

## Designing paradigmatic model of investors' behavior at the capital market with an emphasis on local indicators

Morteza Maryami Yaghoobian,<sup>1</sup> Ali Najafi Moghaddam,<sup>2</sup>  
Farideh Haghshenas Kashani,<sup>3</sup> Bita Nasrollahi<sup>4</sup>

Received: 30/01/2023

Accepted: 29/05/2023

### Extended Abstract

#### Introduction

The present study aimed to present a model to explain the behavior of real and legal investors in the Iranian capital market, emphasizing local indicators. A unique growth happened until the middle of 2018 due to the extreme capital market fluctuations from 2019 until today. After that, the economic thermometer of Iran's capital market from September 2019 to 2021, despite the very high annual inflation of 50% in the last three years and the improvement of the fundamental indicators of various industries in the capital market, resulted in a significant drop and loss of investors in this market. Therefore, a semi-structured interview was conducted with experts and managers of investment funds and brokerage managers, and the reason for this change in the behavior of investors and the withdrawal of real capital was investigated.

#### Literature Review

Economic and financial decisions are among the most important decisions in the lives of ordinary people. The results related to financial decisions are that behavioral and psychological processes affect people. Many of these behaviors can be explained by well-known principles of psychological

---

<sup>1</sup> Department of Management and Economics, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.


<sup>2</sup> Department of Accounting, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (Corresponding Author).

[Alirezanm@yahoo.com](mailto:Alirezanm@yahoo.com)

<sup>3</sup> Department of Management, Central Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.

<sup>4</sup> Department of Psychology, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.

**How to cite this paper:** Maryami Yaghoobian, M., Najafi Moghaddam, A., Haghshenas Kashani, F., Nasrollahi, B. (2023). Designing paradigmatic model of investors' behavior at the capital market with an emphasis on local indicators. *Advances in Finance and Investment*, 4(3), 1-24. [In Persian]

 <https://doi.org/10.30495/afi.2023.1977393.1187>

science and collected evidence. For many years, social scientists and humanities have been trying to understand how people make their investment decisions using countless strategies. From two decades ago, by combining approaches, behavioral finance was carried out as an interdisciplinary element, seeking to clarify individual decisions and process those factors. Considering that behavioral sciences investigate the effect of a set of behavioral, psychological and demographic factors on financial decision making. The general results of this comprehensive study show the impact of various psychological, behavioral and demographic factors on financial decision-making and help to design an optimal financial portfolio to ensure the financial well-being of investors. However, the prediction of future stock prices is still not stable and accurate. By searching in behavioral financial articles, this study has been able to investigate ideas, methods, processes and main issues related to financial decisions.

### **Research Methodology**

This research is applied and qualitative and was performed with the foundational data theory technique. Data were collected through semi-structured interviews, and theoretical sampling continued until the categories were saturated. In this regard, 17 experts and professors of finance and behavior were interviewed. Then, the paradigmatic model of investors' behavior was presented with emphasis on local indicators based on the systematic theoretical approach of Strauss and Corbin in the three main steps of open coding, central coding, and selective coding. Finally, the validation of the theory was formulated and examined.

### **Results**

Based on the results, the major category of the paradigm model and the causal conditions affecting the behavior of investors, in terms of background and involved factors, are placed in two main groups behavioral and psychological factors and demographic factors. behavioral and psychological factors include 19 categories, of which 10 categories were recognized as having the most frequency and importance on investors' behavior according to the interviews conducted. These categories include changes in physical states during trading, emotional behavior, security of the investment environment, sensitivity to news, satisfaction with personal life, calmness and concentration, expectations and degree of risk-taking,

entertainment, vacations, and trading hours. The second group is demographic factors, which includes 5 categories, of which 3 categories have been very important. In addition, cultural, political, economic, and social factors were recognized as background factors that investors make financial decisions in this paradigm. Furthermore, Parallel markets such as the dollar price and bank interest rates and cross-border factors such as sanctions and JCPOA were mentioned as intervening conditions that can mediate the relationship between the factors affecting the behavior of investors.

### **Discussion and conclusion**

In general, the reason for the extreme fluctuations of the capital market in recent years was the previous government's entry and heating of the capital market to sell governmental stocks and rich funds, and refining funds at the highest price to provide liquidity to the government in the conditions of sanctions, which led to the continuous growth of the capital market. After that, the important policy and priority of the government were to enter capital into banks and fixed-income funds to provide liquidity to the government under the conditions of sanctions when the new government took office in 2021, which aggravated the negative fluctuations in the capital market. The policies of the stock exchange organization were determined as the government's strategy for investors, so in the rotation of the economic policies of the government and according to the tools of the stock exchange organization, such as preventing queues of buying or selling and prohibiting the range above 3% in any negative or positive direction for investors and blocking the trading codes of real famous people and capital market players, as well as the harsh treatment and complaints from people with a records of the capital market due to the new rules enacted by the Stock Exchange Council, caused investors to react as well. Finally, the economic consequences happen as the last link of this paradigm model, which leads to the withdrawal of liquidity from the capital market and the entry into parallel markets or the withdrawal of capital from the country in foreign currency.

**Keywords:** Investors' behavior, Local pattern, Paradigm model.

**JEL Classification:** G32, H3.

## پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری

سال چهارم، پاییز ۱۴۰۲ - شماره ۳

صفحات ۱-۲۴

## نوع مقاله: پژوهشی

## طراحی مدل پارادایمی رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه با تأکید بر شاخص‌های بومی

مرتضی مریمی یعقوبیان، علی نجفی مقدم، فریده حق شناس کاشانی، بیتا نصرالهی<sup>۴</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۱/۱۰

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۳/۰۸

## چکیده

**هدف:** هدف کلی این پژوهش ارائه الگویی برای تبیین رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سرمایه ایران با تأکید بر شاخص‌های بومی می‌باشد.

**روش‌شناسی پژوهش:** این پژوهش از نوع کاربردی و به‌صورت کیفی و با تکنیک تئوری داده‌بنیاد انجام شده است. داده‌ها از طریق مصاحبه نیمه‌ساختاریافته جمع‌آوری گردید و نمونه‌گیری نظری تا رسیدن به اشباع مقوله‌ها ادامه یافت. سپس بر اساس رویکرد نظام‌مند نظریه‌ای استراوس و کوربین در سه گام اصلی کدگذاری باز، کدگذاری محوری و کدگذاری گزینشی مدل پارادایمی رفتار سرمایه‌گذاران با تأکید شاخص‌های بومی ارائه گردید.

**یافته‌ها:** یافته‌ها نشان داد که مقوله محوری مدل پارادایمی و شرایط علی مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران، با لحاظ عوامل زمینه‌ای و دخیل در دو گروه عمده عوامل رفتاری و روان‌شناختی و عوامل جمعیت‌شناسی قرار می‌گیرد که عوامل رفتاری و روان‌شناختی ۱۹ مقوله و عوامل جمعیت‌شناختی ۵ مقوله است که دارای بیشترین اهمیت بر رفتار سرمایه‌گذاران می‌باشد.

**اصالت / ارزش افزوده علمی:** در بسیاری از مطالعات تنها به جنبه نیمه‌آگاه ذهن و با تجهیزات پزشکی پرداخته شده است. درحالی‌که در این پژوهش جنبه‌های آگاه و هوشیار ذهن سرمایه‌گذاران مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است.

**کلیدواژه‌ها:** الگوی بومی، رفتار سرمایه‌گذاران، مدل پارادایمی.

طبقه‌بندی موضوعی: H3, G32.

۱. گروه مدیریت و اقتصاد، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

۲. گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول) Alirezam@yahoo.com

۳. گروه مدیریت، واحد تهران مرکز، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

۴. گروه روانشناسی، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

**استناد:** مریمی یعقوبیان، مرتضی؛ نجفی مقدم، علی؛ حق شناس کاشانی، فریده؛ نصرالهی، بیتا. (۱۴۰۲). طراحی مدل پارادایمی رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه با تأکید بر شاخص‌های بومی. *پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری*، ۴(۳)، ۱-۲۴.

