



## الگوی کنترل ریسک رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران

شریف ظاهری<sup>۱</sup>

عسگر پاک مرام<sup>۲</sup>

سعید جبارزاده کنگرلویی<sup>۳</sup>

جمال بحری<sup>۴</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۴/۱۴ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۶/۲۱

### چکیده

نظریه‌های کلاسیک بیان می‌دارد که عاملان اقتصادی (اعم از بنگاه‌ها و افراد) با هدف بیشینه‌سازی مطلوبیت (سود، سرمایه و...) به رفتاری عقلایی دست می‌زنند در این بین، از منظر رفتاری سرمایه‌گذاران، ریسک‌پذیری صفتی است که افراد براساس آن تشویق می‌شوند به ابتکار عمل روی آورند و کارهای مخاطره‌آمیز انجام دهند. در واقع، ریسک‌پذیری تمایل فرد به قرارگرفتن در سناریوی تصمیم‌گیری است. حالت رفتاری، مجموعه‌ای از احساسات پایدار و با نمود خارجی است که در افراد مختلف، شدت و مدت استمرار متفاوتی دارد. در راستای توسعه مفهومی و تکوینی ریسک رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران، محقق ضمن توصیف، تبیین و الگوسازی، به دنبال شناسایی شاخص‌ها و مؤلفه‌هایی است که نقش ریسک رفتاری سرمایه‌گذاران را در توسعه‌ی نگرش و باورهای سرمایه‌گذاران تعیین نماید. به همین منظور در مقاله حاضر، محقق با استفاده از روش نظریه داده بنیاد به آرایه مدل مفومی در راستای کنترل ریسک رفتاری سرمایه از طریق مصاحبه با خبرگان در شرکت‌های بورسی در محدوده‌ی زمانی اوج فراخوان از اقشار مختلف جامعه به حضور در بورس اوراق بهادار یعنی از سال ۱۳۹۸ الی ۱۴۰۰ پرداخت. نتایج تحقیق در قالب مدل آرایه شده دارای دو مقوله شرایط علی شامل کنترل رفتارهای احساسی و هیجانی سرمایه‌گذاران و ادراک و دانش سهامداران، سه مقوله‌ی زمینه‌ای شامل محرک‌های بیرونی مثبت، محرک‌های بیرونی منفی و رصد قوانین و سیاست‌ها، سه مقوله‌ی

۱ گروه حسابداری، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران mb.mokhtari@yahoo.com

۲ گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران (نویسنده مسئول) pakmaram@bonabiau.ac.ir

۳ گروه حسابداری، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران jabarzadeh@yahoo.com

۴ گروه حسابداری، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران bahrisls.j@gmail.com



مداخله‌گر شامل بروندادهای رفتاری سهامداران، فرهنگ سرمایه‌گذاران و شاخصه‌های رفتاری سرمایه‌گذاران، یک مقوله‌ی راهبردی شامل نگرش‌های استراتژیک سرمایه‌گذاران و یک مقوله‌ی پیامدی شامل رویکردهای تصمیم‌گیری سهامداران می‌باشد و در انتها، پیشنهادات کاربردی به منظور به کارگیری در شرکت‌ها و کارگزاری‌های بورس اوراق بهادار ارائه گردید.

**واژه‌های کلیدی:** ریسک - رفتاری - سرمایه‌گذاران - بازار سرمایه.

### ۱- مقدمه

پارادایم مالی رفتاری آشکار می‌سازد، سرمایه‌گذاران چگونه رفتار می‌کنند و چطور ممکن است رفتارشان، بازارهای مالی را تحت تاثیر قرار دهد. در واقع، اساس مالی رفتاری را انطباق بین احساس و نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار تشکیل می‌دهد (کیم و نافسینجر<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸). در دیدگاه سنتی، تاثیر علوم روانشناسی مدنظر قرار نمی‌گیرد، اما نتایج پژوهش‌های مالی رفتاری نشان داده است که گرایش احساسی فردی و ساختاریافته سرمایه‌گذاران، تاثیر مهمی بر بازده سهام دارد (لیستون<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶). در حقیقت، فعل و انفعال پویا بین معامله‌گران اختلال‌زا و آربیتراژگران منطقی، قیمت‌ها را شکل می‌دهد و اگر یک سهام، معامله‌گرهای اختلال‌زای بیشتری یا معامله‌گرهای منطقی کمتری داشته باشند، نوسان‌های قیمتی آن چشمگیر است (لی<sup>۳</sup>، ۲۰۱۰). بر اساس نظریه‌های روانشناسی، انسان‌ها به نگهدای حوادث خاصی در ذهن خود به صورت تصورات تمایل دارند و این تصورات ذهنی در بعضی از مواقع اثرات بیشتری از خود حوادث بر رفتار افراد دارند (گرینبیل و هان<sup>۴</sup>، ۲۰۰۵). انسان اقتصادی در نظریه‌های مبتنی بر عقلانیت محض، کسی است که ضمن برخورداری از قوه ادراکی یک انسان سالم به صورت عاقلانه رفتار کند، بی آنکه هیچ یک از امیال او نظیر خودخواهی، حسادت، زیاده‌خواهی در وی سرکوب شده باشد (پمپیان<sup>۵</sup>، ۲۰۰۹). عاملان اقتصادی بر خلاف نظریه‌های نئوکلاسیک منطقی نیستند و به خاطر ترجیحاتشان یا به دلیل خطاهای شناختی، کاملاً عقلایی رفتار نمی‌کنند. عوامل غیر عقلایی همچون ویژگی‌های شخصیتی، فرهنگ، دین و ایدئولوژی احساسات، نظرات دیگران و... از جمله عواملی هستند که نقش به‌سزایی در رفتار و عکس‌العمل افراد در موقعیت‌های مختلف تصمیم‌گیری دارند (میربزرگی و همکاران، ۱۴۰۱).

موفقیت فعالیت‌های مدیریت ریسک، بنگاه‌ها را قادر می‌سازد تا ارزش خود را افزایش دهد و ریسک را به روشی مؤثر مدیریت نماید. این فعالیت‌ها با کاهش هزینه‌های عملیاتی و نهایی و همچنین، کاهش ناطمینانی

<sup>1</sup> Kim & Nafsinger

<sup>2</sup> Liston

<sup>3</sup> Lee

<sup>4</sup> Gerinbelt & Han

<sup>5</sup> Pempyan

نسبت به بازدهی بازار سهام، سودآوری بنگاه‌ها را افزایش می‌دهد (عارف منش و همکاران، ۱۴۰۱). یکی از واقعیت‌ها در فضای سرمایه‌گذاری و در بازارهای مالی ریسک می‌باشد که سرمایه‌گذاران ادراکات متفاوتی از این پدیده دارند. ادراک از آن جهت که به دید ادارک کننده بستگی دارد مانند زیبایی است. بطوریکه دید مثبت همه عیوب را می‌پوشاند و دید منفی عیب‌ها را آشکار می‌کند (رابینز، ۱۹۸۹). ریسک‌های مالی که می‌تواند بازارها و بازدهی بازار را تحت تأثیر قرار دهد شامل ریسک سیستماتیک، ریسک رقابت، ریسک بازار، ریسک نقد شوندگی، ریسک تغییرات قیمت سهام، ریسک رویداد، ریسک حاکمیت شرکتی و ریسک‌های اعتباری می‌شود (دانشی و اسماعیل زاده، ۱۴۰۱).

ادراک ریسک بیان می‌کند که در ریسک یک جزء کیفی و یا ذهنی وجود دارد که در محاسبات کلاسیک مالی، حسابداری و اقتصاد مطرح نمی‌شود (ریکاردی، ۲۰۰۸) به عبارت دیگر ادراک ریسک یک فرایند ذهنی تصمیم‌گیری خواننده می‌شود که در جهت محاسبه میزان ریسک و یا عدم اطمینان به کار گرفته می‌شود و همین پدیده ادراک باعث می‌گردد تا آنچه یک سرمایه‌گذار در رابطه با سهم خاصی ادراک می‌کند به عنوان یک ریسک اصلی تلقی نموده درحالی که سرمایه‌گذار دیگری به عنوان ریسک جزعی تلقی نماید. در واقع ادراک ریسک به دنبال توضیح میزان ریسک یک پدیده ریسکی توسط سرمایه‌گذار تحت تأثیر متغیرهای (محرک‌های) مختلف پیرامونی و درونی است.

ریسک رفتاری یکی از ابعاد مالی رفتاری است که در واقع قضاوت ذهنی سرمایه‌گذاران از ریسک است که ممکن است بیشتر و یا کمتر از ریسک واقعی برآورد گردد. مدل‌های مختلفی برای اندازه‌گیری میزان احساسات سرمایه‌گذاران نسبت به بازده و ریسک وجود دارد. کاپلانسکی و لوی<sup>۱</sup> (۲۰۰۹) با تعدیلاتی از شاخص نوسانات ضمنی اختیار معامله برای اندازه‌گیری احساسات بازار اختیار معاملات استفاده نمودند که شاخص احساس ریسک نامیده می‌شود. کاپلانسکی و لوی (۲۰۰۹) بیان کردند در شرایطی که سرمایه‌گذاران نگران شوند و یا عامل ترس آنها را احاطه کند، اطلاعات واقعی مشکل آنها را حل نمی‌کند و پدیده‌ای نه چندان مهم باعث تحریک شدید آنها شده و اقدامات نامتعارفی از خود بروز می‌دهند که در شرایط معمول چنین اقداماتی معمول نیست و در این شرایط احساسات سرمایه‌گذاران بر عقلانیت آنها فائق آمده و باعث بروز اشکالات سیستمی در بازار سهام می‌شود و همواره احساسات و حالات سرمایه‌گذاران و همچنین سوگیری‌های رفتاری و شناختی بر ادارک آنها اثر می‌گذارد و همین علت بر تصمیمات سرمایه‌گذاران نیز موثر می‌باشند. ریسک ادراک شده قضاوت ذهنی سرمایه‌گذاران از ریسک است که ممکن است با ریسک واقعی تفاوت داشته باشد و تحت تأثیر عوامل احساسی، رفتاری و ادراکی قرار گرفته و هر زمان این عوامل حضور پر رنگ‌تری داشته باشند، ریسک ادراک شده فاصله بیشتری از ریسک واقعی خواهد داشت.

