



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
دوره ۱۲ / شماره ۳ (پیاپی ۴۷) / پائیز ۱۴۰۲  
صفحه ۵۶۳ تا ۵۸۲

## مدلسازی رفتار مالی سرمایه‌گذاران مومنتوم و رندوم در شرایط بحران: تحلیل کیفی مبتنی بر نظریه پردازي داده بنیاد

فاطمه جعفری

دانشجوی دکتری تخصصی مهندسی مالی، گروه مدیریت، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران  
fatemeh.jafari0067@gmail.com

رضا آقاجان نشتائی

گروه مدیریت بازرگانی، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران (نویسنده مسئول)  
Nashtaei@iaurasht.ac.ir

محمد حسن قلیزاده

گروه مدیریت، واحد رشت، دانشگاه گیلان، رشت، ایران  
gholizadeh@guilan.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۲/۲۰ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۷/۱۱

### چکیده

هدف اصلی مطالعه حاضر ارائه الگویی برای تبیین رفتار مالی سرمایه‌گذاران مومنتوم و رندوم در شرایط بحران می‌باشد. پژوهش حاضر به صورت کیفی و با تکنیک گراند تئوری اجرا شد. داده‌ها از طریق مصاحبه نیمه ساختار یافته جمع‌آوری گردید. جامعه آماری پژوهش حاضر سرمایه‌گذاران فعال در بورس اوراق بهادار در بازه زمانی ۱۳۹۹ الی ۱۴۰۱ می‌باشند. در این راستا، ۱۶ مصاحبه با سرمایه‌گذاران مومنتوم و ۸ مصاحبه با سرمایه‌گذاران رندوم با توجه به موضوع پژوهش انجام شد. سپس براساس رویکرد نظام‌مند نظریه‌ای استراوس و کوربین در سه گام اصلی کدگذاری باز، کدگذاری محوری و کدگذاری انتخابی، مدل رفتار مالی سرمایه‌گذاران مومنتوم و رندوم ارائه گردید. نتایج حاصل از کدگذاری مصاحبه‌های انجام شده از سرمایه‌گذاران مومنتوم نشان داده است که رفتار این گروه سرمایه‌گذاران اغلب مبتنی بر تحلیل ریسک\_بازه و تحلیل‌های بنیادی و تکنیکال بوده است. گاهی از مشاوران مالی مشورت می‌گیرند و به مدیریت سرمایه اهمیت داده و تنوع پرتفوی نیز در نظر می‌گیرند. اگرچه گاهی دچار رفتارهای هیجانی می‌شوند، ولی این رفتار غالب نیست و عمدتاً سعی می‌کنند، رفتار عقلانی داشته باشند. در حالیکه سرمایه‌گذاران رندوم کمتر از تحلیل‌های مذکور بهره می‌برند و تنها دانش مالی و سواد سرمایه‌گذاری را مهم تلقی می‌نمایند. این گروه بیشتر دچار رفتارهای هیجانی بالاخص رفتار توده‌ای می‌شوند.

**واژه‌های کلیدی:** مالی رفتاری، سرمایه‌گذاری مومنتوم، سرمایه‌گذاری رندوم، بحران مالی، گراند تئوری.

## ۱- مقدمه

بحران مالی اخیر منجر به شکست بانک‌ها شده است و تأثیر منفی بر اقتصاد واقعی داشته است. بنابراین توجه ای ویژه به پیامدهای بی‌ثباتی مالی بر اقتصاد شده است (آگنلو و سوسا<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲). در طی بحران مالی سال ۲۰۰۸ ایالات متحده بازارهای سهام در اروپا و آمریکا سقوط کرد و در چندین منطقه نو ظهور نیز این کاهش ثبت شده است. علاوه بر این بحران‌های مالی و بدهی و سرریز اثرات منفی مربوط به آن به چندین اقتصاد در حال ظهور که گاهی موجب عدم تعادل متنوع داخلی، مالی و عدم تعادل خارجی آن‌ها شد و آسیب‌های بالقوه‌ای به اقتصادهای نو ظهور در اثر بحران‌های مالی و بدهی وارد شد (سیمون نیامی<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶). در طول بحران‌های بین‌المللی، دارایی‌های بین‌المللی دچار تغییرات اساسی شده و دست خوش سقوط می‌شوند. بنابراین ضرورت دارد که استراتژی‌های مدیریت ریسک با توجه به تغییر در همبستگی دارایی‌ها مورد تجدید نظر قرار گیرند. با وجود اینکه امکان دارد در اقتصاد واقعی موثر باشد ممکن است نوسانات شدیدی در اقتصاد کلان ایجاد کرده و در اقتصادهای مختلف باعث رکودهای اقتصادی شود (جو و توتجا<sup>۳</sup>، ۲۰۱۶). نوسانات بازدهی بازار سهام به دلیل تاثیر گسترده آن بر متغیرهای اقتصاد کلان، از اهمیت به‌سزایی در مطالعات اقتصادی برخوردار است. یکی از اهداف مهم اقتصاد کلان کاهش نوسانات اقتصادی همچون ادوار تجاری است، زیرا نوسانات، امنیت سرمایه‌گذاری را به خطر می‌اندازد و در چنین شرایطی نمی‌توان به شکوفایی اقتصاد در بلندمدت امیدوار بود. چنین فرآیندی در بازار سهام نیز حاکم است. شاید بتوان بازارهای سهام را جزو حساس‌ترین بازارهای جهان نسبت به وقایع پیرامون خود پنداشت (قلی‌زاده، ۱۳۹۸).