## ۱- مقدمه

رشد مالی رفتاری طی سه دهه گذشته در حوزه مالی و اقتصاد قابل لمس بوده است. چندین محقق تأثیرات جنبه‌های عقلانی یا غیرمنطقی تصمیم‌گیری را به دست آورده‌اند. با این وجود، درک جدید از حوزه مالی نیاز به زمینه‌سازی در مکانیسم‌های روانی و عقلانی دارد. رشد تحقیقات مالی رفتاری با ناتوانی مدل‌های سنتی در رمزگشایی بسیاری از روندهای تجربی در موضوعات اساسی مانند رفتار مالی، مدیریت سرمایه و حباب‌های بازار سهام تقویت شده است. اگرچه علوم مالی یک رشته مستقل است، اما روان‌شناسی در درجه اول باعث رشد آن شده است. در واقع، روان‌شناس به سوگیری‌های مختلفی اشاره کرده است که می‌تواند بر تصمیم‌گیری مالی تأثیر بگذارد. سوگیری روانی یک عنصر متمایز در پارادایم مالی رفتاری است؛ بنابراین، مالی رفتاری از دوران ابتدایی خود رشد کرده است و اکنون به طور گسترده به‌عنوان یک رشته اصلی در جریان اصلی رفتارهای سرمایه‌گذاران شناخته شده است (Kumar *et al.*, 2022). یک روند جدید قوی در اقتصاد رفتاری و مالی انجام آزمایش‌های آزمایشگاهی و میدانی در زمینه تصمیم‌گیری مالی و ارائه مدل تصمیم‌گیری است. در واقع، بررسی عقلانیت ناقص و تأثیرات آن، مانند تجارت نوین یا احساسات، چیزی نیست جز بررسی دقیق روان‌انسان‌ها که نقش معنادار روان‌شناسی در امور مالی را روشن می‌کند.

نظریه مالی رفتاری به دنبال توضیح رفتار سرمایه‌گذاران با لحاظ اکتشافات، سوگیری‌ها و تأثیرات روانی است. این رشته تحصیلی است که روان‌شناسی و اقتصاد را برای درک بهتر اینکه چرا سرمایه‌گذاران تصمیمات مالی خاصی می‌گیرند، ترکیب می‌کند (Bennett *et al.*, 2023). مالی رفتاری به دنبال درک عوامل شناختی و عاطفی مؤثر بر رفتار مالی و چگونگی آن است. عواملی می‌توانند منجر به ناکارآمدی بازار و تصمیمات سرمایه‌گذاری نامطلوب شوند. نظریه‌های مالی رفتاری پیشنهاد می‌کند که سرمایه‌گذاران اغلب تحت تأثیر طیف وسیعی از اطلاعات شناختی و احساسی قرار می‌گیرند. عواملی که می‌تواند منجر به تصمیم‌گیری زیان بار گردد (Akyildirim *et al.*, 2023). یکی از مهم‌ترین پیامدهای نظریه مالی رفتاری نیاز به طراحی بازارهای مالی به گونه‌ای است که عوامل رفتاری مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذار در نظر گرفته شوند. مالی رفتاری به دنبال برآوردن بسیاری از این معیارها است، جایی که یکی از مزایای کلیدی آن ارائه روشی جدید و مبتکرانه برای انجام معاملات مالی است (Briola *et al.*, 2023). از آنجایی که مالی رفتاری با ویژگی‌های سرمایه‌گذاری‌های کوچک و در مراحل اولیه راهکارهای بهتری ارائه می‌دهد، بنابراین ارزش‌گذاری و پیش‌بینی ساختارهای رفتاری مانند احساسات،

توجه و یادگیری معامله‌گران و همچنین اکتشافات و سوگیری‌ها، از طریق مصاحبه بهتر تبیین می‌شود (Bennett *et al.*, 2023).

از دیدگاه سنتی، تصمیم‌گیری در مورد امور مالی بر اساس حداکثرسازی سود و ثروت است و معمولاً این مطلوبیت صرفاً از صورت‌های مالی و جریان نقدینگی نشئت می‌گیرد. درحالی‌که علم روانشناسی استدلال می‌کند که حداکثرسازی سود تنها یک جنبه از هدف می‌باشد. محدودیت‌های شناختی ممکن است افراد را از حداکثرسازی مطلوبیت باز دارد و به جای راه حل بهینه با یک نتیجه‌ی «به اندازه کافی خوب» راضی شوند (Miendlarzewska *et al.*, 2019). نظریه‌های مالی پیش‌بینی می‌کند که اکثر افراد کسری از ثروت خود را در بازار سرمایه سرمایه‌گذاری می‌کنند و پرتفوی متنوعی از سهام شرکت‌ها را در اختیار می‌گیرند. اما، شواهد تجربی نشان می‌دهد که رفتار سرمایه‌گذاران صرفاً از این نظریه‌ها تبعیت نمی‌کند (Barber and Odean, 2013). مالی رفتاری کوشش افراد را به سرمایه‌گذاری برای ثروت بیشتر، افزایش می‌دهد. همچنین مالی رفتاری تصمیمات سرمایه‌گذاری یک شخص را به طور دقیق توصیف می‌کند (Fieger, 2017). تالر در سال ۱۹۸۰ می‌توان موقعیت‌هایی را شناسایی کرد که با برخی از نظریه‌های اقتصادی سرمایه‌گذاری مغایرت داشته باشد. تالر هم‌چنین چند اشتباه تصمیم‌گیری همانند «بیزاری از پشیمان شدن»، «هزینه کم وزنی فرصت» و «خودکنترلی» را بیان کرد. در این مرحله اهمیت ظهور رشته جدید رفتاری در زمینه سرمایه‌گذاری بیش از پیش احساس می‌شود (Singh *et al.*, 2021)؛ بنابراین، در ادبیات مالی رفتاری باتوجه‌به وجود تفاوت بین عالم واقع و جهان آرمانی که نظریه بازار کارا به تصویر می‌کشد، توجه می‌شود (Mokhtar, 2016). به‌عنوان مثال، یکی از الگوهای معاملاتی قوی و شناخته شده در بین سرمایه‌گذاران، تأثیر موقعیتی می‌باشد (Frydman and Camerer, 2016).

سوگیری‌های رفتاری در بازار سرمایه ایران، بسیار مشاهده می‌شوند. برای مثال سرمایه‌گذاران به تبعیت از یکدیگر و بدون بررسی کافی اقدام به خرید و یا فروش سهام خود می‌نمایند که منجر به صف‌های خرید و یا فروش می‌شود که از مصادیق الگوهای رفتاری خاص حاکم بر بازار می‌باشد (Mokhatab Rafiei *et al.*, 2018). اهمیت این موضوع زمانی آشکار می‌شود که رفتار سرمایه‌گذاران در بورس، نحوه‌ی تصمیم‌گیری، مدیریت سرمایه، قیمت‌گذاری و ارزیابی شرکت‌ها را تحت‌تأثیر خود قرار می‌دهند. شرایط مبهم و اشتباهات شناختی که در روانشناسی انسان ریشه دارد، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران اشتباهاتی در میزان انتظارات خود داشته باشند و در نتیجه رفتارهای خاص در بازارهای مالی از خود نشان دهند. گاهی اوقات ممکن است در بازار سهام تصمیم‌گیری توسط سرمایه‌گذاران به‌صورت علمی و بر مبنای ارزش و بنیاد شرکت‌ها باشد و هم‌چنین، گاهی ممکن است رفتار

سرمایه‌گذاران به صورت دنباله‌روی از جمع یا رفتار توده‌وار باشد. در این گونه رفتار، اشخاص گرایش دارند تا در تصمیم‌گیری‌هایشان با دیگران همسو شوند (Dadras et al., 2018).

در این پژوهش سعی شده است از شاخص‌های بومی شناختی جهت شناسایی عوامل مهم بر رفتار افراد در بازار سرمایه و با نظر خبرگان بازار سرمایه مورد بررسی قرار گیرد. روابط میان مقوله‌ها و عوامل شناسایی شده، متکی بر رویکردهای تفسیری و طبیعت‌گرایانه صورت می‌گیرد. تا از این رهگذر ویژگی‌ها خاص جامعه آماری به لحاظ قلمرو مکانی و زمانی موردنظر قرار گیرد و در نهایت مدل بومی ارائه شود. این پژوهش به طور مشخص در ردیف مطالعات کیفی قرار می‌گیرد. با وجود تئوری‌ها و مدل‌های مختلف بنیادی و تکنیکی در زمینه کارآمدی تصمیم‌گیری در بازارهای مالی، همچنان انحراف‌های جدی در بازار مالی ایران وجود دارد. از این رو، پرداختن به جنبه‌های روان‌شناسی و روان‌شناختی در حوزه تصمیم‌گیری مالی ضرورت دارد. از طرفی، در کشور ایران مطالعه زیادی در خصوص مدل‌سازی پارادایمی رفتار سرمایه‌گذاران بر اساس شاخص‌های بومی در بازار سرمایه انجام نشده است. از این رو، ضرورت انجام مطالعاتی که همه جنبه‌های تصمیم‌گیری مالی و جنبه‌های مختلف شخصیتی و رفتاری سرمایه‌گذاران را لحاظ کند، احساس می‌شود. در بسیاری از مطالعات تنها به جنبه نیمه‌آگاه ذهن و با تجهیزات پزشکی پرداخته شده است. در حالی که در این پژوهش جنبه‌های آگاه و هوشیار ذهن سرمایه‌گذاران مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است؛ بنابراین شناسایی ابعاد و مؤلفه‌ها و شاخص‌های سرمایه‌گذاری فردی با تأکید بر جنبه‌های روان‌شناختی در قالب یک الگوی بومی ارائه شد. سعی شده است با ارائه یک مطالعه میان‌رشته‌ای، شکاف تئوریک موجود مرتفع گردد.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

