمان منجر به تصمیم بهینه خواهد شد. کلی‌نگری در ارتباط با ارزیابی پرتفوی بدان معناست که برای تصمیم‌گیری نهایی در مورد وضعیت سرمایه‌گذاری، کل پرتفوی به‌طور کلی در نظر گرفته شود اگر فروش یک سهم در نقطه کنونی منجر به شناسایی زیان خواهد شد شاید این زیان در واقع لازمه سود هنگفتی باشد که با استفاده مناسب از فرصت سرمایه‌گذاری موجود کسب می‌شود. از طرف دیگر کلی‌نگری به معنای ریز نشدن در متغیرهای اثرگذار بر یک سهم به حد افراطی است. بدین معنا که تعداد متغیرهای مؤثر در قیمت یک سهم در آینده آن قدر زیاد است که اگر سرمایه‌گذار در ریز جزئیات آن غرق شود ممکن است نتواند در زمان مناسب تصمیم درست را برای خرید یا فروش بگیرد. صبر عنصر لازم و حیاتی هر سرمایه‌گذاری است. بررسی اشتباهات و دلایل تصمیم‌گیری، عدم تکرار اشتباهات و درس گرفتن از اشتباهات گذشته، شناسایی زیان و قبول اشتباه، بررسی دلایل شکست بعد از بسته شدن معامله، یادداشت کردن درس‌های سرمایه‌گذاری از هر معامله، بررسی مجدد تحلیل، بررسی کلی عملکرد به‌صورت دوره‌ای از جمله مفاهیم راهبردی مهم هستند. اگر بخواهیم این مفهوم را با اصطلاحات حسابداری تعریف کنیم زمانی که اشتباهی در سرمایه‌گذاری رخ می‌دهد اگر از آن درس بگیریم می‌توانیم آن را بهای تمام‌شده سرمایه‌گذاری مان در نظر بگیریم اما اگر از آن درس نگیریم هزینه ریخته شده و غیرقابل بازیافت است. خودتکایی یا استقلال ذهنی به معنای عدم توجه به شایعات، کم کردن نویزها، عدم تأیید سایرین در خرید و فروش، عدم نظر خواهی، عدم توجه به اجماع مخالف و عدم وزن دهی به صحبت‌های دیگران یکی دیگر از راهبردهای بهبود است. تعیین الگوی عملکرد برای خرید و فروش و مشورت با افراد ذی‌صلاح موجب بهبود تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌شود. بغدادآباد، تنها و هلید (۲۰۱۱) نیز در پژوهش خود به آن توجه کرده‌اند.

همچنین یک سرمایه‌گذار خوب باید نظرات مخالف و انتقادات را بشنود و بدون تعصب روی انتخاب خود، با ارزیابی دقیق و منطقی تصمیم نهایی را بگیرد. پیشنهاد می‌شود در مواقع تصمیم‌گیری خود سرمایه‌گذار هم با دید انتقادی به سهم بنگرد و با نوشتن نقاط ضعف موجود تمام جوانب را در نظر بگیرد سپس تصمیم نهایی را اتخاذ کند. ترس، طمع، پرهیز از پشیمانی و زیان‌گریزی از جمله سویه‌های رفتاری هستند که منجر به واکنشی هیجانی و سریع در مواقع حساس می‌شوند که گاهی صدمات جبران‌ناپذیری به بار می‌آورد. یک سرمایه‌گذار خوب باید در نقاط حساس با کنترل احساس و بدون واکنش بیش‌ازحد تصمیم بگیرد و عمل کند. تعصب روی سهام خاص بدین معناست که سرمایه‌گذار وقت زیادی رو روی یک سهم به‌خصوص بگذارد و از سایر فرصت‌های بازار غافل شود یا تقسیم‌بندی‌های بی‌دلیل مانند خرید فقط سهام کوچک یا فقط سهام بزرگ یا فقط بورسی‌ها یا فقط دلاری‌ها انجام دهد که مانع تصمیم‌گیری بهینه است. باید هرگونه تعصب بی‌جا را در امر سرمایه‌گذاری حذف کرد. انعطاف‌پذیری، به معنای تغییر استراتژی همگام با تغییر شرایط و نداشتن تعصب روی روش کار همیشگی، راهبرد مؤثر در بهبود تصمیم‌گیری است. سرمایه‌گذاران با مطالعه و شناخت سویه‌های رفتاری مؤثر بر تصمیم‌گیری می‌توانند کنترل مؤثری بر این موضوع داشته باشند و تا حد امکان آن‌ها را کاهش دهند تا تصمیمات منطقی‌تری اتخاذ کنند. از آنجایی که حرفه سرمایه‌گذاری درگیری مدام ذهنی و اثرهای روانی بسیاری را منجر می‌شود اختصاص ساعاتی از روز یا هفته برای جدایی کامل ذهنی از فضای سرمایه‌گذاری و مالی ضروری به نظر

