



ارائه الگوی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه در شرایط پر ریسک بازار سرمایه با رویکرد آمیخته

محمدهادی عشریه^{۱*}

دکتر جعفر جولا^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۲/۲۰ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۶/۱۹

چکیده:

این پژوهش با هدف ارائه الگوی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه در شرایط پر ریسک بازار سرمایه به انجام رسید. این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی، از لحاظ رویکرد، اکتشافی و از لحاظ نحوه تجزیه و تحلیل داده‌ها، آمیخته (کیفی-کمی) می‌باشد. در فاز کیفی تحقیق، گروهی از خبرگان شامل اساتید دانشگاهی، مدیران ارشد شرکت‌های سبدگردان، و مشاورین مجرب در حوزه سرمایه‌گذاری به عنوان جامعه آماری در نظر گرفته شدند. در این فاز با استفاده از روش نمونه‌گیری نظری، ۱۱ نفر از خبرگان انتخاب شدند. ابزار اصلی جمع‌آوری داده‌ها در فاز کیفی تحقیق، مصاحبه‌های عمیق و غیرساختار یافته با خبرگان بود. در فاز کیفی تحقیق، داده‌های حاصل از مصاحبه بر اساس روش تحلیل تم مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. در فاز کمی نیز، سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه در شهر تهران به عنوان جامعه در نظر گرفته شدند و از میان آنها، ۳۸۴ نفر بر اساس روش نمونه‌گیری تصادفی در دسترس به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. در فاز کمی تحقیق نیز، از پرسشنامه بسته و محقق‌ساز مشتمل بر ۴۸ گویه به عنوان ابزار اصلی جمع‌آوری داده‌ها استفاده شد. روایی و پایایی این پرسشنامه به روش‌های مختلف مورد بررسی و تأیید قرار گرفت. در فاز کمی تحقیق، جهت انجام تجزیه و تحلیل‌های توصیفی و استنباطی، از نرم‌افزارهای مکس.کیو.ای.دی، اس.پی.اس.اس و اسمارت.پی.ال.اس استفاده شد. سرانجام، نتایج تحقیق منجر به ارائه الگوی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه در شرایط پر ریسک بازار سرمایه در قالب شش تم اصلی (شامل: عوامل محیطی کلان، عوامل محیطی خرد، کیفیت ارزیابی گزینه‌های سرمایه‌گذاری، انتخاب گزینه‌های سرمایه‌گذاری و اقدام، پیامدهای فردی، و پیامدهای جمعی) و شانزده تم فرعی شد.

کلمات کلیدی: سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه، تصمیم‌گیری، ریسک، بازار سرمایه

۱-دانش‌آموخته کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

Mohammadhadi.oshrieh@gmail.com

۲- استادیار گروه مدیریت مالی، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران Jafar.Joula@gmail.com

۱-مقدمه

یکی از دغدغه‌های اصلی سرمایه‌گذاران، حفظ و رشد ارزش سرمایه می‌باشد (سپیتا^۳ و همکاران، ۲۰۲۳). با توجه به تحریم‌ها، کاهش ارزش پول ملی، و افزایش تورم، نگرانی سرمایه‌گذاران دو چندان شده است و این شرایط، ورود موج جدیدی از سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه به بازار سرمایه کشور را رقم زده است. این گروه از سرمایه‌گذاران، برای کنترل جریان تورمی و جلوگیری از کاهش ارزش دارایی‌ها خود، در بازارهای مالی مختلف سرمایه‌گذاری می‌کنند، درحالی که نوسانات شدید این بازارها کاهش امنیت اقتصادی و مواجهه با ریسک در تصمیم‌گیری را به همراه دارد (باقری و همکاران، ۱۴۰۲).

در دهه‌های اخیر، به دلیل گرایش بیشتر به حوزه رفتاری و روان‌شناسی، توجه به مباحث مالی-رفتاری رو به افزایش بوده و این مقوله در مباحث سرمایه‌گذاری و کارایی بازارهای مالی، اهمیت فزاینده‌ای یافته است (هوآنگ^۴، ۲۰۲۱). نظریه چشم‌انداز به‌عنوان نظریه توضیح‌دهنده رفتار سرمایه‌گذاران نشان می‌دهد چگونه سرمایه‌گذاران در بعضی مواقع به‌صورت نظام‌مند، نظریه مطلوبیت را نادیده می‌گیرند (پارک^۵ و همکاران، ۲۰۲۲). طبق نظریه مطلوبیت انتظاری، در شرایط عدم اطمینان و با ریسک بالا، تصمیم‌ها بر مبنای دو عامل «مطلوبیت متظر آن پیامد» و «احتمال مربوط به آن» محاسبه می‌شود؛ این الگو به عنوان یک الگوی عقلایی تصمیم‌گیری در شرایط عدم اطمینان پذیرفته شده است (ژانگ^۶ و همکاران، ۲۰۱۷).

سطح ریسک‌پذیری، به‌عنوان یکی از مباحث مهم حوزه مالی-رفتاری، درجه‌ای است که با آن افراد تشویق می‌شوند به ابتکار عمل روی آورند و کارهای مخاطره‌آمیز انجام دهند (تویون و احمد^۷، ۲۰۱۶). در واقع، ریسک‌پذیری تمایل فرد به قرارگرفتن در سناریوی تصمیم‌گیری است. مبانی نظری در این

زمینه، دو جهت کلی دارد: اول، نظریه چشم‌انداز که بیان می‌کند ممکن است افراد اطلاعات را در مسیری منطقی تحلیل نکنند. بر اساس این نظریه در شرایط مساوی سود و زیان، تأثیر منفی ناشی از زیان در سرمایه‌گذار بیشتر از تأثیر مثبت کسب سود است. نظریه دوم، ریسک‌پذیری را خصیصه‌ای فردی می‌داند و معتقد است این مسأله به عوامل درونی فرد مرتبط می‌شود. براساس این نظریه، افراد با نیاز به موفقیت زیاد، تمایل بیشتری به قبول مخاطره دارند (عبدالرحیمیان و همکاران، ۱۳۹۷).