تصمیمات اقتصادی و مالی از مهم‌ترین تصمیمات زندگی مردم عادی می‌باشد. نتایج مرتبط به تصمیمات مالی این است که فرآیندهای رفتاری و روان‌شناختی بر افراد تأثیر می‌گذارد. بسیاری از این رفتارها را می‌توان با اصول شناخته شده از علوم روان‌شناختی و شواهد جمع‌آوری شده توضیح داد (Frydman and Camerer, 2016). مدل‌های پردازش اطلاعات منطقی در امور مالی تمایل به سیستم شهودی را نشان می‌دهند که در آن سرمایه‌گذاران آگاه و با سواد مالی تصمیم‌گیری مالی منطقی و با کیفیت می‌گیرند و در عین حال امنیت و رفاه اقتصادی خود را افزایش می‌دهند (Dibb et al., 2020). از سال‌ها قبل، دانشمندان علوم اجتماعی و انسانی با استفاده از استراتژی‌های بی‌شمار در تلاش هستند درک کنند که افراد چگونه برای سرمایه‌گذاری خود تصمیم‌گیری می‌کنند. از دو دهه قبل با ترکیب رویکردها، مالی رفتاری به عنوان یک عنصر میان‌رشته‌ای به دنبال روشن کردن تصمیم‌گیری‌های

فردی و پردازش آن عوامل انجام شد (Sagar and Janardhanam, 2017). رفتار توده‌وار به‌عنوان نوعی تورش رفتاری منشاء بروز و پیدایش ناهنجاری‌های زیادی، از قبیل: حباب‌ها و سقوط قیمت‌ها و شکل‌گیری نوسان‌های شدید در بازارهای مالی و در نهایت، عدم کارایی در بازار سرمایه به شمار می‌رود. به‌عنوان مثال می‌توان به ظهور پدیده حباب قیمت‌ها طی سال ۱۳۹۹ در بورس اوراق بهادار تهران و سقوط بازار سهام در مرداد ۱۳۹۹ الی ۱۴۰۱ اشاره کرد. پر واضح است کم توجهی و نادیده گرفتن رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران می‌تواند آسیب‌های زیادی به بازارهای مالی برساند (Dadras et al., 2018).

باتوجه به اینکه علوم رفتاری، به بررسی تأثیر مجموعه‌ای از عوامل رفتاری، روانی و جمعیت‌شناختی بر تصمیم‌گیری مالی می‌پردازد. نتایج کلی این مطالعه جامع به تأثیر عوامل مختلف روان‌شناختی، رفتاری و جمعیت‌شناختی بر تصمیم‌گیری مالی را نشان می‌دهد و به طراحی یک سبد مالی بهینه برای تضمین رفاه مالی سرمایه‌گذاران کمک می‌کند. بن‌نت و همکاران (Bennett et al., 2023) مروری سیستماتیک بر تحقیقات موجود انجام دادند. آن‌ها اذعان دارند که قیمت‌گذاری دارای در بازارهای مالی به سرعت در حال تحول است. این روند بهبودی از طریق تئوری‌های مالی رفتاری بهتر توضیح داده می‌شود تا از طریق نظریه مالی سنتی. فانگ و همکاران (Fang et al., 2022) اذعان دارند عوامل رفتاری زمانی می‌توانند برای سرمایه‌گذاران مفید واقع شوند که در استراتژی‌های معاملاتی سرمایه‌گذاران گنجانده شوند. ساینگ و همکاران (Singh et al., 2021) بر روی شکاف‌ها در کارایی بازار و پر کردن این شکاف‌ها با یک رویکرد مالی رفتاری مدرن تمرکز دارد. ژو و همکاران (Zhuo et al., 2021) در پژوهش خویش پارامترهای مدل مالی رفتاری گروه‌های سرمایه‌گذاران را عنوان می‌کنند و معتقد هستند که این روش می‌تواند برای توضیح نوسانات موجود در بازار مورد استفاده قرار گیرد. با این حال، پیش‌بینی قیمت‌های آتی سهام هنوز پایدار و دقیق نیست. این مطالعه با جستجو در مقالات مالی رفتاری، توانسته است ایده‌ها، روش‌ها، فرایندها و موضوعات اصلی و مرتبط با تصمیم‌گیری‌های مالی را مورد بررسی قرار دهد. سبیر و همکاران (Sabir et al., 2021) با بررسی رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سهام پاکستان نشان داده است که رابطه سواد مالی و رفتار سرمایه‌گذاران در نوسانات بازار سرمایه تأثیر معنی‌داری دارد. لیو و همکاران (Liu et al., 2020) الگویی برای تکامل رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سهام ارائه داده است. آن‌ها نشان دادند که شدت رقابت بازدهی بین سرمایه‌گذاران نهادی و اثر فراموشی هر دو در تعادل تکامل آنها در مورد کلیه سرمایه‌گذاران نهادی و سرمایه‌گذاران حقیقی تأثیر منفی دارد. جعفری و همکاران (Jafari et al., 2023) به مقایسه پیش‌بینی‌ها و پس‌بینی‌های رفتار مالی سرمایه‌گذاران مومنتوم و رندوم پرداخته است. نتایج نشان داده است که از میان شرایط علی رفتار سرمایه‌گذاران مومنتوم، عوامل



فردی، عوامل روانی بازار، احساسات سرمایه‌گذار در زمان معامله و اخبار و اطلاعات تأثیر معنی‌داری دارد. همچنین از میان علت‌های تغییر رفتار سرمایه‌گذاران، عوامل جمعیت‌شناختی، شرایط روحی و روانی، انتظارات سهامداران و اخبار و اطلاعات تأثیر معنی‌داری دارد. جباری خوزانی و همکاران (Jabari *et al.*, 2022) نشان دادند که عوامل مؤثر بر تورش رفتاری سرمایه‌گذاران در ایران متشکل از ویژگی‌های شخصیتی، دام‌های ادراکی و رفتاری، نظریه رفتار مکاشفه‌ای، نظریه چشم انداز، نظریه بازار و ناهماهنگی شناختی می‌باشد. رجبی (Rajabi, 2021) نشان داد که اخبار سیاسی، اقتصادی و صنعتی تأثیر معنی‌داری بر تصمیم سرمایه‌گذاران دارد. همچنین مشخص گردید که بیشترین تأثیرپذیری تصمیم سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ناشی از اخبار سیاسی شکل می‌گیرد. مرادی و همکاران (Moradi *et al.*, 2021) معتقد هستند که باتوجه به تأثیر معنی‌دار و معکوس تورش‌های رفتاری مدیران مالی بر عملکرد مالی شرکت‌ها، به مدیران مالی پیشنهاد شد تورش‌های رفتاری خود را از طریق مشاوره با خبرگان و همچنین، شرکت در دوره‌های آموزشی علمی و رفتاری تعدیل نمایند.

فرهادی شریف آباد و دعائی (Farhadi Sharif Abad and Doaei, 2022) بیان نمودند که تعلق خاطر، ابهام‌گریزی، خود استنادی، اطمینان بیش از حد، محافظه‌کاری، حسابداری ذهنی، توهم کنترل، پشیمان‌گریزی، داشتن بیش‌نگری، بدبینی، رفتار گله‌ای، کوتاه‌نگری و واکنش افراطی از جمله عوامل تأثیرگذار تمایلات سرمایه‌گذاران با تأکید بر عوامل روان‌شناختی می‌باشند که به‌عنوان مدل نهایی تمایلات روان‌شناختی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار شناخته شده‌اند. نظری پور و همکاران (NazariPour *et al.*, 2020) به بررسی رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه بر اساس مدل پنج تیپ شخصیتی پرداخته‌اند. طبق نتایج پژوهش، بین تیپ شخصیتی سرمایه‌گذاران و رفتار آنان در بازار سرمایه رابطه معنی‌داری وجود دارد. بدین معنا که سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر و دوستدار شهرت تمایل به سرمایه‌گذاری در محصولات مالی نوع اول و دوم داشته و در مقابل سرمایه‌گذاران محتاط و اخلاق مدار تمایل به سرمایه‌گذاری در محصولات مالی نوع سوم، چهارم و پنجم دارند. در نهایت سرمایه‌گذاران فردگرا تمایل به سرمایه‌گذاری در هر پنج نوع محصول مالی را دارند. یعقوبی و سعیدی (Yaqoubi *and Saidi*, 2018) به بررسی بازار سرمایه پرداختند. آن‌ها یافتند که اخبار منفی بیش از اخبار مثبت در بازار تأثیر می‌گذارند. به این معنا که مردم بیش از حد به اخبار منفی واکنش نشان می‌دهند و اجازه می‌دهند که اخبار منفی بر روی تصمیم‌گیری و معاملاتشان تأثیر بیش از حد داشته باشد. دادرس و همکاران (Dadras *et al.*, 2018) به شناسایی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و همین‌طور شناسایی تورش‌های رفتاری در بازار سرمایه از طریق مرور جامع تحقیقات انجام شده در ایران و مقایسه آنها با نتایج تحقیقات در بازارهای مالی سایر کشورها پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که،

تحقیقات داخلی و خارجی، نسبتاً عوامل مؤثر مشابهی را همچون نسبت‌های مالی، توصیه‌ها، تورش‌های رفتاری شناسائی کرده‌اند.