می‌رسد. ذهن در این مدت هرچند کوتاه می‌تواند خود را ریکاوری کرده و انبوه اطلاعات و متغیرها را دسته‌بندی و منظم کند. در آخر استفاده از صندوق‌های سرمایه‌گذاری به‌جای سرمایه‌گذاری مستقیم برای کسانی که مهارت کافی در این زمینه ندارند راهبردی مهم است که آسیب‌های مالی و روانی را کاهش می‌دهد.

محققانی چون رانا (۲۰۱۱)، فرزنا (۲۰۱۲)، دیوس (۲۰۰۶) و گرابل و لیتون (۱۹۹۸) نشان دادند که تحصیلات با تصمیم‌گیری بهینه سرمایه‌گذاران رابطه مستقیم دارد. اما پژوهش حاضر نشان داد که تحصیلات آکادمیک اثر چندانی بر بهبود روند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ندارد و آنچه مهم است دانش بازار سرمایه به معنای مهارت در علوم مرتبط، آشنایی با مفاهیم بازار سرمایه، شناخت محیط و قوانین و ساختارها، آشنایی با پارامترهای اقتصادی، مفاهیم سرمایه‌گذاری و ریسک و درک علمی است. شاید دلیل اصلی این نتیجه‌گیری متفاوت در محیط ایران با سایر کشورها فاصله زیاد آموزش و کاربرد عملی آن در نظام آموزشی ایران باشد. خوداتکابی به معنای عدم توجه به شایعات، کم کردن نویزها، عدم تأیید سایرین در خرید و فروش، عدم نظرخواهی، عدم توجه به اجماع مخالف و عدم وزن دهی زیاد به صحبت‌های مخالف هم راهبردی اثرگذار در بهبود تصمیم‌گیری است. گامبتی و گیوسبرتی (۲۰۱۹) هم این عامل را تحت عنوان استقلال ذهنی به‌عنوان متغیر اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ذکر کردند. چاووشی و فلاطون نژاد (۱۳۹۶) نیز این متغیر را با عنوان بررسی موقعیت‌های سرمایه‌گذاری توسط خود مورد بررسی قرار داده‌اند. انعطاف‌پذیری نیز یکی دیگر از راهبردهای مهم است که گامبتی و گیوسبرتی (۲۰۱۹) هم آن را به‌عنوان متغیر اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بیان کردند.

مهم‌ترین محدودیت پژوهش فعلی به روش پژوهش مربوط است. از آنجاکه در پژوهش کیفی پدیده مدنظر در بستر و زمینه خاص خود رخ می‌دهد، امکان تعمیم‌پذیری آن به سایر حوزه‌ها محدود است. امکان تفاسیر مختلف از پدیده مورد بررسی هم وجود دارد که این می‌تواند محدودیت دیگری تلقی شود. اما تلاش شده در روش داده بنیاد چندوجهی با تطابق نتایج حاصل شده با ادبیات و تئوری‌های موجود تا حد ممکن خطای تفسیر اشتباه و متفاوت را کاهش داد. راهبردهای ذکر شده در مدل می‌تواند پیشنهادها ارزشمندی برای سرمایه‌گذاران جهت بهبود فرایند تصمیم‌گیری باشد. همچنین موارد اثرگذار ذکر شده در شرایط زمینه‌ای می‌تواند مورد توجه قانون‌گذاران خصوصاً در سازمان بورس اوراق بهادار باشد تا به بهتر شدن فرایند اخذ تصمیم توسط سرمایه‌گذاران و در نتیجه آن تخصیص بهینه منابع کمک کنند. حوزه رفتاری بسیار گسترده است و برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود چنین پژوهشی بر روی جامعه آماری متفاوت برای نمونه اشخاص حقوقی سرمایه‌گذار شامل شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ‌ها انجام شود.