دادگر و همکاران (۱۴۰۲)، معناداری اثر احساسات سرمایه‌گذاران از یک سو و اثر عملکرد دولت بر رفتار سرمایه‌گذاران از سوی دیگر را بر خالص ورود پول اشخاص حقیقی به بازار بورس را اثبات نمودند و بر ضرورت منطقی شدن رفتار دولت در ارتباط با بازار بورس و همچنین ارتقای فرهنگ سهامداری به منظور کنترل رفتار احساسی سرمایه‌گذاران تأکید کردند. باقری و همکاران (۱۴۰۲)، در تحقیق خود نشان دادند که سهامداران بورس اوراق بهادار تهران، در مواجهه با بورس و شرایط حاکم بر آن دور راهبرد اساسی را اتخاذ کردند، که پیامد این راهبردها مورد بررسی قرار می‌گیرد. در صورت سرمایه‌گذاری در بورس توسط سهامداران، پیامدهایی نظیر، کسب منابع برای کسب و کارهای بزرگ، زمینه و بستری برای ایجاد شرکت‌های متوسط اشتغال‌زایی و کاهش نقدینگی و تورم به دنبال خواهد داشت. با عنایت به راهبرد دوم سرمایه‌گذاران مبتنی بر عدم سرمایه‌گذاری مجدد در بورس، این مهم باعث‌ریزش و سقوط بازار سهام می‌گردد. آذربویه (۱۳۹۹)، در تحقیق خود نشان داد که گروه‌های فرهنگی، گروه‌های موثر در بازار سهام (شفافیت، کارایی، گروه‌های پیشرو و...) و گروه‌های موثر در موسسات مالی بر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران موثراند. همچنین رفتار و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران منجر به تغییر بازدهی‌های سری زمانی، مشوش شدن جو بازار و بی‌نظمی بازار، تغییر در الگوهای قیمت‌گذاری و قیمت سهام و کاهش سطح اعتماد به منابع خبرگزاری رسمی می‌شود. یافته‌های تحقیق غلامرضایی و کارنامه‌حقیقی (۱۳۹۹) نشان داد

³ Septia

⁴ Hoang

⁵ Park

⁶ Zhang

⁷ Tuyon & Ahmad

بررسی مبانی نظری و پیشینه تحقیقات صورت گرفته در زمینه تصمیم‌گیری در شرایط پر ریسک بازار سرمایه نشان می‌دهد که تا کنون این حوزه مطالعاتی به صورت عمیق به جامعه سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه توجه نکرده است و مقولات نقش‌آفرین در فرایند تصمیم‌گیری این قشر از سرمایه‌گذاران و تبعات ناشی از آن تا حدود زیادی غیر شفاف می‌باشند. از اینرو، تحقیق حاضر قصد دارد به پرسش اصلی زیر پاسخ دهد: الگوی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه در شرایط پر ریسک بازار سرمایه چگونه است؟.

۲. روش‌شناسی تحقیق

این تحقیق از لحاظ هدف کاربردی، از لحاظ رویکرد پیمایشی-اکتشافی، و از لحاظ نوع، آمیخته می‌باشد. در زیر، توضیحات بیشتری در خصوص ابعاد روش‌شناسی این تحقیق ارائه شده است. لازم به ذکر است که این پژوهش، در دو فاز کلی زیر به انجام رسیده است:

فاز اول: طراحی الگوی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه در شرایط پر ریسک بازار سرمایه که بر اساس رویکرد کیفی تحلیل تم انجام شد.

فاز دوم: تبیین الگوی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه در شرایط پر ریسک بازار سرمایه در یک جامعه وسیع که بر اساس رویکرد کمی مدل‌سازی معادلات ساختاری صورت پذیرفت.

۱.۲. جامعه و نمونه آماری تحقیق: در فاز کیفی تحقیق، گروهی از خبرگان شامل اساتید دانشگاهی، مدیران ارشد شرکت‌های سب‌گردان، و مشاورین مجرب در حوزه سرمایه‌گذاری به عنوان جامعه آماری در نظر گرفته شدند. خصوصیات مورد نظر برای خبره بودن افراد، شامل موارد زیر بود: تسلط به بازار سرمایه ایران، و آشنایی با رفتارهای خرید و تصمیم‌گیری خریداران حقیقی کم تجربه در بازار سرمایه ایران. در این فاز، جهت انتخاب افراد از روش نمونه‌گیری نظری استفاده شد و این فرایند تا رسیدن به اشباع نظری ادامه یافت و مجموعاً ۱۱ نفر به عنوان نمونه انتخاب شده و مورد مصاحبه قرار گرفتند. در فاز کمی تحقیق،

که هنجارهای ذهنی، نگرش به سرمایه‌گذاری سهام و کنترل رفتاری درک شده تأثیر مثبت و معنی داری بر قصد سرمایه‌گذاری سهامداران خرد در بورس اوراق بهادار تهران دارند. علاوه بر این، نتایج تحلیل چند گروهی در تحقیق مذکور نیز نشان داد عواملی مانند جنسیت و سن، تأثیر معنی داری بر اجزای رفتار برنامه‌ریزی شده و قصد سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، ندارند. نتایج تحقیق عبدالرحمانیان و همکاران (۱۳۹۷) نشان داد زیربنایی‌ترین عامل در رفتار سرمایه‌گذاران، همانا عامل فرهنگ می‌باشد. تورش‌های شناختی مقدم بر تورش‌های عاطفی هستند (نظریه ساخت واره) که در کنار تأثیر عامل شخصیت، موجب بروز رفتارهای توده وار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی می‌شود. لاری سمنانی (۱۳۹۷) نیز در تحقیق خود به این نتیجه رسید که ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران تحت تأثیر چهار حالت روحی عاطفه مثبت زیاد، عاطفه مثبت کم، عاطفه منفی زیاد و عاطفه منفی کم قرار دارد؛ به‌گونه‌ای که با عاطفه مثبت زیاد و عاطفه منفی کم، رابطه مستقیم و با عاطفه مثبت کم و عاطفه منفی زیاد، رابطه عکس دارد. همچنین عاطفه مثبت زیاد، بیشترین و عاطفه مثبت کم، کمترین تأثیر را در میزان ریسک‌پذیری سرمایه‌گذار دارد. در همین راستا، موسوی و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند سرمایه‌گذاران با توجه به معیار بازده، بازار سهام را بهترین بازار می‌دانند. اما با اضافه شدن معیار ریسک، سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز و خنثی نسبت به ریسک استراتژی معاملاتی را تغییر داده و بازار طلا را بر می‌گزینند. علیرغم سیاست‌های دولت مبنی بر حمایت همه جانبه از بازار سهام، همچنان افراد ریسک‌گریز تمایلی به سرمایه‌گذاری در بازار سهام نشان نمی‌دهند. چراکه در بحران‌های اخیر اقتصادی کشور، سرمایه‌گذاران بر این باورند که طلا می‌تواند به عنوان پناهگاه امن و پوشش ریسک بازار سهام، گزینه مناسب‌تری باشد. علاوه بر این، مهرابی و همکاران (۱۳۹۷) در تحقیق خود نشان دادند بحران مالی و ارزش سهام، بر ریسک تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