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

از آنجایی که این پژوهش در پی مدل‌سازی پارادایمی رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه است و بر اساس شاخص‌های بومی، رهنمودهای موثقی را ارائه دهد، یک پژوهش کاربردی به شمار می‌آید. از سوی دیگر، باتوجه به دانش‌افزایی ناشی از ارائه مدل بومی برای بازار سرمایه ایران و بررسی اثرات متغیرهای روان‌شناسی در آن، این پژوهش جهت‌گیری توسعه‌ای نیز دارد. داده‌ها و اطلاعات استفاده شده در این پژوهش از دو منبع متفاوت به دست آمده است. نخست داده‌های ثانویه است که از کتاب‌ها، مقاله و سند و مدرک‌ها تشکیل شده است. همچنین داده‌های اولیه نیز از مصاحبه نیمه‌ساختاریافته حاصل شده است؛ لذا از این منظر نیز، این پژوهش، در گروه پژوهش‌های میدانی و کتابخانه‌ای به شمار می‌رود. روش تحقیق پژوهش حاضر از نوع کیفی و مبتنی بر نظریه زمینه‌ای (گراندد توری) و با رویکرد بومی‌سازی است. باتوجه به اینکه تا کنون هیچ پژوهشی رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه را مدل‌سازی نکرده است، از این رو، محقق قصد دارد با به‌کارگیری استراتژی نظریه داده‌بنیاد، اقدام به کشف ویژگی‌ها و خصوصیات رفتاری سرمایه‌گذاران در زمان تصمیم‌گیری‌های مالی نماید (Creswell and Creswell, 2017).

پژوهشگر ابتدا در پی کشف خصوصیات و ویژگی‌های رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه از طریق مصاحبه با خبرگان و با استفاده از استراتژی پژوهشی نظریه داده‌بنیاد می‌باشد و قصد دارد فرضیه‌های جمع‌آوری شده را از طریق استراتژی‌های پیمایشی، جهت‌پذیرش و یا رد مورد بررسی قرار دهد.

### ۳-۱- کدگذاری

مفهوم‌پردازی از داده‌های متنی اولین گام در تجزیه و تحلیل کیفی به شمار می‌رود. در تجزیه و تحلیل داده‌ها از سه نوع کدگذاری باز، محوری و انتخابی استفاده می‌شود. در کدگذاری باز پس از هر مصاحبه و بازنویسی متن مصاحبه داده‌ها باید دو تا سه بار مرور گردد و جهت اطمینان از محک داده‌ها با استفاده از روش حداکثری متن هر مصاحبه به صورت دقیق مطالعه شده، به هر کدام از حوادث، رویکرد، ایده‌ها و موقعیت‌ها، نامی که نشانه آن پدیده و جایگزینی مربوط به آن باشد به آن کد داده می‌شود و با ادغام کدهای مشابه تعداد آن‌ها کاهش پیدا کند (Bahadri, 2018).

الف- کدگذاری باز

کدگذاری باز عبارت است از نسبت‌دادن کدهای مفهومی و مقوله‌ای به کوچک‌ترین کلمه معنادار از محتوای متن مصاحبه (Safari Shali, 2012).

#### ب- کدگذاری محوری

کدگذاری محوری قسمتی از بررسی است که استراوس و کوربین آن را به این صورت نام‌گذاری کرده‌اند. همین مرحله را گلیسر با نام دیگری و به‌عنوان سطحی از تحلیل داده‌ها یا کدگذاری نظری می‌شناسد (Bahadri, 2018).

#### ج- کدگذاری انتخابی و ظهور نظریه

کدگذاری انتخابی، از یافته‌های مراحل کدگذاری پیشین، مقوله محوری را انتخاب می‌کند به‌صورت نظام‌مندی آن را به دیگر مقوله‌ها مرتبط می‌کند، آن روابط را اثبات می‌کند و مقوله‌هایی را که به بهبود و توسعه بیشتری نیاز دارند تکمیل می‌کند (Strauss and Corbin, 1994).

### ۳-۲- مدل پارادایمی نظریه داده‌بنیاد

در این رویکرد، روش و فن مشخصی با توجه به پارادایم استراوس و کوربین کدگذاری‌های نظام‌مندی را مشتمل بر کدگذاری‌های باز، محوری و گزینشی به اجرا آورده شد. همان‌طور که در شکل (۱) نشان داده شده است، در روش استراوس و کوربین همه دیتاها باید در مقوله‌هایی به شرح زیر صورت‌بندی و در قالب الگوی پارادایمی ارائه شود:

مقوله اصلی (پدیده محوری): پدیده‌ای مرکزی که در موقعیت و زمینه اکتشاف می‌شود.

شرایط علی: علل و موجبات اصلی که پدیده مورد اکتشاف یا مقوله اصلی از آن ناشی می‌شود.

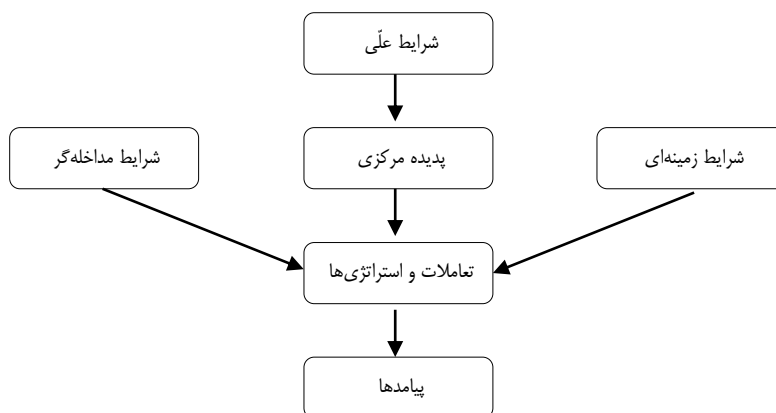
راهبردها: کنشگران بر اثر موجبات علی دست به چه استراتژی رفتاری و تاکتیک‌هایی می‌زنند و به

چه شیوه‌هایی مبادرت می‌نمایند؟

شرایط زمینه: که شرایط علی در آن زمینه‌ها بر موضوع اصلی تأثیر می‌گذارد.

شرایط مداخله‌گر: تأثیر شرایط علی و زمینه‌ای خاص، با چه عوامل عمومی محیطی تعدیل می‌گردد.

پیامدها: مجموع شرایط علی و راهبردهای اتخاذ شده به چه آثار و نتایجی منتج می‌شود؟



شکل (۱) مدل پارادایمی نظریه داده‌بنیاد

Figure (1) Paradigm model of grounded data theory

جامعه آماری مطالعه این پژوهش مدیران، اساتید دانشگاه و خبرگان در حوزه علوم مالی و روان‌شناسی است که علم و تجربه کافی در انجام معاملات در بازار سهام را داشته باشند. در پژوهش حاضر، تعداد نمونه آماری تا رسیدن به اشباع مقوله‌ها ادامه یافت. با ۱۷ نفر از نخبگان و متخصصان و مدیران صندوق و مدیران کارگزاری و اساتید دانشگاه در بازار سرمایه مصاحبه صورت گرفت. همچنین از روش نمونه‌گیری نظری جهت تعیین تعداد نمونه آماری استفاده شده است. پس از استخراج کدهای باز در هر مصاحبه، و مقایسه با کدهای مصاحبه‌های بعدی محقق در مصاحبه هفدهم، متوجه شد که تمامی کدها تکراری شده‌اند؛ بنابراین به مصاحبه‌ها خاتمه داده شد.

#### ۴- تجزیه و تحلیل داده‌ها

روش تحلیل داده‌ها در این پژوهش بر اساس روش نظام‌مند نظریه‌ای استراوس و کوربین در سه گام اصلی کدگذاری باز، کدگذاری محوری و کدگذاری انتخابی استفاده شده است که مبتنی بر مقایسه مداوم است. استخراج تمامی متغیرها در این پژوهش صرفاً از متن مصاحبه‌ها با اساتید و خبرگان بازار سرمایه می‌باشد بدین شرح است که در ابتداء نتایج حاصل از متن پیاده شده مصاحبه‌ها در ساختاری نظام‌مند در قالب جداولی که نکات مهم مصاحبه‌شوندگان را به کد تبدیل می‌شود ارائه می‌کند، سپس، در مرحله بعد اقدام به گلچین کردن کدها و نام‌گذاری آن‌ها می‌شود. پس از آن کدها تبدیل به مفاهیم می‌شوند. در مرحله بعد مفهوم تبدیل به مقوله‌های استخراج شده ذیل شده‌اند (جدول ۱).