<sup>1</sup> Kaplanski & loie

از این رو، پژوهش‌های پیشین داخلی، یک شکاف اساسی تحقیقاتی را در زمینه شناسایی ریسک ادراک شده سرمایه‌گذاران نشان می‌دهد و آن عدم ارائه الگوی جامع ریسک ادراک شده سرمایه‌گذاران است. محدود بررسی‌های انجام شده در مطالعات تطبیقی، به بررسی و معرفی ساز و کارهای موجود در سایر کشورها پرداخته‌اند. به نظر می‌رسد الگوی جامع ریسک ادراک شده در بستر بازارهای مالی بخصوص بازار سرمایه کشور و مورد توافق خبرگان ضروری است. به عبارت دیگر رابطه جانشینی ریسک و بازده موضوعی بسیار مهم و کلیدی است. تصمیمات سرمایه‌گذاری بدون در نظر گرفتن رابطه ریسک و بازده بی‌معنی است. تصمیم به اینکه سرمایه‌گذار چه میزان ریسک و چه ریسک‌هایی را چه زمانی و متناسب با ویژگی‌های رفتاری، احساسی و شناختی سرمایه‌گذار باید پذیرفت. با توجه به اینکه در داخل کشور هیچ پژوهشی در زمینه ارائه الگوی ریسک رفتاری سرمایه‌گذاران مبتنی بر رویکرد نظریه پرداززی زمینه بنیان انجام نگردیده است، لذا، این پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که الگوی کنترل ریسک رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران چیست؟

## ۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

### حوزه‌ی مالی رفتاری

با توسعه مالی رفتاری، بسیاری از محققان به دنبال تشریح علل سقوط بازار سهام با استفاده از تئوری‌های رفتاری هستند. به عنوان مثال، کیم و همکاران (۲۰۱۶) نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که مدیران اجرایی آنها اعتماد به نفس بیش از حد دارند، ریسک سقوط قیمت سهام بالاتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند. جانگ و کانگ (۲۰۱۹) دریافتند که سقوط قیمت‌ها می‌تواند ناشی از قیمت‌گذاری بیش از حد ناشی از سرمایه‌گذاران نهادی باشد. در حالی که مطالعات موجود بر بررسی عوامل تأثیرگذار بر سقوط بازار سهام یا پیش‌بینی رویدادهای سقوط در بازارهای سهام، تمرکز می‌کنند، ما بررسی می‌کنیم که چگونه سرمایه‌گذاران می‌توانند از این رویدادها سود ببرند (فانگ و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۱). بر اساس مطالعات صورت گرفته، سقوط قیمت در بازارهای بورس می‌تواند ناشی از سوگیری‌های شناختی سرمایه‌گذاران باشد، مانند سوءگیری گله‌ای و سوءگیری بیش از حد اعتماد. حتی اگر چنین سوگیری‌های شناختی می‌تواند منجر به قیمت‌گذاری نادرست اوراق بهادار شود، سرمایه‌گذاران ممکن است از نظر تئوری انتظار بازده اضافی ناشی از سقوط بازار سهام را داشته باشند تا زمانی که به طور منطقی از انحرافات رفتاری خاصی استفاده کنند (کنراد و همکاران، ۲۰۱۴؛ جانگ و کانگ، ۲۰۱۹؛ پلستر، ۲۰۱۸). لو (۲۰۲۰) در مطالعه‌ی خود بر روی مسائل مالی و رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران به این نتیجه رسید که رفتار توده‌ای تأثیر بیشتری بر روانشناسی سرمایه‌گذاران در بازارهای نوظهور دارد. آریسانتی و اسری (۲۰۱۸) بیان کردند که رفتارهای مالی در بازار سرمایه اندونزی تحت سلطه

<sup>1</sup> Fung et al

سرمایه‌گذاران از شش بخش کشاورزی، زیرساخت‌ها، حمل‌ونقل، مالی، معدن و دارایی است. نظر متفاوتی توسط آگاروال، چپو، لیو و ری (۲۰۱۰) ارائه شده است که می‌گویند علائم رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه اندونزی یافت نمی‌شود، زیرا هیچ حرکت شدید قیمت سهام یا عدم طولانی شدن وضعیت استرس بازار وجود ندارد. علاوه بر این، غزالی و سیتینجک (۲۰۱۲) دریافتند که رفتار دسته جمعی سرمایه‌گذاران تحت تأثیر نوع اطلاعاتی است که آنها دریافت می‌کنند، که می‌تواند اطلاعات مالی یا اطلاعات غیر مالی باشد. زمسکی و آوری (۱۹۹۸) اشاره می‌کنند که رفتار گله‌ای می‌تواند منجر به قیمت‌گذاری نادرست دارایی‌ها و حباب قیمت شود.

### نظریه‌های مالی رفتاری

مالی رفتاری به کاربرد روان‌شناسی در امور مالی اشاره دارد. مالی رفتاری یک ابزار جایگزین برای مطالعه رفتار سرمایه‌گذار و مجموعه علت‌ها و عوامل ناهنجاری‌های بازار را ارائه می‌دهد. محققان از مالی رفتاری برای توضیح ناهنجاری‌های بازار مالی مانند حباب‌های بازار سهام، واکنش بیش از حد و کم‌عکس‌العمل به اطلاعات جدید استفاده کرده‌اند که با نظریه مالی سنتی مطابقت ندارد. شفرین و استاتمن<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) دریافتند که خوش بینی بیش از حد باعث ایجاد حباب‌های سوداگرانه در بازارهای مالی می‌شود. محققان همچنین به طور گسترده‌ای از مالی رفتاری برای توضیح رفتار عاطفی سرمایه‌گذار در سال‌های اخیر استفاده کردند. فرانکفورتر و مک‌گون<sup>۲</sup> (۲۰۱۴) نیز اشاره کردند که روان‌شناسی و جامعه‌شناسی جوهر مالی رفتاری است. با این حال، با توجه به ادبیات موجود که در بالا توضیح داده شد، محققان بر اهمیت عوامل روان‌شناختی تأکید کرده‌اند و سایر عوامل را در مفهوم مالی رفتاری نادیده گرفته‌اند. تحقیقات در امور مالی رفتاری شواهدی را ارائه می‌دهد که تصمیمات سرمایه‌گذاران تحت تأثیر عوامل رفتاری قرار می‌گیرد. محققان دریافتند که سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی صرفاً رفتار منطقی ندارند و عوامل مختلفی بر تصمیم‌گیری آنها در سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد. در میان این عوامل، عوامل روان‌شناختی، عوامل جامعه‌شناختی و عوامل جمعیت‌شناختی عناصر اصلی هستند (ماک و هو،<sup>۳</sup> ۲۰۱۷).

سرمایه‌گذاری به عنوان فعالیت یا فعالیت سرمایه‌گذاری تعریف می‌شود، در حالی که سرمایه‌گذار یک شخص یا شخص حقوقی است که دارای پول برای سرمایه‌گذاری یا سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذاری عبارت است از قرار دادن صندوقی که امروز در اختیار است، به این امید که در آینده مزایایی به همراه داشته باشد (نگویان و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۲۰).

<sup>۱</sup> Shefrin & Statman

<sup>۲</sup> Frankfurter & Mc Guin

<sup>۳</sup> Mac & WH

<sup>۴</sup> Neguyan et al

### ریسک‌های سرمایه‌گذاری افراد در بازار بورس اوراق بهادار

وقتی شخصی سرمایه‌گذاری می‌کند، حداقل برای داشتن زندگی بهتر در آینده برنامه‌ریزی کرده است. سرمایه‌گذاری‌ها به دو دسته سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی و سرمایه‌گذاری در دارایی‌های واقعی طبقه‌بندی می‌شوند. بازار سرمایه نقش مهمی در سرمایه‌گذاری دارد زیرا معاملات بین صاحبان سرمایه و شرکت‌هایی که محصولات سرمایه‌گذاری منتشر می‌کنند رخ می‌دهد (سارسور و صبری<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰). محصولات سرمایه‌گذاری، مانند سهام، می‌توانند بازده قابل توجهی را ارائه دهند، اما همیشه با ریسک‌های قابل توجهی متناسب هستند. سرمایه‌گذاران ابتدا باید برخی از اطلاعات مورد نیاز قبل از سرمایه‌گذاری مانند اطلاعات در مورد قیمت سهام را بدانند. این مهم است زیرا وقتی سرمایه‌گذاران هیچ اطلاعاتی در مورد سرمایه‌گذاری‌ها، به ویژه سهام نمی‌بینند، ممکن است ضرر سرمایه‌گذار باشد. علاوه بر این، سهام دارای ریسک قابل توجهی است، بنابراین قبل از سرمایه‌گذاری به اطلاعات دقیقی نیاز است (روساریدی و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۱). در مطالعه اخیر خود تأثیر عوامل جمعیت‌شناختی مانند سن، سطح تحصیلات، شغل، تجربه تجاری و سطح درآمد سرمایه‌گذار را گزارش کرده است. در مقابل، محققان امور مالی رفتاری استدلال می‌کنند که سرمایه‌گذاران تمایل دارند در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری به دلیل تأثیر عوامل روان‌شناختی غیرمنطقی رفتار کنند. علاوه بر این، از طریق انعکاس دیدگاه تئوری چشم‌انداز در مورد رفتار مالی، با برخی از نظرات و تعاریف به این نتیجه رسیده است که مالی رفتاری یک زیر سیستم روان‌شناسی در حوزه اقتصاد است (کلپار و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷). یکی دیگر از ملاحظات غیرمنطقی سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، گله‌داری است که به عنوان پیگیری رفتار دیگران پس از مقایسه باورها و اطلاعاتی که در مورد یک سرمایه‌گذاری خاص دارند، تعریف می‌شود (هرشلیفر و هونگ<sup>۴</sup>، ۲۰۰۳). بیشتر اشتباهات سرمایه‌گذاران ناشی از پیش‌بینی سرمایه‌گذاری برای کسب و کار مبتنی بر اطلاعات دیگران است از سوی دیگر، بر اساس تحقیقات صورت گرفته نشان داده شده است که حرکت گله‌ای به دلیل حرکت گروهی از سرمایه‌گذاران در یک جهت و در یک دوره زمانی اتفاق می‌افتد؛ این بدان معناست که رفتار گله‌ای به طور خاص تمایل به دنبال کردن آنچه که افراد دیگر انجام می‌دهند بر اساس دانش، درک و تجربه‌شان است تا از قضاوت نادرست ناشی از شکست تصمیم‌های گرفته شده جلوگیری شود و همچنین اطمینان حاصل شود که بار کمتری از دست دادن وجود دارد که این توانایی را دارد و تأثیر روانی قابل توجهی بر سرمایه‌گذاران دارد (دنگ و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۸).