پژوهش، از نرم‌افزارهای آماری SPSS و smart-PLS، و از آمارهای توصیفی و آزمون‌های استنباطی (تحلیل مسیر) استفاده گردید.

۳. تجزیه و تحلیل داده‌ها

۳.۱. فاز کیفی (طراحی مدل اولیه با رویکرد

تحلیل تم):

اولین مرحله از تجزیه و تحلیل، به شناسایی و استخراج مفاهیم اولیه از محتوای مصاحبه‌ها اختصاص داشت. بر این اساس، بعد از انجام هر مصاحبه، محقق با بررسی چندباره آن، مفاهیم موجود در متن مصاحبه را استخراج و کد گذاری می نمود. در مجموع ۱۱ مصاحبه صورت گرفته، ۱۳۲ مفهوم اولیه استخراج گردید که بعد از بررسی و کنار هم قرار دادن آنها و ادغام مفاهیم مشابه، ۳۴ مفهوم نهایی شناسایی شد که در جدول ۱ قابل مشاهده می باشد. گفتنی است که در جدول مذکور، کدهای کنار مفاهیم، شامل یک حرف لاتین و یک عدد می باشد. حرف لاتین (به ترتیب حروف الفبا)، نشان دهنده فرد مصاحبه شونده، و عدد کنار این حرف نشان دهند شماره مفهوم استخراج شده از آن مصاحبه خاص می باشد.

سپس سعی شد تا از طریق توجه عمیق به مفاهیم شناسایی شده و تشخیص وجوه تشابه و افتراق آنها با یکدیگر، دسته‌بندی‌های کلی‌تری به نام "تم‌های فرعی" ایجاد گردد، و مفاهیم هم سنخ و هم راستا، در این دسته‌های کلی‌تر جاگذاری شوند. ماحصل این فرایند، شناسایی ۱۶ تم فرعی بود (جدول ۲):

سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه در شهر تهران به عنوان جامعه آماری در نظر گرفته شدند. بر اساس بررسی بعمل آمده، تعداد این افراد بیش از صد هزار نفر و بر اساس جدول کرجسی و مورگان، برای جامعه‌ای با این حجم به حداقل ۳۸۴ نمونه آماری نیاز بود. در این فاز، انتخاب نمونه‌های آماری با استفاده از روش نمونه‌گیری تصادفی در دسترس انجام شد.

۲.۲. ابزار جمع‌آوری داده‌ها: از آنجایی که در فاز اول تحقیق از روش تحلیل تم استفاده گردید، ابزار اصلی جمع‌آوری داده‌ها، انجام مصاحبه‌های عمیق و نیمه ساختار یافته با خبرگان تحقیق بود. در این فاز، اعتبار داده‌های بدست آمده از مصاحبه‌ها، از طریق ارائه کدهای استخراج شده از هر مصاحبه به فرد مصاحبه شونده و کسب تأییدیه از وی مورد بررسی قرار گرفت. در فاز دوم تحقیق، ابزار اصلی جمع‌آوری داده‌ها پرسشنامه‌ای بسته و محقق ساز منبعث از مدل بدست آمده از مرحله کیفی، و مشتمل بر ۴۸ گویه بود. گفتنی است که در این پرسشنامه، پاسخ‌ها بر اساس طیف پنج گزینه‌ای لیکرت طراحی شدند و طیفی از جنس "میزان موافقت" مورد استفاده قرار گرفت.

۳.۲. روش تجزیه و تحلیل داده‌ها: در فاز کیفی تحقیق، از روش تحلیل تم و کدگذاری جهت دستیابی به مدل مفهومی تحقیق استفاده شد در این مرحله، جهت طراحی شبکه مضامین، از نرم‌افزار MAXQDA کمک گرفته شد. در فاز کمی تحقیق نیز، جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌های

جدول ۴-۱) شناسایی مفاهیم اولیه

کدها	مفاهیم اولیه
A_1, B_4, E_6	هیجانات کاذب در بازار بر کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاران به ویژه افراد کم تجربه اثرگذار هستند
A_2, B_9, G_5	یکی از ویژگی‌های غالب سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه، کم حوصلگی آنها برای کسب سود است
A_3, B_1, F_8, I_7	بسیاری از سرمایه‌گذاران تفاوت بین اخبار موثق و غیرموثق را نمی‌دانند
A_4, F_2	زمانیکه تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای تصمیم می‌گیرند سرمایه خود را از بورس خارج کنند، شاهد افت شاخص بورس خواهیم بود
A_5, E_4	شایعات و هیجانات ناشی از آنها می‌تواند کیفیت تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی را با افت شدید مواجه کند
G_{10}, J_1	سیاست خارجی کشور و اثرات آن بر جامعه می‌تواند بر نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه اثرگذار باشد