منابع

اسدی فرد، رؤیا، فانی، علی‌اصغر، آذر، عادل و الوانی، سید مهدی (۱۳۹۵). مدل تجزیه و تحلیل خط‌مشی عمومی در ایران. مدیریت دولتی، ۲۸(۲)، ۲۵۵-۲۷۶.

بحرالعلوم، محمدمهدی، میرهن، الیاس و فاضلی، سیدسهیل (۱۳۹۹). شناسایی عوامل رفتاری مؤثر بر شکست سرمایه‌گذاران فعال بازار سرمایه ایران با استفاده از نقشه‌های شناختی. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱۳(۵۰)، ۸۱-۱۰۸.

بهاروند، محمدحسین (۱۳۹۵). شناسایی جهت‌گیری‌های رفتاری اثرگذار بر تصمیم‌گیری سهام‌داران فردی در خرید و فروش سهام فردی در تالار بورس خرم‌آباد. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. گروه مدیریت. دانشکده علوم انسانی. دانشگاه آزاد اسلامی واحد ملایر.

تجدیدزاده، رضوان (۱۳۹۴). تجزیه و تحلیل تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌گیری آن‌ها به منظور انتخاب سهام در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. گروه مدیریت صنعتی. دانشکده مدیریت. دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.

چاوشی، سیدکاظم و فلاطون نژاد، فرشید (۱۳۹۶). ارائه مدل تحلیلی رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، ۶(۲۳)، ۱۰۵-۱۲۸.

سیف الهی، راضیه، کردلوئی، حمیدرضا، دشتی، نادر (۱۳۹۴). بررسی مقایسه‌ای عوامل رفتاری در سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، ۴(۱۵)، ۳۳-۵۲.

شاگری، حمیده (۱۳۹۵). بررسی تأثیر دام‌های مالی رفتاری بر ریسک سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. گروه مدیریت. دانشکده مدیریت و حسابداری. دانشگاه پیام نور تهران غرب.

شاهسون، علیرضا (۱۳۹۴). مطالعه تطبیقی تأثیر نظریه مالی رفتاری بر حجم سرمایه‌گذاری افراد (مطالعه موردی صنایع شیمیایی، خودروبی و فلزات اساسی در بورس اوراق بهادار تهران). پایان‌نامه کارشناسی ارشد. گروه حسابداری. دانشکده مدیریت و حسابداری. دانشگاه آزاد اسلامی واحد بروجرد.

شعری، صابر، حساس یگانه، یحیی، سدید، مهدی، و نره‌ئی، بنیامین (۱۳۹۵). تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران، حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری. فصلنامه حسابداری مالی، ۸(۳۲)، ۱-۳۷.

طلوعی، محمد (۱۳۹۴). بررسی تأثیر حسابداری ذهنی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. گروه حسابداری. دانشکده تحصیلات تکمیلی. دانشگاه پیام نور واحد آذربایجان (باکو).

عبدالرحیمیان، محمدحسین، ترابی، تقی، صادقی شریف، سیدجلال و دارابی، رویا (۱۳۹۷). ارائه الگوی رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، ۷(۲۶)، ۱۱۳-۱۲۹.

گندمکار، نیلوفر (۱۳۹۵). بررسی تأثیر عوامل مالی رفتاری بر سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. گروه بازرگانی. دانشکده مدیریت. دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.

مشایخی، بیتا، مهرانی، کاوه، رحمانی، علی و مداحی، آزاده (۱۳۹۲). تدوین مدل کیفیت حسابرسی. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۶(۲۳)، ۱۰۳-۱۳۷.

نصر، محمدعلی، خواجوی، شکراله، عباسیان، عزت اله و آقایی، محمدعلی (۱۳۹۸). طراحی چارچوب کنترل کیفیت برای موسسات حسابرسی و نهاد ناظر در ایران به روش داده بنیاد چندوجهی. فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۸(۳۰)، ۱۴۹-۱۷۴.