<sup>1</sup> Sarsur & Sabri

<sup>2</sup> Rusaridie et al

<sup>3</sup> Hershlipher et al

<sup>4</sup> Dang et al

## مطالعات و مدل‌های رفتاری سرمایه‌گذاران

به طور کلی، سرمایه‌گذاران جزء در زمان تصمیم‌گیری به دو عامل مهم ریسک و بازده توجه دارند. بر خلاف سرمایه‌گذاران عمده که ابزارها و امکانات گسترده‌ای را برای ایجاد تناسب بین این دو متغیر در اختیار دارند، سرمایه‌گذاران انفرادی غالباً فاقد این گونه ابزارها هستند. به علاوه، بالا بودن نرخ نوسانات اقتصادی و سیاسی، بی‌ثباتی قوانین و مقررات و... به افزایش ریسک تصمیم‌گیری در بورس اوراق بهادار منجر می‌شود. مجموعه این عوامل باعث می‌شود تا بازار سرمایه با ریسک ثانویه ناشی از فردگرایی و غیرقابل پیش‌بینی بودن رفتار سرمایه‌گذاران مواجه گردد. این تحقیق به دنبال پاسخگویی به این سؤال است که چه عواملی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مؤثرند؟ به زعم زیگل، مالی رفتاری به مطالعه و تحلیل چگونگی تفسیر و عمل بر مبنای اطلاعات جهت انجام تصمیمات، ساختار یافته سرمایه‌گذاری توسط افراد می‌پردازد (سیگل، ۱۹۹۸). بدیهی است مالیه رفتاری تلاش نمی‌کند نشان دهد رفتار عقلایی نادرست است، بلکه در تلاش است که کاربرد فرایندهای تصمیم‌گیری روانشناختی را در شناخت و پیش‌بینی بازارهای مالی نشان دهد. به طور کلی می‌توان گفت که عوامل روانی تأثیر گذار بر قصد افراد به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار به این شرح هستند:

- عوامل بیوریتی
- قدرت تحلیل ذاتی
- کسب پرستیژ (وجهه) سهامداران بودن
- انطباق تصویر ذهنی خریدار و تصویر واقعی شرکت

## ۲-۷- پیشینه تحقیق

برابری و همکاران (۱۳۹۹) در تحقیق خود بیان کردند که متغیرهایی نظیر اتکاء و تعدیل، سازگارگرایی، آشناگرایی، خوداسنادی، توان‌پنداری و... بر رفتار سرمایه‌گذاران تأثیرگذار هستند. چاوشی و فلاطون نژاد (۱۳۹۶) در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که تفاوت معناداری بین میزان اهمیت اقسام رفتارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در مدل پژوهش کشف شد، که مبتنی بر میزان اهمیت به ترتیب شامل رفتار ۱- اعتبارسنجی، ۲- رفتار تحلیل‌گری، ۳- رفتار جستجوگری و ۴- تورش‌های رفتاری می‌باشد. فاتح (۱۳۹۷) در تحقیق خود نشان دادند که اولویت بندی عوامل بر اساس توانایی تبیین متغیر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران به ترتیب تورش‌های اقتصادی ۰/۷۸، تورش‌های شناختی ۰/۷۴، تورش‌های مکاشفه‌ای ۰/۴۹، تورش‌های ترجیحی ۰/۴۸، تورش‌های عاطفی ۰/۳۸. در اولویت قرار گرفتن مسائل اقتصادی حاکی از تأثیر بالای منافع اقتصادی در تصمیم‌گیری و سوگیری سرمایه‌گذاران برای حضور در عرصه ورزش می‌باشد. حسینی و همکاران (۱۳۹۳) به این نتیجه رسیدند که خطاهای ادراکی مطرح شده در پژوهش رابطه معناداری با تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران دارد. نتایج پژوهش گویای آن است که بین تورش‌های کوتاه‌نگری، بهینه

بینی، خوداسنادی، توان پنداری و دیرپذیری با تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران در بورس تهران رابطه معناداری وجود دارد و تورش رفتاری ابهام گریزی به صورت مثبت و معناداری بر تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران تأثیر ندارد. عبدالرحیمیان و همکاران (۱۳۹۷) در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که زیربنایی ترین عامل در رفتار سرمایه گذاران همانا عامل فرهنگ می باشد. تورش های شناختی مقدم بر تورش های عاطفی هستند (نظریه ساخت واره) که در کنار تأثیر عامل شخصیت، موجب بروز رفتارهای توده وار در تصمیم گیری سرمایه گذاران حقیقی می شود. زائو و همکاران (۲۰۲۱) که رفتار ناشی از هیجانات و احساسات سرمایه-گذاران می تواند تصمیمات گروهی را سمت و سو دهد و رفتار سرمایه گذاری افراد را تغییر دهد. ریدکو و همکاران (۲۰۱۸) در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که مشارکت سرمایه گذاران و هماهنگی سرمایه گذاران در راستای تعیین سبد سرمایه گذاری اثرگذار است. تانوپولو و همکاران (۲۰۱۷) در تحقیق خود نشان دادند که روند قیمت می تواند موجب تحریک سرمایه گذاران در عرضه و فروش شود.

### ۳- روش شناسی تحقیق

در این پژوهش از بین روش های تحقیق کیفی از روش نظریه داده بنیاد استفاده شد. روش نظریه داده بنیاد را روشی مناسب برای کشف زمینه های جدید که اطلاعات کمی در رابطه با آن ها در محیط مورد این روش به دلیل تناسب آن با محیط مورد مطالعه و تأکید آن بر داده های برگرفته از زمینه به جای نظریه های موجود کارآمدتر، عملی و قابل اجرا می باشد. در این تحقیق از استراتژی نظریه داده بنیاد استفاده شده است برخی از دلایل استفاده از این استراتژی پژوهشی در ادامه توضیح داده شده است:

زمانی استفاده از نظریه داده بنیاد به عنوان روش پژوهش کیفی پیشنهاد می شود که: بنا بر نظریه کوربین و اشتراوس، ۱۹۹۸ زمانی از روش نظریه داده بنیاد استفاده می شود که هدف پژوهش شناخت بهتر یک پدیده نو باشد. در این تحقیق هدف اولیه ارایه ی طرح سیاست گذاری توسعه فناوری در صنعت کشتی سازی با رویکرد صادرات محصولات دانش بنیان می باشد. نظریه داده بنیاد که با نام های نظریه برخاسته از داده ها، نظریه زمینه ای و نظریه بنیادی نیز شناخته می شود) یک راهبرد پژوهشی عام، استقرایی و تفسیری است که در سال 1967 توسط گلاسر و استراس بوجود آمد (دانایی فرد و امامی، ۱۳۸۶). این راهبرد عموماً به عنوان بهترین نمونه رویکرد استقرایی به شمار می رود. نظریه داده بنیاد یکی از راهبردهای پژوهش محسوب می شود که از طریق آن نظریه بر مبنای مفاهیم اصلی حاصل از داده ها شکل می گیرد. یعنی روند شکل گیری نظریه در این راهبرد حرکت از جز به کل است. این گونه خلق نظریه «قفسه ای و کتابخانه ای» نیست بلکه بر اساس داده های مشارکت کنندگان که فرآیندی را تجربه کرده اند، ایجاد می شود. (کرسول، ۸۵:۱۳۹۱) در تعریفی دیگر نظریه داده بنیاد را یک روش استقرایی رفت و برگشتی، تعاملی و مقایسه ای برای ایجاد یک نظریه می داند. یعنی نظریه داده بنیاد بین گردآوری داده ها و مفهوم سازی در حال رفت و برگشت و اصلاح است. نظریه هایی که از روش نظریه داده بنیاد تولید می شوند دارای ویژگی هایی به شرح زیر هستند:



- پژوهشگر را قادر به توضیح و تشریح موضوع مورد مطالعه می‌سازد و امکان پیشگویی در مورد رخدادهای ممکن در زمینه پژوهش را فراهم می‌آورد.
- در پیشرفت مبانی نظری موضوع مورد مطالعه مؤثر است و در آن مشارکت می‌کند.
- علاوه بر مبانی نظری در زمینه‌های عملی موضوع مورد مطالعه نیز کاربرد دارد.
- رویکرد تازه‌ای برای نگرش به موضوع مورد مطالعه فراهم آورده و پژوهشگر را به مرحله‌ای از شناخت نسبت به داده می‌رساند که بتواند به داده گردآوری‌شده معنا و مفهوم ببخشد.
- پژوهش‌های آتی در زمینه مورد نظر را تسهیل می‌نماید. (منصوریان، ۱۳۸۶)

نظریه داده‌بنیاد به پژوهشگر در حوزه‌های موضوعی گوناگون امکان می‌دهد تا بجای اتکا به نظریه‌های موجود و از پیش تدوین‌شده خود به تدوین نظریه و گزاره اقدام نماید. واژه گراند<sup>۱</sup> در این موضوع نشانگر آن است که هر نظریه و گزاره‌ای که بر اساس این روش تدوین می‌شود بر زمینه‌ای مستند از داده‌های واقعی بنیان نهاده شده است. در واقع گراند راهبردی است برای کسب شناخت پیرامون موضوع مورد مطالعه و موضوع یا موضوعاتی که قبلاً در مورد آن‌ها پژوهش جامع و عمده‌ای نشده و دانش ما در آن زمینه محدود است (دانایی‌فرد و امامی، ۱۳۸۶). سه رهیافت مسلط در نظریه‌پردازی داده بنیاد، مطرح هستند:

رهیافت نظام‌مند که با اثر استراس و کوربین شناخته می‌شود. رهیافت ظاهرشونده که مربوط به اثر گلاسر است؛ رهیافت ساخت‌گرایانه که توسط چارماز پشتیبانی می‌شود. این راهبرد بر سه عنصر: «مفاهیم»، «مقوله‌ها» و «قضیه‌ها» استوار است. مفاهیم واحدهای بنیادی تحلیل هستند. مقوله‌ها را می‌توان به‌طور خلاصه طبقه‌ای از مفاهیم تعریف نمود. یعنی ترکیب یا کنار هم قرار گرفتن چند مفهوم تشکیل یک مقوله یا طبقه را می‌دهد. مقوله‌ها شالوده‌های تدوین نظریه‌اند. سومین عنصر نیز «قضیه‌ها» هستند که بیانگر روابط تعمیم‌یافته بین یک مقوله و مفاهیم آن و بین مقوله‌های معین است (دانایی‌فرد و همکاران، ۱۳۸۶). در فرایند تحلیل نظریه داده‌های مصاحبه‌ای و متنی کدبندی می‌شوند. کدبندی اطلاعات شامل سه مرحله است: کدگذاری باز، کدگذاری محوری و کدگذاری گزینشی یا انتخابی. کدبندی باز در دو مرحله کدبندی اولیه و کدبندی ثانویه صورت می‌گیرد. کدبندی اولیه می‌تواند با کدگذاری سطر به سطر، عبارت به عبارت یا پاراگراف به پاراگراف داده‌ها انجام شود. به هر کدام از آن‌ها یک مفهوم یا کد الصاق می‌شود. در کدگذاری ثانویه با مقایسه مفاهیم، موارد مشابه و مشترک در قالب مقوله‌ای واحد قرار می‌گیرد؛ بنابراین انبوه داده‌ها (کدها - مفاهیم) به تعداد مشخص و محدودی از مقوله‌های عمده کاهش می‌یابد. سپس این مقوله‌ها در کنار یکدیگر قرار گرفته و به هم ارتباط می‌یابند (محمدپور، ۱۳۹۲: ۱۰۱). در کدگذاری محوری، نظریه‌پرداز داده بنیاد، یک مقوله مرحله کدگذاری باز را انتخاب کرده و آن را در مرکز فرآیندی که در حال بررسی آن است قرار می‌دهد (به‌عنوان پدیده مرکزی) و سپس، دیگر مقوله‌ها را به آن ربط می‌دهد. این مقوله‌های دیگر عبارت‌اند از: «شرایط

<sup>1</sup> Grounded

علی»، «راهبردها»، «شرایط زمینه‌ای و مداخله‌گر» و «پیامدها». این مرحله شامل ترسیم یک نمودار است که «الگوی کدگذاری» نامیده می‌شود. در این الگو، شش جعبه (یا مقوله) از اطلاعات وجود دارد:

- شرایط علی: مقوله‌هایی مربوط به شرایطی که بر مقوله محوری تأثیر می‌گذارند.
- زمینه: شرایط خاصی که بر راهبردها اثر می‌گذارند.
- مقوله محوری: یک صورت ذهنی از پدیده‌ای که اساس فرآیند است.
- شرایط مداخله‌گر: شرایط زمینه‌ای عمومی که بر راهبردها تأثیر می‌گذارند.
- راهبردها: کنش‌ها یا برهم‌کنش‌های خاصی که از پدیده محوری منتج می‌شود.
- پیامدها: خروجی‌های حاصل از استخدام راهبردها.

در مرحله کدگذاری محوری، توضیح و بیان منطقی مقوله‌ها امری حیاتی است. این کار از طریق خط داستان صورت می‌گیرد. خط داستان عبارت است از توضیح مفصل و جزء‌به‌جزء مقوله‌های عمده با ارجاع به یادداشت‌ها، خلاصه‌ها، استناد به نقل‌قول‌های افراد مورد مطالعه. (محمدپور، ۱۳۹۲: ۱۰۳) در کدگذاری گزینشی بر اساس مدل مرحله قبل، گزاره‌ها یا توضیحاتی ارائه داده می‌شود که طبقات مدل را به یکدیگر مرتبط ساخته یا داستانی را شکل می‌دهد که طبقات مدل را به یکدیگر مرتبط می‌سازد. در حالت پیشرفته پژوهشگر کار را با ارائه ماتریس وضعیت به پایان می‌برد. (کرسول، ۱۳۹۱: ۸۸). در حوزه نظریه داده بنیاد باید به این نکته توجه داشت که مرور پیشینه نه گویای مفاهیم عمده و نه ارائه دهنده فرضیه‌هاست. بلکه مرور پیشینه نشانگر وجود شکاف یا نوعی سوگیری در دانش موجود است و در نتیجه خردمایه ای برای مطالعه فراهم می‌آورد. (کرسول، ۱۳۹۱: ۲۳۱) به همین جهت توصیه می‌شود پژوهشگر تا حد امکان ایده‌ها و افکار خود را کنار بگذارد (کرسول، ۱۳۹۱: ۹۲). مرور پیشینه این سودمندی را دارد که در هنگام ارائه داده، ارجاعاتی به پیشینه می‌نماید تا حمایت بیرونی برای مدل نظری فراهم آورد (کرسول، ۱۳۹۱: ۲۳۱).

### مشارکت‌کنندگان در فرآیند مصاحبه

با توجه به این که محقق به منظور پاسخ به سؤالات مصاحبه، نیازمند بهره‌گیری از خبرگی و تخصص افراد مرتبط با حوزه‌ی مالی رفتاری و ریسک‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد، به ۱۵ نفر از خبرگان با دارا بودن شرایط و تخصص مورد نیاز تا رسیدن به اشباع نظری از طریق نمونه‌گیری هدفمند و در دسترس اقدام نمود که مشخصات افراد مصاحبه‌شونده به صورت جدول (۳) می‌باشد:

جدول (۳): مشخصات افراد مصاحبه‌شونده

۱۱	مرد	جنسیت
۴	زن	
۶	کارشناسی ارشد	تحصیلات
۹	دکتری	
۱	بین ۵ تا ۱۰ سال	سابقه کار
۲	بین ۱۰ تا ۱۵ سال	
۶	بین ۱۵ تا ۲۰ سال	
۵	بین ۲۰ تا ۲۵ سال	
۱	بین ۲۵ تا ۳۰ سال	
۷	مدیریت مالی	رشته تحصیلی
۵	مهندسی مالی	
۳	اقتصاد	
۵	بازار بورس اوراق بهادار تهران	محل فعالیت
۶	کارگزاری بورس	
۴	شرکت های سرمایه گذاری	

#### ۴- یافته‌ها

از طریق کدگذاری باز، ۱۲۵ مفهوم بدست آمد که با طبقه‌بندی این مفاهیم ۱۱ مقوله‌ی فرعی شکل گرفت. بر این اساس، روابط بین مقوله‌های اصلی و مدل پارادایمی کنترل ریسک رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران شکل گرفت. نهایتاً مقوله‌های آشکار شده در قالب ابعاد ۶ گانه مدل پارادایمی، با روابطی که بین آنها وجود دارد به صورت شکل علی (۲ مقوله)، مقوله محوری (کنترل ریسک رفتاری سرمایه‌گذاران)، راهبرد (۱ مقوله)، شرایط زمینه‌ای (۱ مقوله)، شرایط مداخله‌گر (۳ مقوله)، شرایط زمینه‌ای (۳ مقوله)، پیامدها (۱ مقوله) جای گرفتند. در ادامه در پاسخ به سؤال اول ارائه می‌شوند. در جدول (۴) نمونه‌ای از کدهای به دست آمده از طریق مصاحبه با خبرگان ارائه شده است:

جدول ۴. کدهای باز به دست آمده از مصاحبه با خبرگان

ردیف	متن مصاحبه (نکته های کلیدی)	کد اولیه	مصاحبه شونده
۱	سرمایه گذاران در بازار سرمایه، نسبت به ریسک های محیطی خود، واکنش نشان می دهد به این صورت که در مقابل ریسک های رفتارهای هیجانی نشان می دهند.	رفتارهای هیجانی در مقابل ریسک ها	مصاحبه شونده اول
۲	هر یک از سرمایه گذاران، فضای کسب و کار را از دریچه ای متفاوت مورد بررسی قرار می دهد و آن را ادراک می کند.	نگریستن فضای کسب و کار از دریچه متفاوت	مصاحبه شونده اول
۳	عوامل مؤثر بر ریسک رفتاری سرمایه گذاران شامل عوامل خودآگاه که ناظر بر ویژگی های قابل رؤیت و قابل اندازه گیری یک وضعیت می باشد که در آن تصمیمی اتخاذ می شود و همچنین عوامل ناخودآگاه است که این عوامل شامل میان بره های ذهنی ساخته شده می شود که به منظور تسهیل در تصمیم گیری و سایر منابع تعصب شناختی هستند.	عوامل خودآگاه	مصاحبه شونده دوم
۴		عوامل ناخودآگاه	
۵		تسهیل در تصمیم گیری و سایر منابع تعصب شناختی	
۶	سرمایه گذاران، در مواجهه با ریسک های محیطی، بر اساس جرأت درونی مبتنی بر احساسات غریزی و یا احساسات بنیادین عمیق، واکنش نشان می دهند.	جرأت درونی مبتنی بر احساسات غریزی و یا احساسات بنیادین عمیق	مصاحبه شونده دوم
۷	طیف گسترده ای از احساسات یا حالات عاطفی مؤثر می تواند تصمیم گیری سرمایه گذاران را در بازار سرمایه تحت الشعاع قرار دهد.	طیف گسترده ای از احساسات یا حالات عاطفی	مصاحبه شونده دوم
۸	سرمایه گذاران تحت شرایط عدم اطمینان، از تصمیمات عقلانی فاصله می گیرند.	تصمیمات عقلانی	مصاحبه شونده دوم
۹	سرمایه گذاران، عقیده متفاوتی نسبت به سود و زیان در بازار سرمایه دارند. لذتی که مردم از مقدار خاصی از سود می برند بسیار کمتر از رنجی است که از همان مقدار زیان متحمل می شوند.	عقیده متفاوتی نسبت به سود و زیان	مصاحبه شونده دوم
۱۰	سرمایه گذاران در محدوده سود از ریسک پرهیز می کنند و در حوزه زیان به دنبال پذیرفتن ریسک می باشند.	پذیرش و پرهیز از ریسک	مصاحبه شونده دوم
	سرمایه گذاران در برابر محرک های بیرونی و اتفاقات پیرامونی، به صورت خوش بینی و بدبینی می گیرند.	خوش بینی و بدبینی سرمایه گذاران	مصاحبه شونده دوم
	سرمایه گذاران در بسیاری از تصمیمات سرمایه گذاری، خطرپذیر هستند و این خطر پذیری گاهی به صورت عقلانی گاهی به صورت هیجانی است.	سرمایه گذاران خطرپذیر	مصاحبه شونده سوم
۱۱	سرمایه گذاران در بازار سرمایه، خوشحالی ناشی از یک واحد افزایش بازده برای آن ها بیشتر از ناراحتی حاصل از یک واحد بازده می باشد.	خوشحالی و سرمستی سرمایه گذاران	مصاحبه شونده سوم