جدول (۱) مقولات استخراج شده نهایی

Table (1) Final extracted categorie

کدگذاری محوری	
تغییر حالات فیزیکی و بدنی در هنگام معامله اعتماد به تجربه باورها و شناخت های فکری نگرش بیماری های روان شناختی آستانه اعتماد به بورس رفتار هیجانی امنیت ادراک شده فضای سرمایه گذاری ژنتیک و هوش حساسیت به اخبار و اطلاعات انضباط اضطراب آرامش و تمرکز طمع ترس انتظارات ریسک پذیری وضعیت آب و هوایی موقعیت مکانی سرگرمی و تعطیلات رضایت از زندگی شخصی ساعت معامله	عوامل رفتاری و روان شناختی
دانش تعداد سال های حضور در بازار بورس تمکن مالی جنسیت سن	عوامل جمعیت شناختی
رفتار سرمایه گذاران فردی	رفتار سرمایه گذار
بازارهای موازی عوامل برون مرزی	شرایط مداخله گر
عوامل فرهنگی عوامل سیاسی عوامل اقتصادی عوامل اجتماعی	شرایط زمینه ای
سیاست های سازمان بورس	راهبرد
پیامدهای اقتصادی رفتار سرمایه گذاران	پیامد

در این پژوهش، پارادایم حاکم بر جامعه به‌عنوان عوامل زمینه‌ای در شکل‌گیری رفتار سرمایه‌گذاران مورد بررسی قرار گرفته است و در گروه شرایط زمینه‌ای قرار دارد. باتوجه به اعتبارسنجی نظریه تدوین شده مشخص گردید، شرایط زمینه‌ای موردنظر در مطالعات زیادی مورد بررسی قرار گرفته است. باتوجه به مصاحبه‌های صورت‌گرفته، شرایط زمینه‌ای شامل ۴ زیر مقوله می‌باشد:

- عوامل فرهنگی
- عوامل سیاسی
- عوامل اقتصادی
- عوامل اجتماعی

باتوجه به متن جمع‌آوری شده از مصاحبه‌ها، مشخص گردید که علاوه بر عوامل فردی (عوامل رفتاری و روان‌شناختی و عوامل جمعیت‌شناختی)، شرایط خاص هر کشور بر رفتار سرمایه‌گذاران فردی در بازار سرمایه تأثیر دارد. پارادایم حاکم بر جامعه از ۴ منظر سیاسی، اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی قابل بررسی هستند. بدان معنی که افراد در شرایط سیاسی، اقتصادی، فرهنگی و اجتماعی مختلف می‌توانند رفتارهای متفاوتی در زمان معامله از خود نشان دهند.

در این پژوهش، نقش بازارها به‌عنوان یکی از عوامل مداخله‌گر در شکل‌گیری رفتار سرمایه‌گذاران فردی مورد بررسی قرار گرفته است. باتوجه به مصاحبه‌های صورت‌گرفته، نقش عوامل دخیل شامل ۲ مقوله می‌باشد:

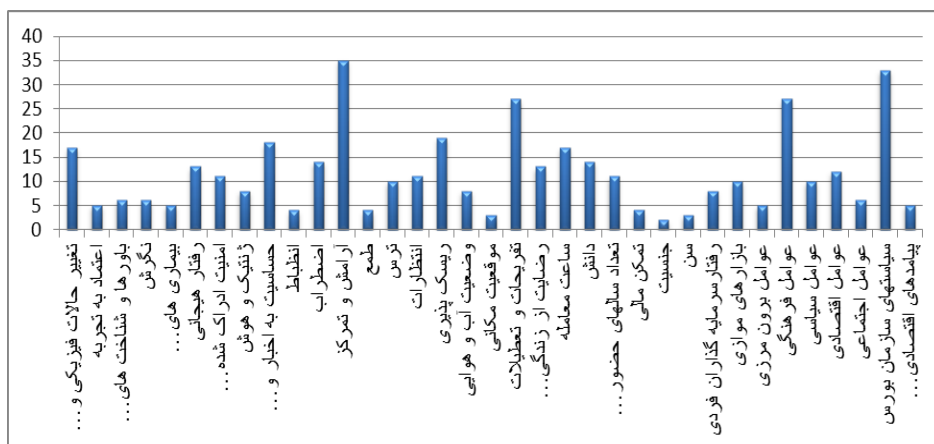
- بازارهای موازی
- عوامل برون‌مرزی

به اعتقاد خبرگان، نوسانات در بازارهای رقیب مانند بازار نرخ ارز، طلا، نفت، ملک و نرخ بهره بانکی و حتی خودرو می‌تواند رفتار سرمایه‌گذاران را تغییر دهد. سرمایه‌گذاران قبل از انجام معامله روند قیمتی در بازارهای مذکور را مدنظر قرار می‌دهند. همچنین عوامل برون‌مرزی مانند تحریم‌ها، جنگ‌ها و سایر اتفاقات مهم در دنیا مانند قیمت کامودیتی‌ها و نفت و شاخص دلار می‌تواند بر تصمیم‌گیری مالی افراد تأثیرگذار باشد.

در این پژوهش، باتوجه به مصاحبه‌های صورت‌گرفته، نقش نهادها بالاخص سازمان بورس اوراق بهادار مهم تلقی شده است و سیاست‌های سازمان بورس در پژوهش حاضر به‌عنوان راهبرد اصلی مورد بررسی قرار گرفته است از مهم‌ترین ابعاد سیاست‌های سازمان بورس عبارت‌اند از: کاهش کارمزدها و افزایش ابزارهای مالی، پیاده‌سازی مارکت ایمپکت در جهت جلوگیری از تغییر جهت‌های بازار توسط حجم‌های بزرگ، پذیرش شرکت‌های خارجی در بازار و امکان خرید فروش سهام این قبیل شرکت‌ها،

ارائه گزارش‌های مدیریت شرکت‌ها از آینده صنایع، عدم ابلاغ قوانین محدود و دست‌وپاگیر در خصوص معاملات، حذف تدریجی دامنه نوسان، عدم برخورد سلیقه‌ای ناظر بازار با نمادها، عرضه اوراق تبعی برای تمام شرکت‌ها، عرضه بیشتر شرکت‌های دولتی و خصوصی جهت تعمیق بازار سرمایه، آزادسازی سهام عدالت و فراهم کردن شرایط فروش آن در بازار، ابلاغ قوانین و بخشنامه‌های مستمر و گهگاه مختص به دوره زمانی خاص توسط نهادهای مسئول و بالادستی، سلیقه‌ای عمل نکردن مقام ناظر بازار سرمایه، بستن کدهای حقیقی‌های بزرگ و بازارساز، بستن نماد معاملاتی جهت ظن دست‌کاری که باعث ترس بازار می‌شود. وجود بازارگردانی حرفه‌ای و بازارساز، فروش استقراضی، عدم تغییر مداوم قوانین و مقررات، برطرف کردن محدوده دامنه نوسان و تسهیل عرضه اولیه شرکت‌ها و ورود به بازار سرمایه می‌باشد.

حلقه آخر این مدل پارادایمی پیامدهای اقتصادی به‌عنوان پیامدهای ناشی از رفتار سرمایه‌گذاران مورد بررسی قرار گرفته است که به نظر خبرگان مجموع عوامل ذکر شده و سیاست‌های اقتصادی دولت می‌تواند باعث ورود یا خروج سرمایه به بازار سرمایه یا بازارهای موازی گردد و در ادامه در شکل (۲) اهمیت و وزن هر یک از مقولات استخراج شده در کدگذاری‌ها مشخص شد و بدین ترتیب اهمیت و تکرار مقولات در مصاحبه‌های مختلف نشان می‌دهد که از میان تمام مقولات نقش آرامش و تمرکز و همچنین تفریحات و تعطیلات و عوامل فرهنگی و در نهایت سیاست‌های سازمان بورس فراوانی بالایی به لحاظ اهمیت در رفتار سرمایه‌گذاران دارند.