نیکبخت، زهرا، خلیفه سلطانی، سیداحمد، حسینی، سیدعلی، مداحی، آزاده و دادهیر، ابوعلی (۱۳۹۷). تدوین مدل استقلال حسابرس. فصلنامه حسابداری مالی، ۱۰(۳۸)، ۹۰-۱۱۲.

یوسفی، زهرا (۱۳۹۴). شناسایی و اولویت‌بندی سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران شرکت‌های صنعتی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. گروه مدیریت. دانشکده علوم انسانی. دانشگاه آزاد اسلامی واحد سمنان.

References

- Abdorrahimian, M.H., Torabi, T., Sadeghisharif, S.J. & Darabi, R. (2018). Behavioral Decision Making Pattern for Individual Investors In Tehran Stock Exchange. *Investment Knowledge*, 7(26), 113-130. (in Persian)
- Al-Alawi, A. (2017). *Holistic approach to the factors affecting individual investor's decision making in the GCC market*. Submitted Doctoral Thesis, Plymouth University.
- Asadifard, R., Fani, A.A., Azar, A. & Alvani, S.M. (2016). Public Policy Analysis Model in Iran. *Journal of Public Administration*, 8(2), 255-276. (in Persian)
- Baghdadabad, M., Habibi, F. and Halid, N. (2011). A study on small investors' behavior in choosing stock, case study: Kuala-Lumpur stock market. *African Journal of Business Management*, 5(27), 11082- 11092.
- Baharvand, M.H. (2016). *Identifying behavioral orientations affecting the decision of individual shareholders in buying and selling individual shares in Khorramabad Stock Exchange*. Master Thesis, Islamic Azad University. (in Persian)
- Bahrololoum, M.M., Mobarhan, E. & Fazeli, S. (2020). Identification and Analyzing of Behaviourial Factors Affecting Investors Failure in Irans Stock Market. *Journal of Securities Exchange*, 13(50), 81-108. (in Persian)
- Brook, C., Sangiorgi, I., Hillenbrand, C., & Money, K. (2018). Why are older investors less willing to take financial risks? *International Review of Financial Analysis*, 56(1), 52-72.
- Chandra, A. and Kumar, R. (2011). Determinants of individual investor behaviour: An orthogonal linear transformation approach. Retrieved from: <https://www.researchgate.net/publication/50514126>.
- Chang, C., & Lin, S. (2015). The effects of national culture and behavioral pitfalls on investors' decision-making: Herding behavior in international stock markets. *International Review of Economics and Finance*, 37, 380-392.
- Chavoshi, S.K. & Falatoon Nejad, F. (2017). An Analytical Modeling Of Investments Decision-Making Behavior In Tehran Stock Exchange. *Investment Knowledge*, 6(23), 105-128. (in Persian)
- Farzana, W., Rahman, M. I. & Mazumder, M. N. H. (2012). Behavioural Financing: Demographic Factors and Services of Brokerage Houses in Bangladesh. *World Journal of Social Sciences*, 2(4), 15-33.
- Gabbi, G., & Zanotti, G. (2019). Sex & the city. Are financial decisions driven by emotions? *Journal of Behavioral and Experimental finance*, 21, 50-57.
- Gambetti, E., & Giusberti, F. (2019). Personality, decision-making styles and investments. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 80, 14-24.