ردیف	متن مصاحبه ( نکته های کلیدی )	کد اولیه	مصاحبه شونده
۱۲	سرمایه‌گذاران با تغییر شرایط، خود را با آن وفق می‌دهند تا کمترین زیان ناشی از تغییرات را متحمل شوند.	حاکم	مصاحبه‌شونده چهارم
۱۳	فرهنگ سرمایه‌گذاران در نحوه مواجهه و کنترل ریسک رفتاری سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است. تفسیر و درک از تغییر و تحول، دیگر ویژگی است که به میزان ادراک فرد از ماهیت تغییر و تحول اشاره دارد.	فرهنگ سرمایه‌گذاران	مصاحبه‌شونده پنجم
۱۴		تفسیر و درک از تغییر و تحول	
۱۵		میزان ادراک فرد از ماهیت تغییر و تحول	
۱۶	سرمایه‌گذاران با توجه به تصور فرد از تغییر میزان مقاومت رفتاری از یک طرف و استقبال وی از تغییر متفاوت باشد و همچنین بر اساس میزان تغییر نیز پذیرش و عدم پذیرش تصمیمات و پیشنهادها سرمایه‌گذار خواهد بود.	مقاومت رفتاری	مصاحبه‌شونده پنجم
۱۷		پذیرش و عدم پذیرش تصمیمات و پیشنهادهای سرمایه‌گذاری	
۱۸	سرمایه‌گذاران به میزانی که احساس امنیت نمایند در کنترل ریسک رفتاری خود می‌توانند مؤثر واقع شوند. هر چه قدر احساس امنیت بالاتر باشد میزان سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه بیشتر خواهد بود و هر چه قدر احساس امنیت کمتر باشد فرد احساس تزلزل نموده و محتاطانه تر برخورد می‌کند.	احساس امنیت سرمایه‌گذاران	مصاحبه‌شونده پنجم
۱۹	برخی از سرمایه‌گذاران زودباور و دیرباور هستند که این می‌تواند عامل مهمی در ریسک سرمایه‌گذاران باشد.	سرمایه‌گذاران زودباور و دیرباور	مصاحبه‌شونده پنجم
۲۰	سرمایه‌گذاران از لحاظ رفتارهای اجتماعی نیز می‌توانند ریسک‌های رفتاری خود را کنترل کنند و این رفتارها در افراد از میزان شخصیت مستقل کارآفرین متفاوت هستند.	رفتارهای اجتماعی سرمایه‌گذاران	مصاحبه‌شونده ششم
۲۱	سوگیری مربوط به زمانی است که سرمایه‌گذار برای تصمیم‌های آینده خود بیش از اندازه به اتفاق و رویدادهای گذشته اتکا کند و بیش از حد روی موضوعی که در گذشته رخ داده تعصب داشته و به اصطلاح در آن نقطه مورد نظر لنگر انداخته باشد. این تأکید و تعصب می‌تواند مشکلات زیادی را برای سرمایه‌گذاران به وجود آورد.	اتکاء به اتفاق و رویدادهای گذشته	مصاحبه‌شونده هفتم
۲۲	ذهنیت حرکت جمعی در بین سرمایه‌گذاران دلیل اصلی ایجاد حباب در بازارهای مالی است. عموماً سرمایه‌گذاران تصمیم‌هایشان را بر اساس موفقیت گذشته خود و دیگران می‌گیرند.	ذهنیت حرکت جمعی در بین سرمایه‌گذاران	مصاحبه‌شونده هشتم
۲۳	زمانی که سهم در حال ریزش است سریع آن را می‌فروشند و زمانی که خبر رشد آن می‌آید فوراً اقدام به خرید می‌کنند. بهترین کار این است که همواره قبل از هر اقدامی تصمیم مالی، تحلیلی و تحقیقی خود را گرفته و به استراتژی شخصی خود پایبند باشید. اکثر دنباله‌روی‌ها با احتمال ضرر همراه است.	دنباله‌روی‌ها با احتمال ضرر	مصاحبه‌شونده هشتم

ردیف	متن مصاحبه ( نکته های کلیدی)	کد اولیه	مصاحبه شونده
۲۴	سرمایه‌گذار وقتی دچار اعتماد به نفس بیش از حد یا خودشیفتگی است؛ در این حالت شخص دانش خود را بیشتر از بقیه مشاوران و خبرگان مالی می‌داند. این حالت در سهامداران بسیاری دیده می‌شود؛ مخصوصاً افرادی که تحصیل کرده هستند و اطلاعات مالی خوبی دارند. بهتر است بدانیم که بازار سرمایه به هیچ وجه ساده نیست و پیچیدگی‌ها و اجزاء زیادی دارد که اشراف به هر کدام به دانش فراوان و سال‌ها تجربه نیاز دارد.	اعتماد به نفس بیش از حد یا خودشیفتگی سرمایه‌گذاران	مصاحبه‌شونده هشتم
		دانش فراوان و سال‌ها تجربه اشراف اطلاعاتی	مصاحبه‌شونده هشتم
۲۵	هنگامی که سرمایه‌گذار به دنبال اطلاعات مالی می‌گردد تا به وسیله آن اطلاعات نظرات خود را تایید کند در تله تعصب گرفتار شده است. در این حالت فرد هم به دنبال اطلاعاتی است که تاییدی بر حرفهایش باشد و هم نظرات مخالفش را رد کند. برای رسیدن به این منظور می‌کوشد هر اطلاعاتی که بر علیه نظر اوست فیلتر کند و چون به شدت به دنبال تایید شدن است در این راه به اشتباه به تور افرادی می‌خورد که به او توصیه‌های غلط می‌دهند و درست مشابه خودش رفتار می‌کنند و این می‌تواند ریسک رفتاری سرمایه‌گذاری را افزایش دهد.	دنبال کردن و کسب اطلاعات مالی	مصاحبه‌شونده هشتم
۲۶		توصیه‌های غلط به سرمایه‌گذاران افزایش ریسک فیلتر کردن اطلاعات	
۲۷	در بورس و بازار سرمایه علاوه بر مسائل مالی، ابعاد روان‌شناختی نیز تاثیرات مستقیم بر نوسانات بازار دارد. این موضوع که افراد مختلف در بازار سرمایه چه نوع رفتاری از خود نشان می‌دهند و آیا رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه همیشه عاقلانه است یا خیر؟ بستگی به تصمیمات آن‌ها دارد. آن چه که بیشترین نقش را در اخذ یک تصمیم عاقلانه در بازار سرمایه ایفا می‌کند، جست‌وجوی اطلاعات و کسب اطمینان از صحت و درستی آن اطلاعات است.	ابعاد روان‌شناختی	مصاحبه‌شونده نهم
		جست‌وجوی اطلاعات و کسب اطمینان از صحت و درستی آن اطلاعات	
۲۸	رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه تحت تاثیر سه عامل، ویژگی شخصی سرمایه‌گذار، تغییرات بازارها (صعودی، نزولی و متعادل) و افق زمانی سرمایه‌گذار، تغییر می‌یابد.	رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه	مصاحبه‌شونده نهم
۲۹		ویژگی شخصی سرمایه‌گذار	
۳۰		تغییرات بازارها	
۳۱		افق زمانی سرمایه‌گذار	
۳۲	سهامداران ریسک‌گریز به دنبال درآمدهای ثابت و بدون تحمل ریسک، در بازار سرمایه هستند.	درآمدهای ثابت و بدون تحمل ریسک	مصاحبه‌شونده نهم
۳۳		سهامداران ریسک‌گریز	

ردیف	متن مصاحبه ( نکته های کلیدی )	کد اولیه	مصاحبه شونده
	سرمایه گذاران ریسک گریز به طور معمول وارد صندوق های با درآمد ثابت، سپرده های بانکی و یا اوراق با درآمد ثابت می شوند و روند رفتاری آنان همیشه ثابت بوده و به دنبال هیجان در بازار نیستند، اما زمانی که اقتصاد کشور دچار تورم های دایمی و بلند مدت شود، دچار تغییر رفتار خواهند شد.	تغییر رفتار به واسطه تحولات و تغییرات تورمی	مصاحبه شونده نهم
	بازار ریسکی بازار پرتوسان است و سرمایه گذاران، در این بازار رفتارهای متغیری دارند. اگر این افراد استراتژی درست سرمایه گذاری نداشته باشند، دچار رفتارهای هیجانی شدید و اضطراب و نگرانی دایمی خواهند شد. در چنین بازاری دانش تحلیلی کم رنگ است زیرا همه سهم ها بدون توجه به شرایط سودآوری در حال رشد هستند و کسی به تحلیل توجه نمی کند و سرمایه گذاران به جای تحلیل و بررسی فرصت های سرمایه گذاری، هیجانی و در حال تغییر پرتفوی خود هستند.	رفتارهای متغیر سرمایه گذاران	مصاحبه شونده نهم
۳۴	در بازار سرمایه به صورت نزولی که به طور دایم همه شاخص ها و قیمت ها رو به کاهش است همانند، رفتارها ناشی از زبان، هیجانی است و سرمایه گذاران به دنبال بررسی عوامل کاهش قیمت ها و تحلیل بازار نیستند. البته تازه واردهایی که تجربه کمتری دارند، طعم بازار نزولی را به طور حتم چشیده اند.	کاهش شاخص ها و قیمت و تأثیر بر سرمایه گذاران	مصاحبه شونده دهم
۳۵		رفتار هیجانی سرمایه گذاران بررسی عوامل کاهش قیمت ها و تحلیل بازار توسط سرمایه گذاران	
۳۶	رفتار سرمایه گذاران با افق زمانی سرمایه گذاری های آنها، بسیار مهم است و اگر سرمایه گذاران با دیدگاه کوتاه مدت وارد بازار شوند، به طور قطع، دچار ترس و اضطراب، سودهای کم و کوتاه بدون دانش و آگاهی می شوند و بازار سرمایه را به عنوان یک بازار بلندمدت در نظر نمی گیرند.	دیدگاه کوتاه مدت سرمایه گذاران	مصاحبه شونده دهم
۳۷		ترس و اضطراب سرمایه گذاران	
۳۸		نگاه به بازار سرمایه به عنوان بازار بلندمدت	
۳۹	گر چه کابران بازار سرمایه تصمیم گیرنده نهایی برای خرید، فروش و نگهداری سهام مورد نظر خود هستند، اما اغلب تحت تأثیر رفتاری که بیشتر سرمایه گذاران در آن بازه زمانی از خود بروز می دهند، قرار گرفته و از استراتژی ها و قواعد معاملاتی خود پیروی نمی کنند. در این حالت معامله گران عمدتاً رفتار سایر افراد بازار را الگو قرار داده و وسوسه می شوند تا برای عدم ماندن از کلیت بازار، از سوگیری های جمعی پیروی کنند.	تبعیت از تصمیمات گروهی توسط سهامداران	مصاحبه شونده دهم