اینکه چه سهامی چه زمان وارد سبد سرمایه‌گذاری شوند، تصمیم مهمی است که نیازمند ارزیابی و تحلیل درست گزینه‌های مختلف می‌باشد	$A_6, C_{10}, D_3, E_5, F_5, G_6, I_4$
عوامل اجتماعی مختلفی می‌تواند محرک ورود سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه و کم دانش به بازارهای سرمایه شود	B_2, D_8
برخی افراد یا گروه‌ها که حالت مرجعیت در جامعه دارند می‌توانند به راحتی رفتار خرید سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه را شکل دهند	C_1, F_9, G_4, H_4
اشتباه در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه، کم اعتماد آنها نسبت به بازار سرمایه را خدشه دار می‌کند	A_7, D_7, G_3
بدلیل تعداد زیاد سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه، اقدامات آنها می‌تواند به سرعت در جامعه نمود پیدا کند	A_8, C_8, K_1
گاهی ترس بی جا از ضرر باعث می‌شود سرمایه‌گذار کم تجربه اقدام به فروش زود هنگام سهام خود کند	$B_3, C_{12}, E_{11}, F_{13}, J_2$
شکست سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه در بازار سرمایه و خروج سرمایه توسط آنها می‌تواند شاخص کل بورس را با افت مواجه کند	A_9, C_{11}, E_{10}
در همه کشورها، عوامل اقتصادی می‌توانند در رونق یا افول بازار سرمایه نقش اساسی ایفا کنند	A_{10}, G_2, H_9
در سالهای اخیر همه ما در اطراف خود سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه‌ای را می‌توانیم مثال بزنیم که با ضرر و زیان از بازار سرمایه خارج شده است	B_5, F_4, I_6
وقتی سرمایه‌گذار با زیان مواجه می‌شود، خود به خود احساس بی اعتمادی نسبت به بازار سرمایه در او شکل می‌گیرد	A_{11}, B_6, F_6
افق دید کوتاه باعث می‌شود بسیاری از سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه سهام خود را در زمان نامناسب بفروشند	$A_{13}, B_{14}, C_6, E_3, J_7, K_3$
تجربه نشان داده تکیه سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه بر برخی از اخبار که صحت آنها هنوز تأیید نشده، باعث اشتباهات فاحش در رفتار خرید یا فروش سهام شده است	$A_{17}, D_{11}, E_2, F_{16}, J_5$
آگاهی ناقص و ضعیف برخی سرمایه‌گذاران تازه وارد نسبت به چگونگی رفتار و تصمیم‌گیری در بازار سرمایه، پایه‌گذار ضرر و زیان بسیاری از آنهاست	B_7, E_{13}, F_{14}, K_4
کم اهمیت تلقی کردن ریسک‌های موجود در بازار سرمایه، منشاء زیان بسیاری از سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه می‌باشد	D_1, F_3, H_7
غالب سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه در حوزه ورود به بازار و خرید سهام از دوستان خود تقلید می‌کنند	C_3, F_{10}, G_8, H_1
اینکه سرمایه‌گذار چه سهامی را چه زمان از سبد خارج کند نیازمند تحلیل دقیق و اصولی می‌باشد	$A_{14}, C_{16}, D_4, E_{13}, F_{15}, K_2, J_6$
متأسفانه در کشور ما شایعات نقش مهمی در بازار سرمایه بازی می‌کنند	$B_{11}, C_{13}, D_6, E_{12}, F_{17}, I_3$
تصمیمات سیاسی کشور در حوزه داخلی یکی از محرک‌های ورود سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه به بازار سرمایه است	B_{13}, E_7, F_1, J_3
اگر سرمایه‌گذار از تجربه کافی برخوردار نباشد، حس طمع می‌تواند در ارزیابی‌های او مؤثر واقع شود	E_1, G_9
تصمیمات نادرست در خرید و فروش سهام، دیر یا زود خودش را به شکل زیان مالی سرمایه‌گذار نشان می‌دهد	$A_{12}, C_9, E_{14}, I_1, J_4, H_3$
سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه عموماً با تحلیل ریسک در بازار سرمایه آشنا نیستند	B_8, C_2, G_7
بسیاری از سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه با الفبای سرمایه‌گذاری آشنا نیستند	B_{10}, F_{11}, G_1, I_2
عموماً انسان‌ها به دنبال تقلید از افراد موفق هستند	$B_{12}, D_5, F_7, H_5, F_{12}, H_8$
بسیاری از سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه، بدلیل تحلیل‌های اشتباه، سهام نامناسبی را وارد سبد سرمایه‌گذاری خود می‌کنند	$A_{18}, C_5, D_9, G_{13}, K_5, I_5$

تصمیمات اشتباه سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه، موجهی از بی‌اعتمادی به بازار سرمایه را در جامعه ایجاد خواهد شد	C_4, H_6
در دوره‌ای تب سرمایه‌گذاری در بورس جامعه را فراگرفته بود	A_{15}, C_{14}, E_9
تورم بالای اقتصاد ایران در سال‌های اخیر، یکی از محرک‌های ورود سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه به بازار سرمایه بود	$C_7, D_{10}, E_8, G_{12}, H_2$
اشتباه در خروج سهام از سبد، برابر است با زیان سرمایه‌گذار	A_{16}, C_{15}, D_2, K_6