با افزایش روز افزون حضور شرکت‌های مختلف در بازار سهام، سرمایه‌گذاران با گزینه‌های متفاوتی برای سرمایه‌گذاری مواجه می‌شوند که کار را برای اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری مناسب مشکل و پیچیده کرده است. سرمایه‌گذاران در صورت کارایی بازار بر اساس تحلیل‌های بنیادی اقدام به خرید و فروش سهام می‌کنند. اما زمانی که بازار ناکارایی دارد، بخشی از رفتار سرمایه‌گذاران در بازار ناشی از عوامل رفتاری و عقلایی است. اندازه‌گیری این عوامل و بررسی تاثیر آنها بر بازده سهام می‌تواند به صورت قابل توجه به مدیران و سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیمات بهینه مرتبط با سهام مفید واقع شود. بازار سرمایه در ایران یک بازار ناشناخته است، در این بازار روزانه هزاران سرمایه‌گذار پول خود را به امید دستیابی به ثروت بیشتر سرمایه‌گذاری می‌کنند. در این میان برخی به هدف خود دست می‌یابند و برخی دیگر سرمایه خود را از دست می‌دهند. شناخت بازار بورس اوراق بهادار تهران از جنبه‌ها و زوایای مختلف می‌تواند ضمن پیش‌بینی بهتر آینده این بازار و تغییرات آن ریسک سرمایه‌گذاری‌ها را کاهش و یا بازده بیشتری را به دست آورد. همچنین شناخت فرایندهای تصمیم‌گیری مشارکت‌کنندگان در بورس، موضوعی مهم برای بازار سهام و سرمایه‌گذاران به‌شمار می‌رود. در اغلب پژوهش‌های انجام گرفته در این زمینه پژوهشگران کوشیده‌اند به مطالعه درک رفتار سرمایه‌گذاری مشارکت‌کنندگان بازار بپردازند چرا که رفتارهایی که بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مشارکت‌کنندگان در بازار تاثیر می‌گذارند از اهمیت ویژه‌ای برخوردار

<sup>۱</sup> Agnello and Sousa<sup>۲</sup> Simon Neaime<sup>۳</sup> Dua and Tuteja

هستند و همچنین بررسی مولفه‌های رفتاری و عقلایی موثر بر تصمیمات سرمایه گذاران می‌تواند به آن‌ها در کنترل رفتارهای تصمیم‌گیری‌شان یاری رساند و آن‌ها را در سرمایه‌گذاری کم ریسک‌تر و پر بازده یاری رساند. همچنین تحلیل‌های دقیق‌تری را در اختیار کارگزاران و کارشناسان بورس قرار می‌دهد تا تطابق بهتری بین عرضه و تقاضا در بازار سرمایه در شرایط بحران ایجاد نمایند و بسط و گسترش بازار سرمایه را به عنوان یکی از ارکان مهم اقتصاد کشور فراهم نمایند. بنابراین پژوهش حاضر در صدد بررسی عوامل رفتاری و عقلایی موثر بر رفتار سرمایه‌گذاران مومنتوم و رندوم در شرایط بحران می‌باشد.