ردیف	متن مصاحبه ( نکته های کلیدی)	کد اولیه	مصاحبه شونده
۴۰	زمانی که سهامداران با جمع اهالی بازار همراه شده و در کوتاهمدت به سود می‌رسند، ممکن است تحت تأثیر این موفقیت، از استراتژی‌ها و روش‌های تحلیلی خود غافل شوند.	استفاده از روش‌های تحلیلی در بازار سرمایه	مصاحبه شونده دهم
	برخلاف پارادایم رایج در نظریه نوین مالی که بیان می‌کند تصمیم‌گیرندگان دارای رفتار کاملاً عقلایی بوده و در پی حداکثرسازی منفعت خود هستند، مطالعات صورت پذیرفته در حوزه مالی رفتاری نشان می‌دهند تصمیم‌گیری انسانی یک فرآیند کاملاً عقلایی و با توجه به تمامی اطلاعات نیست، بلکه تصمیم‌گیرنده میان بره‌های ذهنی را در این فرآیند به کار می‌گیرد که ممکن است به تصمیماتی غیر بهینه نیز منجر شود	رفتار عقلایی سهامداران	مصاحبه شونده یازدهم
	گزارش‌های مالی سالانه شرکت‌ها تأثیر چندانی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران ندارند. اطلاعات اجتماعی بر رفتار سرمایه‌گذار حقیقی نسبت به گزارش‌های مالی سالانه شرکت‌ها تأثیر بیشتری دارد.	اطلاعات اجتماعی سهامداران	مصاحبه شونده یازدهم
۴۱	زبان‌گریزی، جلوگیری از پشیمانی و محاسبات ذهنی سرمایه‌گذار بر رفتار و کنترل ریسک سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است.	زبان‌گریزی جلوگیری از پشیمانی محاسبات ذهنی سرمایه‌گذار رفتار و کنترل ریسک سرمایه‌گذاری	مصاحبه شونده یازدهم
۴۲	احساساتی چون رضایت، اعتماد، شادی و غیره جزو احساساتی هستند که در بازه‌هایی رشد شارپی بازار سهام را موجب می‌شوند. برای افراد تحت تأثیر این احساسات در برهه‌هایی مهم نیست که یک خبر مثبت چه اندازه در واقعیت اثرگذار است.	رضایت، اعتماد، شادی و غیره جزو احساساتی هستند که در بازه‌هایی رشد شارپی بازار سهام را موجب می‌شوند	مصاحبه شونده دوازدهم
۴۳	وقتی بازار منفی است مهم نیست یک خبر مثبت تا چه اندازه برای بازار سهام مهم است، بیشتر افراد آن را نادیده می‌گیرند.	نادیده گرفتن اخبار منفی در بازار	مصاحبه شونده دوازدهم
۴۴	ترس، نگرانی، خشم و... در زمان‌های نزولی بازار، سهامداران را تحت تأثیر قرار می‌دهند. می‌توان گفت احساسات منفی اثرگذاری بیشتری در بازار دارند چراکه این احساسات هم بیشتر شناخته شده‌اند و هم اینکه به‌طور کل احساسات منفی بیشتر مورد توجه هستند.	ترس، نگرانی، خشم و... در زمان‌های نزولی بازار اثرگذاری احساسات منفی	مصاحبه شونده دوازدهم



ردیف	متن مصاحبه ( نکته های کلیدی )	کد اولیه	مصاحبه شونده
۴۵	احساسات منفی برای بقای سرمایه گذاری و کنترل ریسک سرمایه گذاری تعیین‌کننده‌تر است و همچنین اخبار منفی بسیار سریع‌تر از اخبار مثبت پخش می‌شود و توجه بیشتری را نیز جلب می‌کند.	احساسات منفی برای بقای سرمایه گذاری و کنترل ریسک سرمایه گذاری	مصاحبه‌شونده دوازدهم

منبع : یافته های پژوهشگر

### سؤال ۱) از دیدگاه خبرگان مؤلفه‌های کنترل ریسک رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران کدام هستند؟

برای پاسخ‌گویی به این سؤال، داده‌های جمع‌آوری شده از طریق مصاحبه و بر اساس روند نظریه داده بنیاد تجزیه و تحلیل شدند.

**الف) کدگذاری باز:** فرآیند تحلیل و نام‌گذاری مفاهیم، طبقه‌بندی و کشف ویژگی‌ها و ابعاد آن‌ها در داده‌ها از طریق انجام مقایسه‌ای مداوم است (استراوس و کوربین، ۱۳۹۳). در این پژوهش مصاحبه‌ها با استفاده از تحلیل محتوا سطر به سطر بررسی، مفهوم مشخص شدند که در نهایت ۱۳۰ مفهوم استخراج شد. در پاسخ به سؤال اول پژوهش، مقوله‌های مربوط به شرایط علی، پدیده محوری، زمینه‌ای، مداخله‌گر، راهبردها و پیامدهای مربوط به ارائه شده است.

**شرایط علی:** این شرایط باعث ایجاد و شکل‌گیری پدیده یا طبقه هسته‌ای می‌شود (استراوس و کوربین، ۱۳۹۳). کدهای مربوط به آن‌ها به شرح جدول (۴) است:

#### جدول (۴): کدهای باز و مقوله‌های مربوط به شرایط علی

مؤلفه‌ها	زیر مقوله‌ها	مقیاس‌های علی
کنترل رفتارهای احساسی و هیجانی سرمایه‌گذاران	رفتارهای هیجانی در مقابل ریسک‌ها، رفتار و احساسات سرمایه‌گذاران، جرأت درونی مبتنی بر احساسات غریزی و یا احساسات بنیادین عمیق، طیف گسترده‌ای از احساسات یا حالات عاطفی، حرکت‌های توده‌ای یا هم‌رنگ جماعت شدن، برخورداری از احساسات بالا، تصمیمات هیجانی و توده‌ای، رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران، رفتارهای برخاسته از احساسات و عواطف، رفتارهای عجولانه و سریع، ارجحیت احساس بر تعقل سهامداران	ادراک و دانش سهامداران
	نگریستن فضای کسب و کار از دریچه متفاوت، ادراک از پدیده‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، شناخت و ادراک متفاوت سرمایه‌گذاران، دانش فراوان و سال‌ها تجربه، دنبال کردن و کسب اطلاعات مالی، استفاده از روش‌های تحلیلی در بازار سرمایه، افزایش آگاهی و دانش معامله‌گری، دانش مالی سهامداران، بررسی تمامی جوانب در سرمایه‌گذاری	

منبع : یافته های پژوهشگر

**مقوله محوری:** حادثه یا اتفاق اصلی یک سلسله کنش‌های متقابل برای کنترل یا اداره کردن آن وجود دارد و به آن مربوط می‌شود (استراوس و کوربین، ۱۳۹۳). مقوله محوری این تحقیق کنترل ریسک رفتاری سرمایه-گذاران در بازار سرمایه ایران است که مشخصات مربوط به آن به شرح جدول (۵) می‌باشد:

جدول (۵): کدهای باز و مقوله‌های مربوط به مقوله محوری

مؤلفه‌ها	زیر مؤلفه‌ها	بندیه محوری
تحلیل ریسک سرمایه‌گذاران	پذیرش و پرهیز از ریسک، سرمایه‌گذاران خطرپذیر، ریسک‌پذیر یا ریسک‌گریز بودن سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر، ریسک‌گریز و ریسک‌خنثی، افزایش ریسک، نادیده گرفتن ریسک سرمایه‌گذاری، ریسک‌پذیری مالی و ویژگی‌های شخصیتی، روی آوردن سهامداران ریسک‌پذیر به سهام بنیادی و نقدشونده	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

**شرایط زمینه‌ای:** نشان‌دهنده یک سری خصوصیات ویژه است که به پدیده دلالت می‌کند. به عبارتی، محل حوادث یا وقایع مرتبط با پدیده در طول یک بعد است که در آن کنش متقابل برای کنترل، اداره و پاسخ به پدیده صورت می‌گیرد (استراوس و کوربین، ۱۳۹۳). مشخصات آن به شرح جدول (۶) است:

جدول (۶): کدهای باز و مقوله‌های مربوط به مقوله زمینه‌ای

مؤلفه‌ها	زیر مؤلفه‌ها	بندیه زمینه‌ای
محرك‌های بیرونی مثبت	احساس امنیت، احساس آرامش مالی، افزایش درآمدهای دولت، رفع تحریم‌ها، ارتباطات بین‌المللی، فسادزدایی دولت، مرودات مالی با دنیا، پیوستن به پروتکل‌های بین‌المللی	
محرك‌های بیرونی منفی	نرخ تورم، انتظارات تورمی، تحریم، حوادث منطقه‌ای، آشوب‌های اجتماعی، جنگ، شایعه پراکنی، نشر اکاذیب، اغواگری در شبکه‌های اجتماعی، سخنرانی مسئولین و تصمیم‌گیران، حوادث طبیعی و اجتماعی	
رصد قوانین و سیاست‌ها	بررسی قوانین و مقررات سرمایه‌گذاری، سیاست‌های مالی و اقتصادی سازمان‌های ذی‌نقش، دسترسی به لینک‌های اطلاعاتی در بخش قوانین، رویکرد دولت به بازار سهام، ترغیب دولت به حضور مردم در بازار سهام، پشتیبانی دولت از بازار سهام	

ج منبع: یافته‌های پژوهشگر

**شرایط مداخله‌گر:** شرایط کلی که بر چگونگی فرآیندها و راهبردها تأثیر می‌گذارد. به شرایطی که باعث تشدید یا تضعیف پدیده‌ها می‌شوند (استراوس و کوربین، ۱۳۹۳). این شرایط به شرح جدول (۸) می‌باشد:

**جدول (۶): کدهای باز و مقوله‌های مربوط به شرایط مداخله‌گر**

مؤلفه‌ها	زیر مؤلفه‌ها	مداخله‌گر
برونداد رفتاری سهامداران	واکنش‌های متفاوت سرمایه‌گذاران، سوءگیری سرمایه‌گذاران در برابر ریسک‌های محیطی، خوشحالی و سرمستی سرمایه‌گذاران، مقاومت رفتاری، رفتارهای متغیر سرمایه‌گذاران، ترس و اضطراب سرمایه‌گذاران، ترس و طمع سهامداران، ترس، نگرانی، خشم و... در زمان‌های نزولی بازار، سوءگیری‌های رفتاری در فرآیند تصمیم‌گیری، رفتار سرمایه‌گذاران نشأت گرفته از ذهنیت منفی، رفتار غیرعقلایی	
فرهنگ سرمایه‌گذاران	فرهنگ نفی ربا در سیستم‌های مالی، فرهنگ سرمایه‌گذاران، مذهب و فرهنگ سرمایه‌گذاران، توجه به آداب اسلامی در سرمایه‌گذاری، نفی اغواگری و حيله	
شاخصه‌های رفتاری سرمایه‌گذاران	خوش بینی و بدبینی سرمایه‌گذاران، خوشحالی و سرمستی سرمایه‌گذاران، اعتماد به نفس بیش از حد یا خودشیفتگی سرمایه‌گذاران، ویژگی شخصی سرمایه‌گذار، ترس و اضطراب سرمایه‌گذاران، زودباوری سرمایه‌گذاران، اعتماد سریع سرمایه‌گذاران، اغواگری سهامداران	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