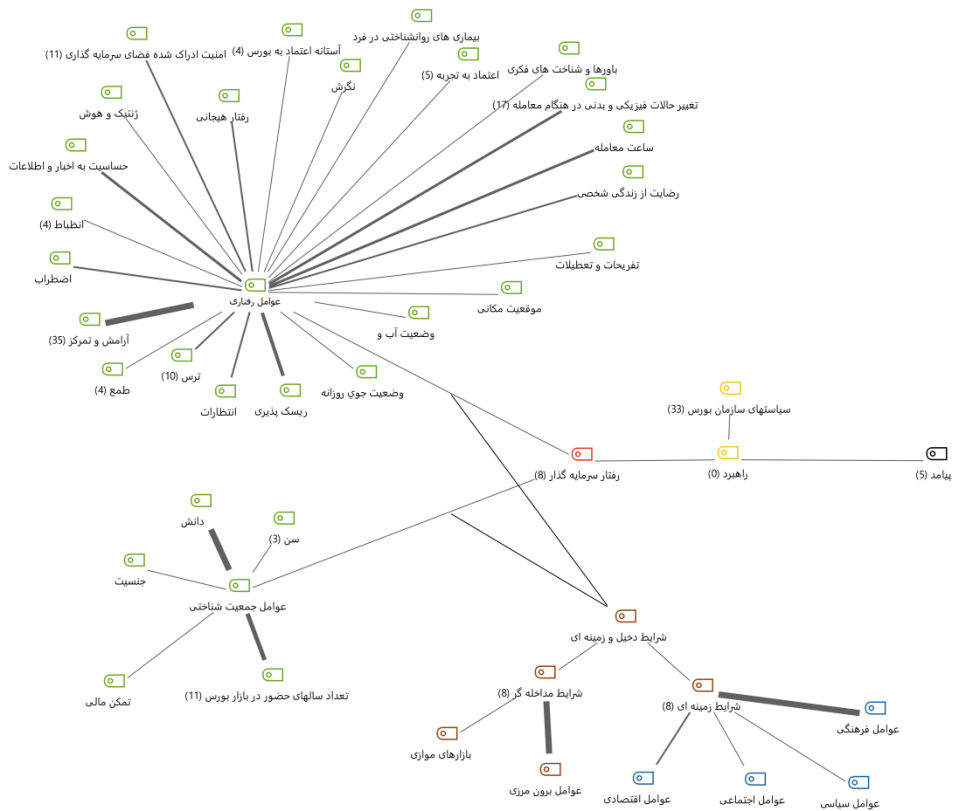


شکل (۲) وزن و اهمیت مقولات

Figure (2) Weight and importance of categories

در شکل (۳) تمام مقوله‌های در قالب یک مدل پارادایمی حول مقوله اصلی به یکدیگر مرتبط

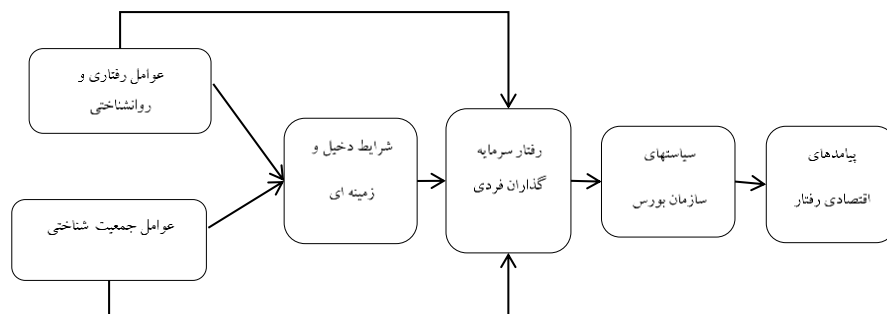
می‌شوند. در واقع، مدل ایجاد شده به توصیف صوری مقوله و تحلیل و تبیین آن می‌پردازد.



شکل (۳) مدل پارادایمی  
Figure (3) Paradigm model

و در انتها مطابق شکل (۴) مدل نهایی بر اساس شاخص‌های بومی رفتار سرمایه‌گذاران ارائه شد که نشان می‌دهد که عوامل رفتاری و روان‌شناختی و عوامل جمعیت‌شناختی که به تفکیک ارائه شد به‌علاوه شرایط دخیل و زمینه‌ای مثل عوامل فرهنگی اقتصادی اجتماعی و سیاسی بر رفتار سرمایه‌گذاران تأثیر مستقیم و مهمی دارد و در این مرحله سیاست‌های سازمان بورس به‌عنوان راهبرد می‌تواند گره‌گشا ارزیابی شود و حلقه آخر این مدل پارادایمی پیامدهای اقتصادی ناشی از رفتار سرمایه‌گذاران می‌باشد که به نظر نخبگان و اساتید مالی این سیاست‌ها اقتصادی و سیاسی باعث ورود و خروج سرمایه به بازار سرمایه یا بازارهای موازی گردد.





شکل (۴) ارائه مدل شاخص های بومی

Figure (4) Presentation of the local indicators model

طبق ۷ راهبرد کرسول، اقدامات زیر انجام شده است: بازبینی توسط مشارکت کنندگان و مصاحبه شونده‌گان که کدگذاری محوری را بازنگری و نظر خود را در ارتباط با آن بیان کردند. سپس دیدگاه‌ها در این روش کدگذاری محوری اعمال گردید. بررسی توسط اساتید: اساتید راهنما و مشاوران به بررسی مصاحبه‌ها و اظهارنظر درباره پارادایم کدگذاری پرداختند. مشارکت: در نهایت از مشارکت کنندگان در تجزیه و تحلیل مطالب و تفسیر آن، کمک گرفته شد.

پس از تدوین یک نظریه، نظریه پردازان داده بنیاد، این فرآیند را به وسیله مقایسه آن با فرآیندهای موجودی که در سابقه تخصصی موجود می‌باشد، اعتبارسنجی می‌کنند. بدین منظور پس از ارائه مدل نهایی، مبانی نظری برای هر یک از مؤلفه‌ها ارائه شده است (جدول ۲):

جدول (۲) مبانی نظری برای هر یک از مؤلفه‌ها

Table (2) Theoretical bases for each of the components

تعداد مطالعات	شاهد	مقولات نهایی
	سریواستاوا و همکاران (Srivastava et al., 2019) اشر و همکاران (Ascher et al., 2018) میندلارژوسکا و همکاران (Miendlarzewska et al., 2019) اردلان (Ardalan, 2018)	
۲۲	ساغر و جاناردنام (Sagar and Janardhanam, 2017) فریدمن و کامر (Frydman and Camerer, 2016) روچا و همکاران (Rocha et al., 2013) آلکارو و پانکسپ (Alcaro and Panksepp, 2011) دیکهات و همکاران (Dickhaut et al., 2010) بیکر و نوفسینگر (Baker and Nofsinger, 2002)	عوامل رفتاری و روان شناختی

قربانی بجنودی و شاهوردیانی (Ghorbani Bejandi and Shahverdiani, 2020)

نظری پور و همکاران (NazariPour et al., 2020)

میرعلوی و همکاران (Miralavi et al., 2019)

یعقوبی و سعیدی (Yaqoubi and Saidi, 2018)

دادرس و همکاران (Dadras et al., 2018)

هیجروودی و همکاران (Hijroudi et al., 2018)

گرگی زاده و خان محمدی (Gorjizadeh and Khanmohammadi, 2017)

ابراهیمی و همکاران (Ebrahimi et al., 2016)

سمیعی و همکاران (Samie et al., 2014)

دارابی و همکاران (Darabi et al., 2016)

رهنمای رودپشتی و همکاران (Rahnamay Roodposhti et al., 2008)

خواجهوی و فتاحی نافچی (Khajavi and Fattahi Nafchi, 2013)

میندلارزوسکا و همکاران (Miendlarzewska et al., 2019)

باکار و بی (Bakar and Yi, 2016)

تاونی و همکاران (Tauni et al., 2017)

بوچیول و زری (Buccioli and Zari, 2017)

باربر و اودین (Barber and Odean, 2013)

لو و رپین (Lo and Repin, 2002)

یعقوبی و سعیدی (Yaqoubi and Saidi, 2018)

دادرس و همکاران (Dadras et al., 2018)

گرگی زاده و خان محمدی (Gorjizadeh and Khanmohammadi, 2017)

عوامل  
جمعیت‌شناختی

۹

همان‌طور که مشاهده می‌گردد، ۲۲ پژوهش داخلی و خارجی داده‌بنیاد در بخش رفتاری و روان‌شناختی و همچنین ۹ پژوهش داخلی و خارجی در بخش جمعیت‌شناسی انجام شده که نشانگر اعتبار نظریه و مدل پارادایمی حاضر می‌باشد.