- Gandomkar, N. (2016). *Investigating the Impact of Behavioral Financial Factors on Investment in Securities*. Master Thesis, Islamic Azad University. (in Persian)
- Gill, S., Kashif Khurshid, M., Mahmood, S., & Ali, A. (2018). Factors effecting investment decision making behavior: The mediating role of information searches. *European Online Journal of Natural and Social Sciences*, 7(4), 758-767.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1982). The psychology of preferences. *Scientific American*, 70(2), 160-173.
- Kvale, S. (1996.) *Interviews: An Introduction to qualitative research interviewing*. New York, McGraw-Hill.
- Lee, S., Switzer, L., & Wang, J. (2019). Risk, culture and investor behavior in small Eurozone countries. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 60, 89-110.
- Lutfi, L. (2010). The relationship between demographic factors & investment decision in Surabaya. *Journal of Economics, Business & Accountancy Ventura*, 13(3), 213-224.
- Mahmood, A., Mahmood, A., & Tabassum, A. (2011). Ethnomedicinal survey of plants from District Sialkot, Pakistan. *Journal of Applied Pharmaceutical Science*, 2(3), 212-220.
- Mashayekhi, B., Mehrani, K., Rahmani, A. & Maddahi, A. (2013). Developing a Model of Audit Quality. *Journal of Securities Exchange*, 6(23), 103-137. (in Persian)
- Mobarhan, E., Fazeli, S., & Mazyaki, A. (2019). *The Art of Failing Better in Investment*. Tehran: Chalesh Publications. (in Persian)
- Nasr, M. A., Khajavi, S., Abbasian, E., & Aghaei, M.A. (2019). Developing a Quality Control Framework for Audit Firms and Oversight Board in Iran Multi-Grounded Theory. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 8(30), 149-174. (in Persian)
- Nikbakht, Z., Khalifeh Soltani, S. A., Hoseini, S. A., Maddahi, A., Vedadhir, A. (2018). Compilation of Auditor's Independence Model. *Quarterly financial accounting journal*. 10 (38), 90-112. (in Persian)
- Nofsinger, J., Patterson, F., & Shank, C. (2018). Decision-making, financial risk aversion, and behavioral biases: The role of testosterone and stress. *Economics and Human Biology*, 29, 1-16.
- Obamuyi, T. M. (2013). Determinants of banks' profitability in a developing economy: evidence from Nigeria. Organizations and markets in emerging economies. *European Journal of Business and Management*, 4(2), 8.
- Olsen, R. (1998). Behavioural finance & its implications for stock price volatility. *Financial Analysts Journal*, 54(2), 10-18.
- Parveen, Sh., Satti, Z., Subhan, Q., & Jamil, S. (2020). Exploring market overreaction, investors' sentiments and investment decisions an emerging stock market. *Borsa Istanbul Review*, 20(3), 224-235.

- Rocciolo, F., Gheno, A., & Brooks, C. (2019). Optimism, volatility and decision-making in stock markets. *International Review of Financial Analysis*, 66(5), 1-11.
- Salem, R. (2019). Examining the investment behavior of Arab women in the stock market. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 22, 151-160.
- Sha, N, Yousoof, I. (2021). Behavioral Investor Types and Financial Market Players in Oman. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(1), 285-294.
- Seifollahi, R., Kordlouie, H. & Dashti, N. (2015). A comparative survey on behavioral factors on financial assets investment. *Investment Knowledge*, 4(15), 33-52. (in Persian)
- Shahsavani, A. (2016). *Comparative study of the effect of behavioral financial theory on the investment volume of individuals (Case study of chemical, automotive and base metals industries in Tehran Stock Exchange)*. Master Thesis, Islamic Azad University. (in Persian)
- Shakeri, H. (2016). *Investigating the effect of behavioral financial domains on investment risk in Tehran Stock Exchange*. Master Thesis, Islamic Azad University. (in Persian)
- Sheri anaghiz, S., Hassas yeganeh, Y., Sadidi, M., & Narrei, B. (2017). Sentimental Decision Making of Investors, Corporate Governance and Investment Efficiency. *Financial Accounting Journal*, 8(32), 1-37. (in Persian)
- Somil, N. (2007). *Investigating the Factors Affecting the Investment Decision in Residential Development*. An Individual Management report presented in part consideration for the degree of MBA (Finance), The University of Nottingham.
- Stromback, C., Lind, T., Skagerlund, K., & Vastfjall, D. (2017). Does self-control predict financial behavior and financial well-being? *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 14, 30-38.
- Taylor, S.E. & Brown, J.D. (1988). Illusion & Well-being: A Social Psychological Perspective on Mental Health, *Psychological Bulletin*, 103(2), 193-210.
- Tajdidzadeh, R. (2015). *Analysis of investors' behavioral biases on their decision to select stocks on the Tehran Stock Exchange*. Master Thesis, Islamic Azad University. (in Persian)
- Tolouei, M. (2015). *Investigating the effect of Mental accounting on the decisions of investors in the stock market*. Master Thesis, Payame Noor University. (in Persian)
- Yousefi, Z. (2015). *Identifying and prioritizing the behavioral biases of investors of industrial companies listed on the Tehran Stock Exchange*. Master Thesis, Islamic Azad University. (in Persian)