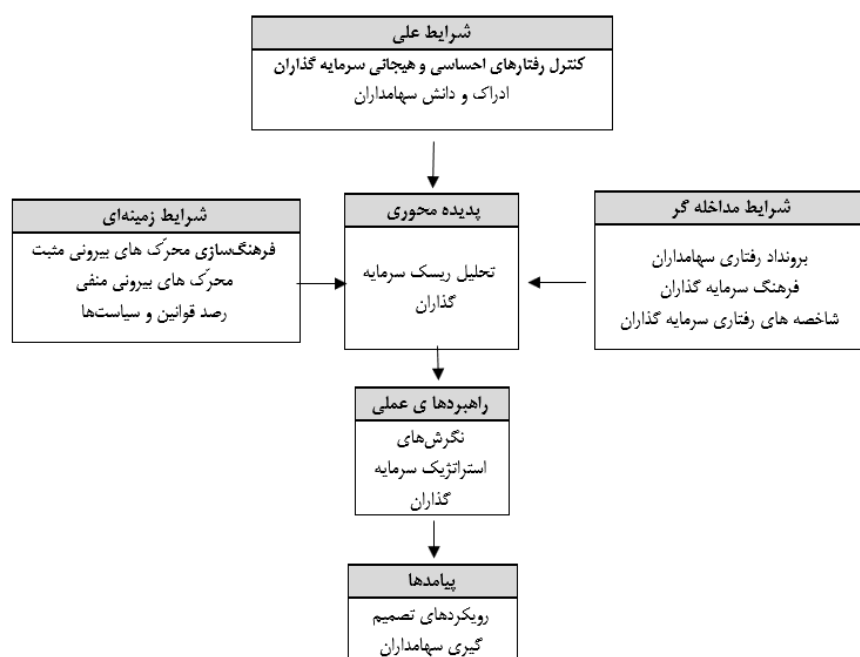
**راهبردها و پیامدها:** راهبردها به ارائه راه‌حلی برای مواجهه با پدیده اشاره دارد که هدف آن اداره پدیده مورد مطالعه، برخورد با آن و حساسیت نشان دادن در برابر آن است و پیامدها نتیجه کنش و واکنش شرایطی است که در خصوص پدیده وجود دارد (استراوس و کوربین، ۱۳۹۳).

**جدول (۷): کدهای باز و مقوله‌های مربوط به راهبردها و پیامدها**

مقوله اصلی	مقوله فرعی	مفاهیم	راهبردها
نگرش سرمایه‌گذاران	نگرش‌های استراتژیک سرمایه‌گذاران	اتخاذ رویکردهای استراتژیک، به کارگیری برنامه با افق بلندمدت، توجه به حوزه‌های استراتژیک در زمینه سرمایه‌گذاری، استراتژی جمعی سرمایه‌گذاران	
رویکرد سهامداران	رویکردهای تصمیم‌گیری سهامداران	اتخاذ تصمیمات بلندمدت در مواجهه با عوامل محیطی، رویکردهای هیجانی و گله‌ای، تبعیت از تصمیمات گروهی توسط سهامداران، تحت تأثیر قرار گرفتن تصمیمات سرمایه‌گذاران	پیامدها

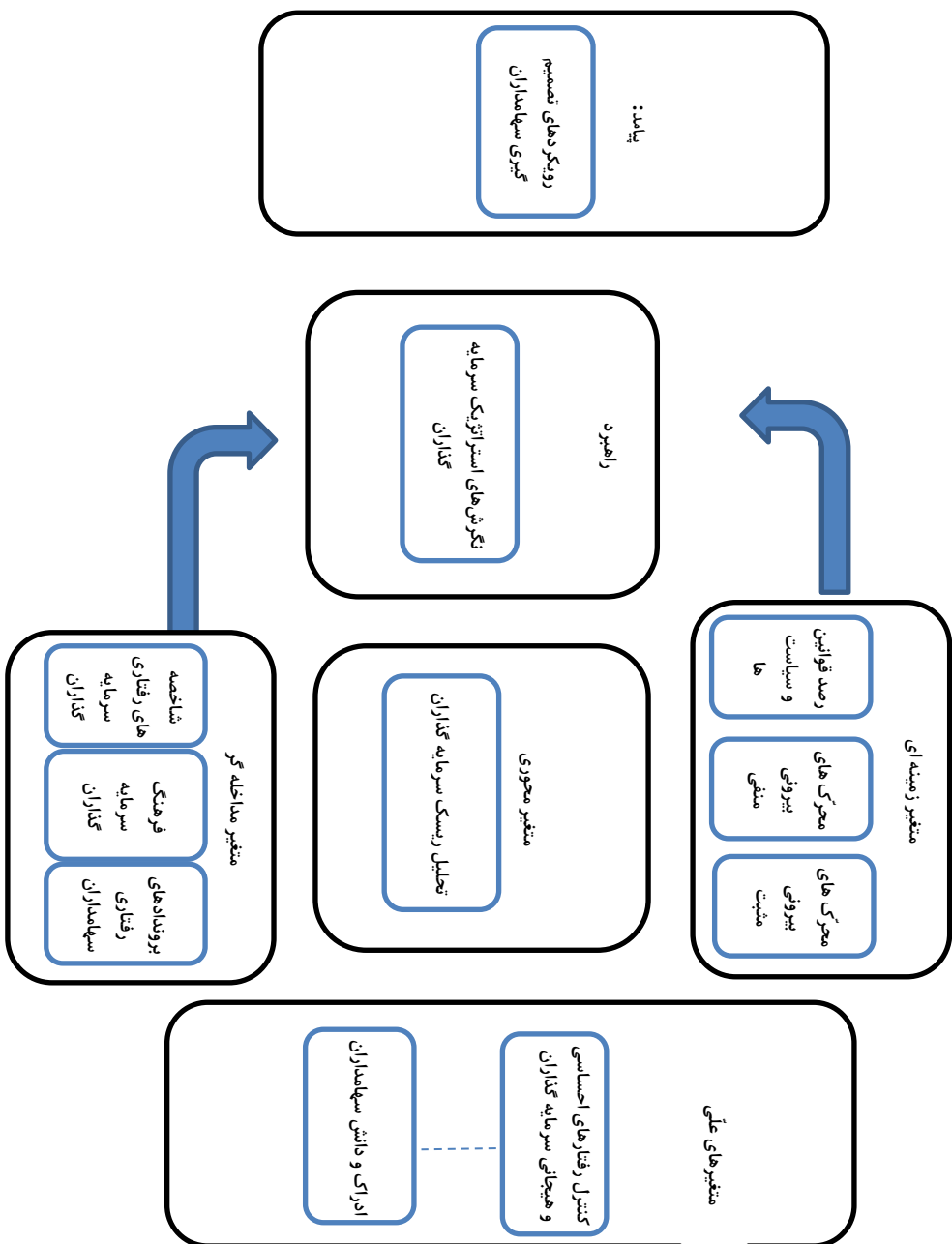
منبع: یافته‌های پژوهشگر

سؤال ۲) مدل مفهومی مناسب برای حسابداری مدیریت با رویکرد انتقادی چیست؟ در پاسخ به سؤال مذکور، پس از مطالعه مبانی نظری و تحلیل مصاحبه‌ها، مقوله‌های اصلی و فرعی به شرح زیر تدوین شد:



شکل (۱): کدگذاری محوری الگوی کنترل ریسک رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران

ب) کدگذاری محوری: عبارت است از سلسله رویه‌هایی که از طریق پیوند بین مقوله و مقوله‌های فرعی داده‌ها را با یکدیگر ارتباط می‌دهد. بدین ترتیب کدگذاری محوری به فرآیند شکل‌دهی مقوله‌ها اشاره دارد که با استفاده از پارادایم انجام می‌شود تا روابط بین موارد فوق را نشان دهد:



### نتیجه‌گیری

ریسک و عدم قطعیت یکی از ابعاد مهم و بنیادی سرمایه‌گذاری را شکل می‌دهد. نوع درک معامله‌گران از ریسک موجود در سرمایه‌گذاری، عاملی تاثیرگذار بر فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی است. تحقیقات نشان داده است که میزان پذیرش ریسک در معامله‌گران می‌تواند تابعی از تاثیر ریسک در ایجاد سود و زیان باشد. به طور کلی معامله‌گران در شرایطی که احتمال ضرر و زیان وجود دارد، ریسک‌پذیر می‌شوند و در شرایطی که احتمال کسب سود وجود دارد، تا حد زیادی از ریسک‌پذیری آنها کاسته شده و تنها به سودهای قطعی بسنده می‌کنند. این شیوه رفتاری معکوس در انسان نوعی پدیده عصب شناختی است که هم در انسان و هم در حیوانات مشترک است. این رفتار منعکس‌کننده غریزه حیاتی موجودات است. از این رو یک سرمایه‌گذار نیاز دارد تا شناخت ژرفی از ریسک و بازده دست‌یابد تا بتواند در فرایند سرمایه‌گذاری و داد و ستد در مسیر درستی گام بردارد. بنابراین، با توجه به این‌که هیچ‌الگویی برای ریسک رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران تدوین نشده است لذا ضرورت پیدا می‌کند که عواملی که بر ریسک رفتاری سرمایه‌گذاران موثر است شناسایی گردد. از این رو، با بررسی پژوهش‌های پیشین داخلی، یک شکاف اساسی تحقیقاتی در زمینه شناسایی ریسک ادراک شده سرمایه‌گذاران مشهود بود و آن عدم ارائه الگوی جامع ریسک ادراک شده سرمایه‌گذاران است. محدوده‌ی بررسی‌های انجام شده در مطالعات تطبیقی، به بررسی و معرفی ساز و کارهای موجود در سایر کشورها پرداخته‌اند. به نظر می‌رسد الگوی جامع ریسک ادراک شده در بستر بازارهای مالی بخصوص بازار سرمایه کشور و مورد توافق خبرگان ضروری است. پژوهش حاضر تلاش نمود با استفاده از رویکرد نظریه پردازی داده بنیاد و تجزیه و تحلیل اسناد و مدارک به این سوال پاسخ دهد که الگوی ریسک کنترل ریسک رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه کشور چگونه است؟ مدل مفهومی تحقیق بر اساس مصاحبه‌های بعمل آمده، شامل ۶ دسته متغیر شدند. در قالب مدل ارائه شده شرایط علی شامل دو مقوله کنترل رفتارهای احساسی و هیجانی سرمایه‌گذاران و ادراک و دانش سهامداران، سه مقوله‌ی زمینه‌ای شامل محرک‌های بیرونی مثبت، محرک‌های بیرونی منفی و رصد قوانین و سیاست‌ها، سه مقوله‌ی مداخله‌گر شامل برون‌دادهای رفتاری سهامداران، فرهنگ سرمایه‌گذاران و شاخصه‌های رفتاری سرمایه‌گذاران، یک مقوله‌ی راهبردی شامل نگرش‌های استراتژیک سرمایه‌گذاران و یک مقوله‌ی پیامدی شامل رویکردهای تصمیم‌گیری سهامداران می‌باشد. متناسب با نتایج به دست آمده پیشنهادت ذیل به منظور به کارگیری در شرکت‌های سرمایه‌گذاری ارائه می‌شود:

- تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران در چارچوب مشخص با توجه به ویژگی‌ها و مشخصات آنها؛
- تنظیم و جهت‌دهی به سرمایه‌گذاران بر اساس کنش‌ها و عوامل محیطی؛
- ارتقاء سطح ادراکی و شناختی سرمایه‌گذاران؛
- فرهنگ‌سازی در بین سهامداران و ذینفعان متناسب با شرایط اجتماعی و فرهنگی کشور؛
- در نظر گرفتن قوانین و الزامات دولتی در تحلیل سرمایه‌گذاران و تحلیل ریسک متناسب با آن؛

- شناسایی و اولویت‌بندی ریسک‌های محیطی در بین سهامداران و ذینفعان مختلف در شرکت‌های سرمایه‌گذاری.

### فهرست منابع

- ابراهیمی. عباس لیفش‌اگر. پاکیزه. کامران و رئیسی فر. کامیار. "بررسی تاثیر ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران بر عملکرد سرمایه‌گذاری با نقش میانجی سوگیری‌های مکاشفه‌ای"، فصلنامه حسابداری و حسابرسی. سال ۱۲، ۴۲، (۱۳۹۶): ۱۰۷-۱۲۸.
- دادار. ام البنین و جعفری. سیده محبوبه. بررسی تاثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و سهام‌شمار آزاد بر بازدهی در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از ردوش گشتاورهای تعمیم یافته، دانش سرمایه‌گذاری، سال نهم، ۳۴، (۱۳۹۹): ۳۱۷-۳۳۱.
- دانشی، یعقوب. اسماعیل زاده، علی. تأثیر کیفیت سیستم مدیریت ریسک سازمانی و ویژگی‌های کمیته حسابرسی بر شهرت ریسک. فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی. ۱۴، ۵۴، (۱۳۹۸): ۳۱-۴۵.
- عارف منش، زهره. رامشه، منیژه، شکوهی، حامد. رابطه بین مدیریت ریسک و عملکرد شرکت با نقش مزیت رقابتی و سواد مالی. فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی. ۱۴، ۵۴، (۱۴۰۱): ۵۵-۶۴.
- ملازاده، محمد؛ لاری دشت‌فیاض، محمود؛ ساعی، محمدجواد. تأثیر دانش مالی مدیرعامل بر روی مدیریت سود. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی. ۸ سال هشتم. (۱۳۹۵). ۳۷-۵۹.
- میربزرگی، پوریا. هفت فر، محمود. جنانی، محمدحسن. تبیین الگوی مناسب قدرت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران بر اساس ویژگی‌های شخصیتی. فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال هشتم، ۵۳، (۱۴۰۱): ۱۴-۲۵.
- میرلوحی. سیددمجیبی و محمدی تودشکی. نیما، تشکیل سبد سرمایه‌گذاری بهینه در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش‌های خوشه‌بندی سلسله‌مراتبی و تفکیکی، سال نهم، ۳۴، (۱۳۹۹): ۳۳۳-۳۵۴.
- Bakar, S. and Chui Yi, A. The Impact of Psychological Factors on Investors' Decision Making in Malaysian Stock Market: A Case of Klang Valley and Pahang, *Procedia Economics and Finance*, 35. (2016):319-328.
- Boman, & Wijewardana, W. P. "Financial leverage, firm growth and financial strength in the listed companies in Sri Lanka", *Social and Behavioral Sciences*, Vol. 40, (2014). 709 –715.
- Cahan, S. F. The effect of antitrust investigations on discretionary accruals: A refined test of the political-cost hypothesis. *The Accounting Review*. (1992)., 67, 77-95.
- Chapman, T., Craig, J., Steenburgh, J. An Investigation of Earnings Management Through Marketing Actions. *HomeManagement Science* Vol. 57, No. 1. Pp . (2011).44-62.

- DeGeorge, F., J. Patel, and R. Zeckhauser.; "Earnings Management to Exceed Thresholds", *Journal of Business*, 72: 3, (1999). 1-33.
- Doojin, R. Kim, H & Yang, H. "Investor sentiment, trading behavior and stock Returns". *Journal of Economics Letters*. Volume 24, 2017 - Issue 12 .(2017). 65 – 71.
- F. Todd DeZoort and Steven E. Salterio (2001) The Effects of Corporate Governance Experience and Financial-Reporting and Audit Knowledge on Audit Committee Members' Judgments. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*: September 2001, Vol. 20, No. 2, pp. 31-47.
- Fern, R. H., B. Brown, and S.W. Dickey;"An Empirical Test of Politically-Motivated Income Smoothing in the Oil Refining Industry", *Journal of Applied Research*, 10(1), (1994).92-100.
- Filipion, S., atell. Linking improved know ledge manage ment to operational and organizational performance. *Journal of operations manage ment*. (2004):247-264.
- Gao, Z., Ren, H., & Zhang, B.. Googling investor sentiment around the world. [http://www.cuhk.edu.hk/fin/event/symposium/SEFM\\_2016\\_paper\\_58.pdf](http://www.cuhk.edu.hk/fin/event/symposium/SEFM_2016_paper_58.pdf).
- García Petit Juan Jose, Vaquero Lafuente, Esther, Ru´a Vieites, AntonioHow information technologies shape investor sentiment: A web-based investor sentiment index. *Borsa \_Istanbul Review* : <http://www.elsevier.com/journals/borsa-istanbul-review/2214-8450>Healy, P., and J. Wahlen (1999); "A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting", *Accounting Horizons*, 13(4), (2019):120-152
- Hua-Wei Solomon Huang Dr. , Zhi-Yuan Andy Feng Dr.Angie Abdel Zaher Dr., Fair Value and Economic Consequences of Financial Restatements, *Finance Research Letters* (2019).
- Jering, L., Martinez, N. C. A., da Costa, N. C. Earnings Manipulations by Real Activities Management and Investors' Perceptions. *Research in International Business and Finance*, Volume 34, (2016): 309-323.
- Li, D., and Ying, X. Does Stock Market Liquidity Help Deter Earnings Management? Evidence from the SEC Tick Size Pilot Test (July 3, 2019). 29th Australasian Finance and Banking Conference 2016. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2825789> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2825789> .
- Lo, H. C., Wu, R. S., & Kweh, Q. L. Do institutional investors reinforce or reduce agency problems? Earnings management and the post-IPO performance. *International Review of Financial Analysis*, 52: (2017). 62-76..
- Rosman, A. J., Biggs. S. F., & Hoskin, R. E.. The Effects of Tacit Knowledge on Earnings Management Behavior in the Presence and Absence of Monitoring at Different Levels of Firm Performance. *BEHAVIORAL RESEARCH IN ACCOUNTING* American Accounting Association. Vol. 24, No. 1. (2017): 109–130
- Shefrin, H. Behavioralizing Finance. Research paper, No. 10-01, (2010):1-161.
- Walsh, M. and Wang, L. Earnings management following chief executive officer changes: the effect of contemporaneous chairperson and chief financial officer appointments. *Accounting and Finance*, Vol. 50, (1991): 447-480.
- Zagers Mamedoval, I. The Effect of Leverage Increases on Real Earnings Management Master Thesis, Erasmus University, Netherlands. (2015): 55-67.



## Abstract

<https://doi.org/DOI:%2010.30495/FAAR.1403.1073364>

### Pattern of Behavioral Risk Control of Investors in the Iranian Capital Market

Sharif Zahiri <sup>1</sup>

Asgar Pak Maram <sup>2</sup>

Saeed Jabarzadeh Kangarloui <sup>3</sup>

Jamal Bahri <sup>4</sup>

Receive: 04/July/2024

Acceptance: 11/ September/2024

#### Abstract

Classical theories state that economic agents (both firms and individuals) engage in rational behavior with the aim of maximizing utility (profit, capital, etc.). In the meantime, from the perspective of capital behavior. Transformers, risk-taking is an attribute that encourages people to take initiative and do risky things. In fact, risk-taking is a person's desire to be in the decision-making scenario. Behavioral state is a set of stable and external emotions that have different intensity and duration in different people. In order to conceptually and formally develop the behavioral risk of investors in the Iranian capital market, the researcher, while describing, explaining and modeling, seeks to identify indicators and components that play the role of behavioral risk of investors in the development of capital attitudes and beliefs. → Determine transmitters. For this purpose, in the present article, the researcher presented the conceptual model in order to control the behavioral risk of capital through interviews with experts in knowledge-based companies, using the data theory theory of the foundation. The results of the research in the presented model have two categories of causal conditions including controlling the emotional and emotional behaviors of investors and the perception and knowledge of shareholders, three underlying categories including positive external stimuli, negative external stimuli and monitoring laws and policies. There are three intervening categories including shareholder behavioral outputs, investor culture and investor behavioral characteristics, one strategic category including strategic investor attitudes and one consequential category including decision approaches.

**Keywords:** Risk - Behavioral - Investors - Capital market

<sup>1</sup> Department of Accounting, Urmia Branch, Islamic Azad University, Urmia, Iran mb.mokhtari@yahoo.com

<sup>2</sup> Department of Accounting, Bonab Branch, Islamic Azad University, Bonab, Iran. (Corresponding author) pakmaram@bonabiau.ac.ir

<sup>3</sup> Department of Accounting, Urmia Branch, Islamic Azad University, Urmia, Iran jabarzadeh@yahoo.com

<sup>4</sup> Department of Accounting, Urmia Branch, Islamic Azad University, Urmia, Iran ahrisls.j@gmail.com