جدول ۲) شناسایی تم‌های فرعی

ردیف	تم‌های فرعی	مفاهیم اولیه
۱	رفتار سرمایه‌گذاری افراد یا گروه‌های مرجع	غالب سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه در حوزه ورود به بازار و خرید سهام از دوستان خود تقلید می‌کنند برخی افراد یا گروه‌ها که حالت مرجعیت در جامعه دارند می‌توانند به راحتی رفتار خرید سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه را شکل دهند عموماً انسان‌ها به دنبال تقلید از افراد موفق هستند
۲	کوتاه بینی در سرمایه‌گذاری	یکی از ویژگی‌های غالب سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه، کم‌حوصلگی آنها برای کسب سود است افق دید کوتاه باعث می‌شود بسیاری از سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه سهام خود را در زمان نامناسب بفروشند
۳	محرک‌های اجتماعی	در دوره‌ای تب سرمایه‌گذاری در بورس جامعه را فراگرفته بود عوامل اجتماعی مختلفی می‌تواند محرک ورود سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه و کم‌دانش به بازارهای سرمایه شود
۴	نقش آفرینی احساسات و هیجانات	اگر سرمایه‌گذار از تجربه کافی برخوردار نباشد، حس طمع می‌تواند در ارزیابی‌های او مؤثر واقع شود گاهی ترس بی‌جا از ضرر باعث می‌شود سرمایه‌گذار کم تجربه اقدام به فروش زود هنگام سهام خود کند هیجانات کاذب در بازار بر کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاران به ویژه افراد کم تجربه اثرگذار هستند
۵	آگاهی نامناسب نسبت به استراتژی‌های سرمایه‌گذاری	بسیاری از سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه با آلفبای سرمایه‌گذاری آشنا نیستند آگاهی ناقص و ضعیف برخی سرمایه‌گذاران تازه وارد نسبت به چگونگی رفتار و تصمیم‌گیری در بازار سرمایه، پایه‌گذار ضرر و زیان بسیاری از آنهاست
۶	انتخاب گزینه‌های خروج از سبد سهام و اقدام	اینکه سرمایه‌گذار چه سهامی را چه زمان از سبد خارج کند نیازمند تحلیل دقیق و اصولی می‌باشد اشتباه در خروج سهام از سبد، برابر است با زیان سرمایه‌گذار
۷	کاهش اعتماد فردی نسبت به بازار سرمایه	اشتباه در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه، کم‌کم اعتماد آنها نسبت به بازار سرمایه را خدشه دار می‌کند وقتی سرمایه‌گذار با زیان مواجه می‌شود، خود به خود احساس بی‌اعتمادی نسبت به بازار سرمایه در او شکل می‌گیرد
۸	کاهش اعتماد جمعی نسبت به بازار سرمایه	تصمیمات اشتباه سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه، موجهی از بی‌اعتمادی به بازار سرمایه را در جامعه ایجاد خواهد شد بدلیل تعداد زیاد سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه، اقدامات آنها می‌تواند به سرعت در جامعه نمود پیدا کند
۹	تکیه بر اخبار غیر موثق	بسیاری از سرمایه‌گذاران تفاوت بین اخبار موثق و غیرموثق را نمی‌دانند تجربه نشان داده تکیه سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه بر برخی از اخبار که صحت آنها هنوز تأیید نشده، باعث اشتباهات فاحش در رفتار خرید یا فروش سهام شده است

۱۰	محرك‌های سیاسی	تصمیمات سیاسی کشور در حوزه داخلی یکی از محرك‌های ورود سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه به بازار سرمایه است سیاست خارجی کشور و اثرات آن بر جامعه می‌تواند بر نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه اثرگذار باشد
۱۱	زیان‌های مالی	در سالهای اخیر همه ما در اطراف خود سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه‌ای را می‌توانیم مثال بزنیم که با ضرر و زیان از بازار سرمایه خارج شده است تصمیمات نادرست در خرید و فروش سهام، دیر یا زود خودش را به شکل زیان مالی سرمایه‌گذار نشان می‌دهد
۱۲	افت شاخص بورس بدلیل خروج یکباره سرمایه‌ها	شکست سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه در بازار سرمایه و خروج سرمایه توسط آنها می‌تواند شاخص کل بورس را با افت مواجه کند زمانیکه تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای تصمیم می‌گیرند سرمایه خود را از بورس خارج کنند، شاهد افت شاخص بورس خواهیم بود
۱۳	انتخاب گزینه‌های ورود به سبد سهام و اقدام	بسیاری از سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه، بدلیل تحلیل‌های اشتباه، سهام نامناسبی را وارد سبد سرمایه‌گذاری خود می‌کنند اینکه چه سهامی چه زمان وارد سبد سرمایه‌گذاری شوند، تصمیم مهمی است که نیازمند ارزیابی و تحلیل درست گزینه‌های مختلف می‌باشد
۱۴	ناتوانی در تحلیل ریسک بازار سرمایه	سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه عموماً با تحلیل ریسک در بازار سرمایه آشنا نیستند کم اهمیت تلقی کردن ریسک‌های موجود در بازار سرمایه، منشاء زیان بسیاری از سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه می‌باشد
۱۵	شایعات و هیجانات	متأسفانه در کشور ما شایعات نقش مهمی در بازار سرمایه بازی می‌کنند شایعات و هیجانات ناشی از آنها می‌تواند کیفیت تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی را با افت شدید مواجه کند
۱۶	محرك‌های اقتصادی	تورم بالای اقتصاد ایران در سال‌های اخیر، یکی از محرك‌های ورود سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه به بازار سرمایه بود در همه کشورها، عوامل اقتصادی می‌توانند در رونق یا افول بازار سرمایه نقش اساسی ایفا کنند

در مرحله بعد، سعی شد تا از طریق توجه عمیق به تم‌های فرعی شناسایی شده و تشخیص وجوه تشابه و افتراق آنها با یکدیگر، دسته‌بندی‌های کلی‌تری به نام "تم‌های اصلی" ایجاد گردد. بدین منظور، با استفاده از نرم‌افزار MAXQDA شبکه مضامین حاصل گردید و از طریق آن تم‌های اصلی شناسایی و نام‌گذاری شدند. در جدول ۳، دسته‌بندی تم‌ها قابل مشاهده می‌باشد:

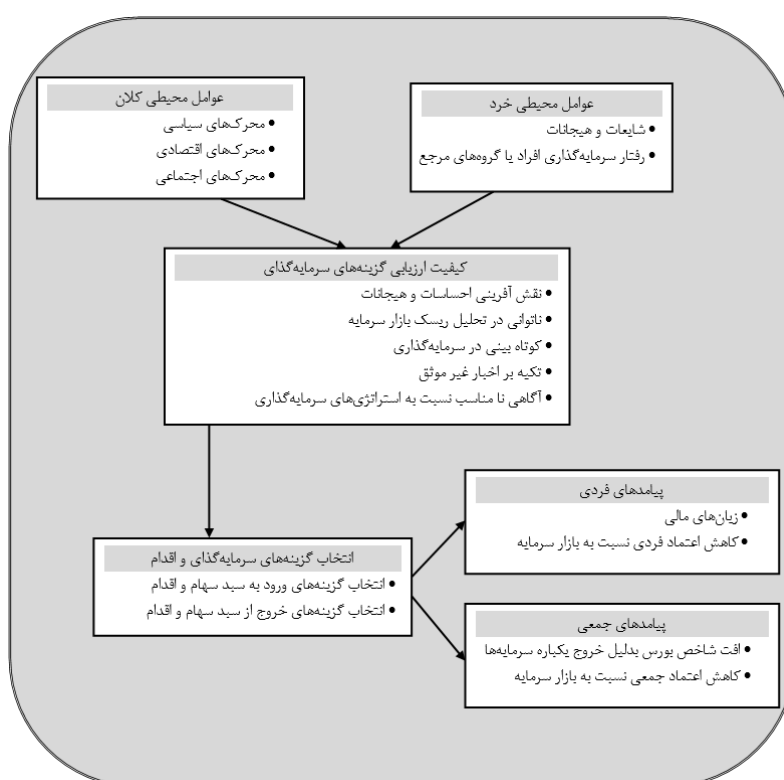
جدول ۳) شناسایی تم‌های اصلی

تم‌های اصلی	تم‌های فرعی
کیفیت ارزیابی گزینه‌های سرمایه‌گذاری	نقش آفرینی احساسات و هیجانات ناتوانی در تحلیل ریسک بازار سرمایه کوتاه بینی در سرمایه‌گذاری تکیه بر اخبار غیر موثق آگاهی نا مناسب نسبت به استراتژی‌های سرمایه‌گذاری
پیامدهای فردی	زیان‌های مالی کاهش اعتماد فردی نسبت به بازار سرمایه
عوامل محیطی خرد	شایعات و هیجانات رفتار سرمایه‌گذاری افراد یا گروه‌های مرجع
انتخاب گزینه‌های سرمایه‌گذاری و اقدام	انتخاب گزینه‌های ورود به سبد سهام و اقدام انتخاب گزینه‌های خروج از سبد سهام و اقدام

عوامل محیطی کلان	محرك‌های سیاسی محرك‌های اقتصادی محرك‌های اجتماعی
پیامدهای جمعی	افت شاخص بورس بدلیل خروج یکباره سرمایه‌ها کاهش اعتماد جمعی نسبت به بازار سرمایه

سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه در شرایط پر ریسک بازار سرمایه، الگوی مفهومی تحقیق به صورت شکل شماره ۱ ترسیم گردید:

بر اساس اقدامات صورت گرفته در مراحل مختلف تجزیه و تحلیل و شناسایی تم‌های فرعی و اصلی، و همچنین با توجه به ادراک شهودی محقق در خصوص تم‌های اصلی و جایگاه آنها در تصمیم‌گیری



شکل (۱) الگوی پیشنهادی تحقیق

(۳). کیفیت ارزیابی گزینه‌های سرمایه‌گذاری بر انتخاب گزینه‌های سرمایه‌گذاری و اقدام تأثیر معنادار دارد.

(۴). انتخاب گزینه‌های سرمایه‌گذاری و اقدام پیامدهای فردی تأثیر معنادار دارد.

(۵). انتخاب گزینه‌های سرمایه‌گذاری و اقدام پیامدهای جمعی تأثیر معنادار دارد.

۲،۳. فاز کمی (تبیین مدل تحقیق با رویکرد مدلسازی معادلات ساختاری):

بر اساس الگوی فوق، و در جهت بررسی صحت یا رد روابط علت و معلولی فرضی بین متغیرهای مشمول در الگو، فرضیه‌های تحقیق به صورت زیر تدوین شدند. لازم به ذکر است که این فرضیه‌ها، متناظر با فلش‌های ما بین متغیرهای اصلی الگوی فوق می‌باشند:

(۱). عوامل محیطی کلان بر کیفیت ارزیابی گزینه‌های سرمایه‌گذاری تأثیر معنادار دارند.

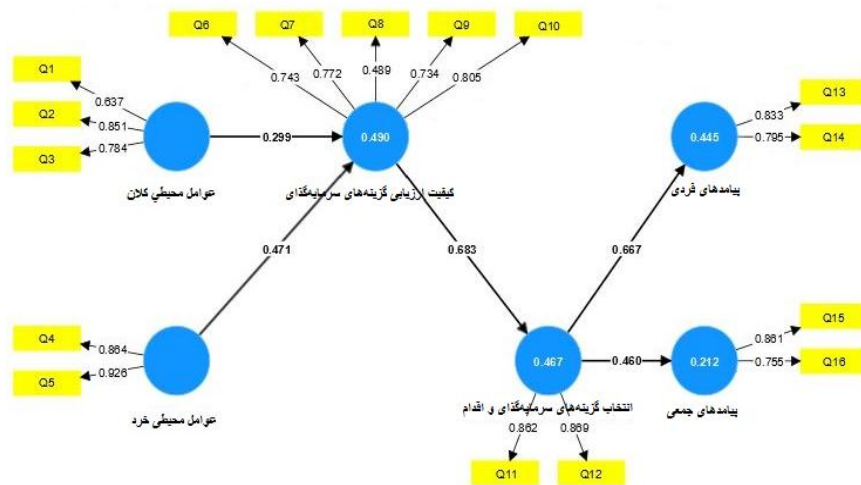
(۲). عوامل محیطی خرد بر کیفیت ارزیابی گزینه‌های سرمایه‌گذاری تأثیر معنادار دارد.

بیش از (۰/۷) می‌باشد، در نتیجه می‌توان گفت که تفاوت معناداری میان متغیرها در مدل وجود دارد. در شکل ۲ ضرایب مسیر بین متغیرها نمایش داده شده است که میزان اثرگذاری بین متغیرها روی یکدیگر را نشان می‌دهد. اگر مقادیر ضریب بین متغیرها بین بازه ۰ و +۱ باشد اثرگذاری در جهت مثبت و مستقیم و بالعکس بین ۰ و -۱ باشد اثرگذاری منفی و معکوس می‌باشد:

در این تحقیق به منظور بررسی همگن بودن، از آزمون وونگ استفاده شده است که نتیجه آن در جدول ۴ قابل مشاهده است:

جدول ۴) آزمون وونگ برای آزمون همگن بودن			
آزمون وونگ	آماره	سطح معناداری	مقادیر سطح زیر منحنی
	-۲,۷۹۹	۰,۰۰۰۰	۰,۸۱۱