## ۵- بحث و نتیجه‌گیری

نتایج حاصل از انجام این پژوهش نشان داد که عوامل روان‌شناختی و رفتاری و همچنین عوامل جمعیت‌شناختی بر رفتار سرمایه‌گذاران تأثیر با اهمیتی دارد و در این پژوهش سعی شد تمامی ابعاد عوامل رفتاری تبیین و اولویت‌بندی گردد. با توجه به مصاحبه‌های انجام شده مشخص گردید که آرامش و تمرکز بسیار با اهمیت است و همچنین آرامش و تمرکز از جنبه‌های مختلف بررسی شد فرضاً از دیدگاه خبرگان تفریحات و تعطیلات و امنیت فضای سرمایه‌گذاری و میزان حساسیت افراد نسبت به اخبار و اطلاعات دارای فراوانی قابل توجهی بود. طمع و ترس دو احساسی بود که خبرگان معتقد بودند بر رفتار سرمایه‌گذاران مؤثر است. درحالی‌که برخی از ابعاد عوامل روان‌شناختی و رفتاری تأثیر کمتری دارند. فرضاً از

دیدگاه خبرگان موقعیت مکانی و حتی هوش و ژنتیک نیز کم‌اهمیت بودند. در خصوص عوامل جمعیت-شناختی، خبرگان معتقد هستند عموماً پنج بعد از عوامل روان‌شناختی می‌تواند بر رفتار سرمایه‌گذاران تأثیرگذار باشد؛ دانش مالی، تعداد سال‌های حضور در بورس، تمکن مالی، جنسیت و سن. در این میان دانش و سابقه (تجربه) و تمکن مالی در بازار سرمایه بیشترین فراوانی را داشته است. درحالی که جنسیت و سن از فراوانی کمتری برخوردار است.

همچنین عوامل فرهنگی، عوامل سیاسی، عوامل اقتصادی و عوامل اجتماعی به‌عنوان عوامل زمینه‌ای شناخته شد که سرمایه‌گذاران در این پارادایم تصمیم‌گیری مالی دارند و همچنین بازارهای موازی و عوامل برون‌مرزی نیز به‌عنوان شرایط مداخله‌گر مطرح شد که می‌تواند در رابطه میان عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران نقش میانجی باز کند و همچنین سیاست‌های سازمان بورس اوراق بهادار به‌عنوان استراتژی و راهبرد برای سرمایه‌گذاران مشخص شد. در نهایت پیامدهای اقتصادی جمیع عوامل منجر به گردش نقدینگی بین بازارهای مختلف و ورود و خروج نقدینگی به بازار سرمایه می‌باشد.

نتایج این پژوهش با بسیاری از مطالعات انجام شده در داخل و خارج از کشور همسوئی دارد. در این مطالعات بر تأثیر معنی‌دار مولفه‌های مالی رفتاری بر تصمیم‌گیری مالی و رفتار سرمایه‌گذاران تأکید شده است. از جمله مطالعه‌ی کومار و همکاران (Kumar et al., 2023)، بنت و همکاران (Bennett et al., 2023)، فانگ و همکاران (Fang et al., 2022)، سبیر و همکاران (Sabir et al., 2021)، ساینگ و همکاران (Singh et al., 2021)، ژو و همکاران (Zhuo et al., 2021)، سریواستاوا و همکاران (Srivastava et al., 2019)، اشرف و همکاران (Ascher et al., 2018) و اردلان (Ardalan, 2018). هم چنین نتایج تحقیق حاضر در تأیید مطالعاتی در داخل کشور است. ابعاد اصلی رفتار سرمایه‌گذاران در مطالعه‌ی جعفری و همکاران (Jafari et al., 2023)، جباری خوزانی و همکاران (Jabari Khozani et al., 2022)، فرهادی شریف آباد و دعائی (Farhadi Sharif Abad and Doaei, 2022)، نظری‌پور و همکاران (NazariPour et al., 2020)، قربانی بجنندی و شاهوردیانی (Ghorbani Bejandi and Shahverdiani, 2020)، میرعلوی و همکاران (Miralavi et al., 2019) و یعقوبی و سعیدی (Yaqoubi and Saidi, 2018) در راستای نتایج حاصل می‌باشد.

پیشنهاد می‌شود سازمان بورس اوراق بهادار به کمک صداوسیما و با آموزش‌های فراوان به مزایای سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه بپردازند و با ترویج فرهنگ سهام‌داری تغییر مثبت در نگرش و باورها و شناخت فکری افراد ایجاد کنند. همچنین امنیت فضای سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین دغدغه‌ها در تصمیم‌گیری‌های مالی می‌باشد که مدیران اقتصادی دولت و مجلس با ثبات رویه و عدم تغییر قوانین و مصوبه‌ها و همچنین عدم قیمت‌گذاری دستوری می‌توانند ثبات و پیش‌بینی‌پذیری در بازار سرمایه و

امنیت سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران ایجاد کنند تا از شدت رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران کاسته شود و همچنین پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران صرف شنیده یک خبر اقدام به خرید و فروش ننمایند و همواره پس از تحلیل و تفسیر اخبار و مشورت با کارشناسان خبره تصمیم‌گیری نمایند و همین‌طور رعایت مدیریت سرمایه و انضباط جز لاینفک بازارهای مالی می‌باشد. بدین شکل که سرمایه‌گذاران با توجه به روند و جهت بازار تشخیص دهند چند درصد از سرمایه خود را وارد بازار سرمایه کنند و یا اینکه در هر سهم با چند درصد از سرمایه وارد شده معامله کنند. تیپ‌های شخصیتی توضیح‌دهنده رفتار سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی می‌باشند. برخی از تیپ‌های شخصیتی، وقت یا حوصله برای مدیریت وجوه نقدی ندارند و این امر باعث می‌شود رفتارهای هیجانی تقویت شود. پیشنهاد می‌گردد سرمایه‌گذاران نسبت به میزان سرمایه‌گذاری در بورس برنامه و استراتژی مشخصی داشته باشند و همواره برای هر سهم حد سود و زیان تعیین کنند و هنگامی که فشار روانی افزایش می‌یابد، آرامش و تمرکز افراد تحت تأثیر قرار می‌گیرد. آرامش و تمرکز از مسائل زیادی نشئت می‌گیرد. از رضایت در زندگی شخصی گرفته تا رویدادهای سیاسی؛ بنابراین توصیه می‌شود زمانی افراد اقدام به معامله نمایند که تا حدودی بر اوضاع کنترل داشته و بتوانند آرامش خود را حفظ کنند.

ترس و طمع دو احساسی هستند که تأثیر بسزایی بر رفتار سرمایه‌گذاران دارد. حالت ترس درک خطر سرمایه‌گذاران را بالا می‌برد و باعث می‌شود سرمایه‌گذاران سهام خود را زیر ارزش بازار بفروشند. درحالی‌که طمع نقش عکس آن را دارد. از این‌رو توصیه می‌شوند سرمایه‌گذاران تا حد ممکن از هیجانانگیز بازار دوری کنند و از طمع پرهیز کنند و ترس خود را کنترل نمایند. با تعریف حد سود و زیان تا حدود زیادی می‌توان این دو احساس را کنترل نمود. سرمایه‌گذاران باید وقتی که بدبینی در نقطه حداکثر خود قرار دارد، بخرند و زمانی که خوش‌بینی در بالاترین نقطه خود است، بفروشند.

## ۶- تعارض منافع

هیچ‌گونه تعارض منافع در این پژوهش وجود ندارد.

## ۷- تقدیر و تشکر

با سپاس فراوان از تمامی مصاحبه‌شوندگان و خبرگان بازار سرمایه و همچنین اساتید راهنما و مشاورین محترم و سایر سازمان‌های ذی‌ربط که در انجام این پژوهش بنده را یاری نمودند.

## ۸- منابع

- Akyildirim, E., Conlon, T., Corbet, S., & Goodell, J. W. (2023). Understanding the FTX exchange collapse: A dynamic connectedness approach. *Finance Research Letters*, 53, 103643.
- Alcaro, A., & Panksepp, J. (2011). The SEEKING mind: primal neuro-affective substrates for appetitive incentive states and their pathological dynamics in addictions and depression. *Neuroscience & Biobehavioral Reviews*, 35(9), 1805-1820.
- Ardalan, K. (2018). Neurofinance versus the efficient markets hypothesis. *Global Finance Journal*, 35, 170-176.
- Ascher, D., Da Silva, W. V., Da Veiga, C. P., & Souza, A. (2016). Neurofinance: a systematic review about a new way to looking the financial decision-making. *European Journal of Scientific Research*, 141(4), 407-426.
- Bahadri, A. (2018). Qualitative Research Foundation data, "encoded" and the importance, process and method of its execution interns educators. *The Journal of Theory and Practice in Teachers Education*, 4(5), 69-88. [In persian]
- Bakar, S., & Yi, A. N. C. (2016). 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, 319-328.
- Baker, H. K., & Nofsinger, J. R. (2002). Psychological biases of investors. *Financial services review*, 11(2), 97-116.
- Barber, B. M. , & Odean, T. (2013). The Behavior of Individual Investors, *Handbook of the Economics of Finance*. Elsevier, 2, 1533-1570.
- Bennett, D., Mekelburg, E., & Williams, T. H. (2023). BeFi meets DeFi: A behavioral finance approach to decentralized finance asset pricing. *Research in International Business and Finance*, 65, 101939.
- Briola, A., Vidal-Tomás, D., Wang, Y., & Aste, T. (2023). Anatomy of a Stablecoin's failure: The Terra-Luna case. *Finance Research Letters*, 51, 103358.
- Buccioli, A., & Zarri, L. (2017). Do personality traits influence investors' portfolios?. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 68, 1-12.
- Creswell, J. W., & Creswell, J. D. (2017). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches*. Sage publications.
- Dadras, K., Toloie, A., & Radfar, R. (2018). Role of Behavioral Finance In Understanding Individual Investor's Behavior (A Review of Empirical Evidences from Tehran Stock Exchange). *Journal of Investment Knowledge*, 7(28), 83-102. [In Persian]
- Darabi, R., Valikhani, M. J., & Chenari Boket, H. (2016). Aspects and approaches of behavioral finance theories. *Accounting and Auditing Studies*, 5(17), 78-95. [In Persian]