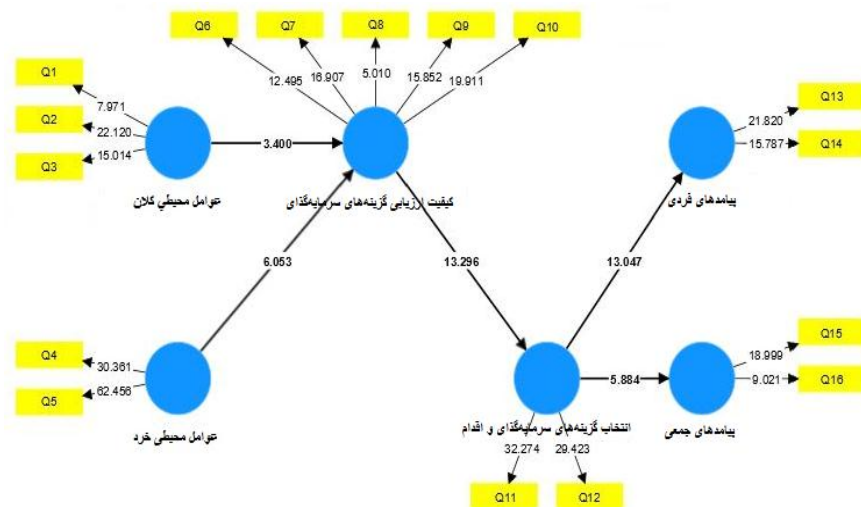
همانطور که در جدول ۴ مشخص است، سطح معناداری از (۰/۰۵) کمتر است و مقادیر سطح منحنی



شکل ۲) ضرایب مسیر مدل ساختاری پژوهش

اطمینان ۹۵ درصد +۱,۹۶ و -۱,۹۶ می‌باشد که مبنای رد یا تأیید فرضیه می‌باشد:

شکل ۳ اعداد معناداری یا مقادیر t (t -value) مدل ساختاری پژوهش بین متغیرهای تحقیق را نشان می‌دهد. مقادیر استاندارد تعیین شده برای t در سطح



شکل ۳) اعداد معناداری مدل ساختاری پژوهش

ضرایب معناداری مسیرهای مدل نشان می‌دهند که آیا فرضیه‌های تحقیق معنادار هستند یا خیر؟ اگر ضریب معناداری (T -Value) مسیر میان دو متغیر، از ۱/۹۶ بیشتر و یا از ۱/۹۶- کمتر باشد، حاکی از معنادار بودن تأثیر آن دو متغیر در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌باشد و فرضیه تأیید می‌گردد. جدول شماره ۵، ضرائب معناداری و نتایج فرضیه‌های مطرح شده را به طور خلاصه نشان می‌دهد:

جدول ۵) نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

فرضیه‌ها	ضریب استاندارد	ضریب معناداری (T -Value)	نتیجه
عوامل محیطی کلان بر کیفیت ارزیابی گزینه‌های سرمایه‌گذاری تأثیرمعنادار دارند.	۰/۲۹۹	۳/۴۰	تأیید
عوامل محیطی خرد بر کیفیت ارزیابی گزینه‌های سرمایه‌گذاری تأثیرمعنادار دارد.	۰/۴۷۱	۶/۰۵۳	تأیید
کیفیت ارزیابی گزینه‌های سرمایه‌گذاری بر انتخاب گزینه‌های سرمایه‌گذاری و اقدام تأثیرمعنادار دارد.	۰/۶۸۳	۱۳/۲۹۶	تأیید
انتخاب گزینه‌های سرمایه‌گذاری و اقدام بر پیامدهای فردی تأثیرمعنادار دارد.	۰/۶۶۷	۱۳/۰۴۷	تأیید
انتخاب گزینه‌های سرمایه‌گذاری و اقدام بر پیامدهای جمعی تأثیرمعنادار دارد.	۰/۴۶۰	۵/۸۸۴	تأیید

کیفیت ارزیابی گزینه‌های سرمایه‌گذاری، موجبات اقدامات سبذگردانی اشتباه (خرید یا فروش اشتباه سهام) را رقم خواهد زد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که تصمیمات اشتباه سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه در انتخاب گزینه‌های سرمایه‌گذاری، دو دسته تبعات را به دنبال خواهد داشت. دسته اول تبعات فردی هستند که زیان‌های مالی سرمایه‌گذار و کاهش اعتماد او نسبت به بازار سرمایه را شامل می‌شود. دسته دوم تبعات نیز جمعی هستند که افت شاخص بورس بدلیل خروج یکباره سرمایه‌ها و کاهش اعتماد جمعی نسبت به بازار سرمایه را شامل خواهند شد. نتایج حاصل از این تحقیق، با نتایج حاصل از تحقیقات صورت گرفته توسط هوآنگ (۲۰۲۱)، پارک و همکاران (۲۰۲۲)، دادگر و همکاران (۱۴۰۲)، باقری و همکاران (۱۴۰۲)، آذربویه (۱۳۹۹)، عبدالرحمانیان و همکاران (۱۳۹۷)، لاری سمنانی (۱۳۹۷)، موسوی و همکاران (۱۳۹۷)، و مهرابی و همکاران (۱۳۹۷) همراستا می‌باشد.

۵. فهرست منابع

آذربویه، نرگس. (۱۳۹۹). مرورری بر منشا رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و تاثیرات آن بر بازار بورس، فصلنامه جغرافیا و روابط انسانی، دوره ۲، شماره ۳، ۷۵-۸۸.