- Dibb, S., Merendino, A., Aslam, H., Appleyard, L., & Brambley, W. (2020). The messy realities of financial decision making and the policy implications for reducing financial vulnerability. In *BAM Conference in the Cloud 2020: Innovating for a Sustainable Future*.
- Dickhaut, J., Basu, S., McCabe, K., & Waymire, G. (2010). Neuroaccounting: Consilience between the biologically evolved brain and culturally evolved accounting principles. *Accounting Horizons*, 24(2), 221-255.
- Ebrahimi, K., Dastgir, M., & Latifi, Z. (2016). The Effect of Personality Characteristics of Capital Market Analysts on Investment Trends, Risk and Return of their Performance. *International Journal of Finance & Managerial Accounting*, 1(2), 25-35. [In Persian]
- Fang, Y., Yuan, J., Yang, J. J., & Ying, S. (2022). Crash-based quantitative trading strategies: Perspective of behavioral finance. *Finance Research Letters*, 45, 102185.
- Farhadi Sharif Abad, M., & Doaei, M. (2022). Modeling investor tendencies with emphasis on psychological factors by fuzzy Delphi and Dematel methods. *Advances in Finance and Investment*, 2(5), 113-144. [In Persian]
- Fieger, J. (2017). Behavioral finance and its impact on investing.
- Frydman, C., & Camerer, C. F. (2016). The psychology and neuroscience of financial decision making. *Trends in cognitive sciences*, 20(9), 661-675.
- Gorjizadeh, D., & Khanmohammadi, M. H. (2017). Influence of Behavioral finance factors on the decisions of individual investors. *Journal of Investment Knowledge*, 6(24), 275-292. [In Persian]
- Ghorbani Bejandi, S., & Shahverdiani, S. (2020). Behavioral factors affecting on investors behavior in Iran different cultures. *Journal of Investment Knowledge*, 9(35), 121-132. [In Persian]
- Hijroudi, F., Doustar, M., & Moradi, M. (2018). Analysis of the role of five factor model of personality on the The effect of financial information acquisition on behavior of investors in the Tehran Stock Exchange. *Journal of Investment Knowledge*, 7(25), 39-60. [In Persian]
- Jabari Khouzani, A., Salehi, A. K., Kaab Omeir, A., & Zarinjooy Alvar, S. (2022). Designing the behavioral bias pattern of investors with theme analysis and fuzzy interpretive-Delphi structural approach. *Advances in Finance and Investment*, 3(9), 73-106. [In Persian]
- Jafari, F., Aghajan Nashtaei, R., & Gholizadeh, M. H. (2023). Comparison of antecedents and consequences of financial behavior of momentum and random investors (mixed approach). *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 16(58), 124-139. [In Persian]
- Khajavi, S., & Fattahi Nafchi, H. (2013). Neuro finance, Perspective of Behavioral Finance. *Journal of Investment Knowledge*, 2(7), 21-34. [In Persian]

- Kumar, P., Islam, M. A., Pillai, R., & Sharif, T. (2023). Analysing the behavioural, psychological, and demographic determinants of financial decision making of household investors. *Heliyon*, 9(2), 1-16.
- Kumar, S., Rao, S., Goyal, K., & Goyal, N. (2022). Journal of Behavioral and Experimental Finance: A bibliometric overview. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 34, 100652.
- Liu, X., Zhuang, Y., Li, J., & Zhou, W. (2020). A model for evolution of investors behavior in stock market based on reinforcement learning in network. *Complexity*, 2020, 1-13.
- Lo, A. W., & Repin, D. V. (2002). The psychophysiology of real-time financial risk processing. *Journal of cognitive neuroscience*, 14(3), 323-339.
- Miendlarzewska, E. A., Kometer, M., & Preuschoff, K. (2019). Neurofinance. *Organizational Research Methods*, 22(1), 196-222.
- Mokhtar, A. (2016). An empirical examination of the behavioral CAPM. *Journal of Finance and Investment Analysis*, 5(3), 15-57.
- Moradi, R., Ahmadi, F., Kordlouei, H., & Asadnia, J. (2021). Studying the Moderating Role of Financial Biases on Relationship between Financial Managers Individual Properties and Companies Circumstances on Financial Performance of Accepted Companies in Tehran Sock Exchange. *Financial and Behavioral Researches in Accounting*, 1(2), 123-127. [In Persian]
- Miralavi, S., Pourzamani, Z., Jahanshad, A. (2019). Providing a model based on the financial behavior of investors in order to predict stock prices using ultra-innovative methods of neural networks. *Journal of Securities Exchange*, 12(47), 76-109. [In Persian]
- NazariPour, M., Zakizadeh, B., Afshar, A., Mohammadi, A. (2020). Investigating the Investors' Behavior in Tehran Stock Exchange based on BB&K Five-Way Model. *New ideas of psychology*, 6(10), 1-14. [In Persian]
- Mokhatab Raffei, F., Islami, M. , Pirizadeh, A. (2018). Investigating the effect of investors' personality type on their behavioral biases in Tehran Stock Exchange, *5th National Conference of Applied Researches in Management and Accounting*, Tehran. [In Persian]
- Rahnamay Roodposhti, F., Hajiha, Z., Zareii Soudani, A. (۲۰۰۸). The function of behavioral finance in explaining the scientific basis for stock analysis. *Journal of science production*, (7), 2-17. [In Persian]
- Rajabi, E. (2021). The Impact of unrealistic news on investors' decisions In Tehran Stock Exchange, *Journal of Financial and Economic Policies*, 9(34) :103-127. [In Persian]
- Rocha, A., Vieito, J. P., & Rocha, F. (2013). Neurofinance: how do we make financial decisions. Available at SSRN 2352820.
- Sabir, D. S. A., Javed, T. A. S. A. W. A. R., Khan, S. A., & Javed, M. Z. (2021). Investment Behaviour of Individual Investors of Pakistan Stock Market with

- Moderating Role of Financial Literacy. *Journal of Contemporary Issues in Business and Government/ Vol, 27(2)*, 1156.
- Sagar, G. and Janardhanam, K. (2017). Neurofinance: An interdisciplinary science of correlating the neurology and the individual investment patterns of buyers. *International Journal of Scientific Research and Management (IJSRM)*, 5(8), 6586-6590.
- Safari Shali, R. (2012). A guide for compiling a research plan, *Society and culture publications*. [ In Persian]
- Samie, A., Barati, S., Reshno, A. (2014). Neurofinance and decision-making in the capital market, *the third international accounting and management conference with the approach of modern research sciences*, Tehran. [In Persian]
- Singh, J. E., Babshetti, V., & Shivaprasad, H. N. (2021). Efficient Market Hypothesis to Behavioral Finance: A Review of Rationality to Irrationality. *Materials Today: Proceedings*.
- Srivastava, M., Sharma, G. D., & Srivastava, A. K. (2019). Human brain and financial behavior: a neurofinance perspective. *International Journal of Ethics and Systems*, 35(4), 485-503.
- Strauss, A., & Corbin, J. (1994). Grounded theory methodology: An overview. In N. K. Denzin & Y. S. Lincoln (Eds.), *Handbook of qualitative research* (pp. 273–285). *Sage Publications, Inc*.
- Tauni, M. Z., Fang, H., Mirza, S. S., Memon, Z. A., & Jebran, K. (2017). Do investor's big five personality traits influence the association between information acquisition and stock trading behavior?. *China Finance Review International*, 7(4), 450-477.
- Yaqoubi, A., Saidi, P. (2018). A review of psychological studies and financial decisions, *Journal of Management and Accounting Studies*, 4(1) 23-37. [In Persian]
- Zhuo, J. , Li, X. , & Yu, C. (2021). Parameter behavioral finance model of investor groups based on statistical approaches. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 80, 74-79.

---

## COPYRIGHTS

© 2023 by the authors. Published by Islamic Azad University, Esfaryen Branch. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