۴. بحث و نتیجه‌گیری

بر اساس الگوی پیشنهادی تحقیق، مشخص شد که عوامل محیطی کلان (محرك‌های سیاسی، محرك‌های اقتصادی، و محرك‌های اجتماعی) و عوامل محیطی خرد (شایعات و هیجانات، و رفتار سرمایه‌گذاری افراد یا گروه‌های مرجع) می‌توانند کیفیت ارزیابی گزینه‌های سرمایه‌گذاری را مستقیماً تحت تأثیر قرار بدهند. این بدان معناست که تحولات سیاسی-اقتصادی-اجتماعی حاکم بر کشور به همراه موجی از هیجانات و شایعات، و همچنین ورود یا خروجی برخی از افراد یا گروه‌های اجتماعی تأثیرگذار به بازار سرمایه، محرك‌های بسیار مهم در نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه در شرایط پر ریسک بازار سرمایه می‌باشد و کیفیت تصمیم‌گیری توسط این افراد را تحت تأثیر قرار می‌دهد. علاوه بر این، نتایج تحقیق نشان داد که در مورد سرمایه‌گذاران حقیقی کم تجربه، عموماً پنج کامل شامل احساسات و هیجانات، ناتوانی در تحلیل ریسک بازار سرمایه، کوتاه بینی در سرمایه‌گذاری، تکیه بر اخبار غیر موثق، و آگاهی نا مناسب نسبت به استراتژی‌های سرمایه‌گذاری، به عنوان آفت‌های ارزیابی صحیح گزینه‌های سرمایه‌گذاری نقش آفرینی می‌کنند. الگوی تحقیق نشان می‌دهد که این آفت‌های رایج در

پناهگاه امن، هفدهمین کنفرانس بین‌المللی مهندسی صنایع، مشهد.

مهرابی، فیروزه؛ رضایی، عماد؛ رحیمی، محمد. (۱۳۹۷). بررسی تاثیر ارزش سهام بحران مالی در ریسک تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس ملی حسابداری-مدیریت و اقتصاد با رویکرد اشتغال پایدار و نقش آن در رشد صنعت، ملایر.

Hoang, Tri M. (2021). *Asymmetric Effects of Oil Price Shock on Stock Markets in Vietnam: An Empirical Investigation Based on SVAR Model and NARDL Model*, *Journal of Asian Finance, Economics and Business* 8(6):553-65.

Park, Jongwon, Sunyoung Kim, and Albert Tsang. (2022). *CEO Personal Hedging and Corporate Social Responsibility*, *Journal of Business Ethics* 2021 182:1 182(1):199-221.

Septia, Dara Rahma, Melly Juwita Nasution, Nunik Nurmala Wardani, and Rafif Sultan Naufal. (2023). *Analysis of Factors Affecting Risk Management Disclosure*, *ULIL ALBAB: Jurnal Ilmiah Multidisiplin* 2(2):483-89.

Tuyon, J., & Ahmad, Z. (2016). *Behavioural finance perspectives on Malaysian stock market efficiency*. *Borsa Istanbul Review*, 16(1): 43-61.

Zhang, Y., Shen, D., & Zhang, W. (2017). *Investor sentiment and stock returns: evidence from provincial TV audience rating in china*. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, (15): 288-294.

باقری، مرضیه؛ ازکیا، مصطفی؛ موسایی، میثم. (۱۴۰۲). تحلیل جامعه شناختی عوامل اجتماعی-اقتصادی موثر بر رفتار سرمایه‌گذاری سهامداران در بازار بورس تهران، مجله اقتصاد و بانکداری اسلامی، دوره ۱۲، شماره ۴۴، ۱۵۳-۱۴۵.

دادگر، یداله؛ درگاهی، حسن؛ قلی زاده، سعید. (۱۴۰۲). نقش احساسات سرمایه‌گذاران و رفتار دولت در نوسانات بازار بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد اقتصاد رفتاری، فصلنامه نظریه های کاربردی اقتصاد، دوره ۱۰، شماره ۱، ۶۴-۵۲.

عبدالرحیمیان، محمدحسین؛ ترابی، تقی؛ صادقی شریف، سید جلال؛ دارابی، رویا. (۱۳۹۷). ارائه الگوی رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، سال هفتم، شماره ۲۶، ۱۲۹-۱۱۳.

غلامرضائی، الیاس؛ کارنامه حقیقی، حسن. (۱۴۰۰). بررسی رابطه بین ادراک های فردی و قصد سرمایه گذاری سهامداران خرد بازار بورس اوراق بهادار مبتنی بر نظریه رفتار برنامه ریزی، نشریه مطالعات کاربردی در علوم مدیریت و توسعه، دوره ۶، شماره ۶، ۴۵-۳۷. لاری سمنانی، بهروز. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر حالت‌های روحی در ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۶، شماره ۱، ۱۲۰-۱۰۷.

موسوی، سمیه السادات؛ جعفری ندوشن، عباسعلی؛ غلامی حقیقی، مجتبی. (۱۳۹۹). بررسی تأثیر کووید-۱۹ بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام، طلا و ارز با تاکید بر معیارهای ارزش در معرض ریسک و

Presenting the decision-making model of real investors with little experience in the high-risk conditions of the capital market with a mixed approach

¹Mohammadhadi Oshrieh*

²Jafar Joula

Abstract

This research was done with the aim of presenting the decision-making model of real investors with little experience in the high-risk conditions of the capital market. This research is applied in terms of purpose, exploratory in terms of approach, and mixed method (qualitative-quantitative) in terms of data analysis. In the qualitative phase of the research, a group of experts including university professors, senior managers of portfolio companies, and experienced consultants in the field of investment were considered as the statistical population. In this phase, using the theoretical sampling method, 11 experts were selected. The main tool of data collection in the qualitative phase of the research was in-depth and unstructured interviews with experts. In the qualitative phase of the research, the data obtained from the interviews were analyzed based on the theme analysis method. In the quantitative phase, real investors with little experience in Tehran were considered as the population, and among them, 384 people were selected as a statistical sample based on the available random sampling method. In the quantitative phase of the research, a closed and researcher-made questionnaire consisting of 48 items was used as the main tool for data collection. The validity and reliability of this questionnaire was checked and confirmed in different ways. In the quantitative phase of the research, MAXQDA, SPSS and Smart-PLS software were used to perform descriptive and inferential analyses. Finally, the research results lead to the presentation of the decision-making model of inexperienced real investors in the high-risk conditions of the capital market in the form of six main themes (including: macro environmental factors, micro environmental factors, the quality of the evaluation of investment options, the selection of investment options and action, individual consequences, and collective consequences) and sixteen sub-themes.

Key words: *Inexperienced Real Investors, Decision Making, Risk, Capital Market*

¹ Master's student in Business Administration, Islamic Azad University, North Tehran Branch, Tehran, Iran. (Corresponding Author). Mohammadhadi.oshrieh@gmail.com

² Assistant Professor, Department of Financial Management, Islamic Azad University, North Tehran Branch, Tehran, Iran .Jafar.Joula@gmail.com