با توجه به مبانی نظری و مرور ادبیات تجربی و چارچوب موضوع پژوهش حاضر، می‌توان به خوبی دریافت که کارهای تجربی انجام شده در کشور تنها با روش‌های مرسوم همچون تحلیل رگرسیون چند متغیره، آزمون  $t$  ، مدل شبیه‌سازی عامل بنیان و ... انجام گرفته، اما پژوهش حاضر برای اولین بار در کشور رفتار مالی سرمایه گذاران مومنتوم و رندوم را به‌طور همزمان در شرایط بحران و بر اساس رویکرد نظریه داده بنیاد مدلسازی نموده است. پژوهش حاضر و نتایج آن می‌تواند به مدیران، تصمیم‌گیرندگان، کارگزاران و فعالان بازار سرمایه در درک بهتر رفتار سرمایه‌گذاران یاری رساند. همچنین استناد به یافته‌های این پژوهش می‌تواند در دستیابی مسئولان بورس اوراق بهادار به جذب سرمایه گذاران بسیار تأثیرگذار باشد. در نتیجه، سرمایه گذاران با استفاده از نتایج این پژوهش می‌توانند عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری اوراق بهادار را در شرایط بحران شناسایی کرده و به درستی تصمیم‌گیری نمایند.

هرچند مطالعه دیگر رفتارهای سرمایه گذاران در تصمیم‌گیری‌های شخصی، برنامه ریزی مالی هم می‌تواند جالب و مورد توجه باشد. پس از آن که مدل مارکویتز، براساس رویکرد عقلایی مورد انتقاد رفتارگرایان مالی قرار گرفت، دیدگاه مالی رفتاری بنیان‌های مالی مارکویتز را به هم ریخت، اما خود به چارچوب نوینی دست نیافت. از این‌رو، این دیدگاه نیز مورد انتقاد پژوهش‌گران و تحلیل‌گران مالی قرار گرفت و نیاز به دیدگاهی نوین که بتواند علت چرایی و چگونگی تصمیمات مالی تصمیم‌گیرندگان را تحلیل کند به شکل محسوسی حس می‌شود. با وجود نظریه‌ها و مدل‌های مختلف بنیادی و تکنیکی در زمینه‌ی کارآمدی تصمیم‌گیری در بازارهای مالی، همچنان انحراف‌های جدی در بازار مالی ایران وجود دارد. از این‌رو پرداختن به جنبه‌های روانشناسی و روانشناختی در حوزه تصمیم‌گیری مالی ضرورت دارد.

آنچه دغدغه اصلی و مساله اصلی ما در این مقاله است، تکیه بر مبانی مالی رفتاری و دریافت الگویی در بازار سرمایه ایران براساس این تئوری نوظهور برای توجیه و تحلیل رفتارهای مالی سرمایه گذاران مومنتوم و رندوم در شرایط بحران می‌باشد. بنابراین مقاله‌ی حاضر به دنبال پاسخ به این سؤال اصلی است که چه عواملی بر تصمیمات سرمایه گذاران مومنتوم و رندوم در شرایط بحران تأثیر گذار هستند و میزان تأثیری که این تصمیم‌گیری‌ها از عوامل شناسایی شده می‌پذیرند، چقدر است؟

## مبانی نظری

در مطالعات مرتبط با رفتار مالی، احساسات سرمایه‌گذاران یک توضیح ممکن برای انحراف قیمت‌داری‌ها شناخته شده است (عبادی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸). تعداد زیادی از ادبیات تجربی نشان می‌دهد که احساسات سرمایه‌گذار بر فعالیت‌های تجاری و قیمت‌داری‌ها در امور مالی رفتاری تأثیر می‌گذارد (ژو و یانگ<sup>۲</sup>، ۲۰۱۸). استراتژی‌های فراوانی در بازارهای مالی وجود دارند که افراد مختلفی به منظور اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و بنا بر ترجیح خود آن‌ها را به کار می‌گیرند. هر یک از این استراتژی‌ها کاربردهای خاصی دارند و ما با توجه به اهداف خود از آن‌ها بهره می‌بریم. یکی از استراتژی‌های مورد استفاده توسط سرمایه‌گذاران، استراتژی مومنتوم است سودآوری استراتژی مومنتوم پس از شناسایی توسط جگادیش و تیمن، ۱۹۹۳ در مطالعات تجربی بسیاری به تأیید رسید (اسلامی بیدگلی و همکاران، ۱۳۸۹). به طور سنتی، کلمه "مومنتوم" در امور مالی به یک ناهنجاری بازار اشاره دارد که به موجب آن‌داری‌هایی با عملکرد خوب گذشته تمایل به افزایش بیشتر دارند و بالعکس (هانگ و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۲۰). استراتژی‌های سرمایه‌گذاری مبتنی بر مومنتوم منجر به بازدهی و نسبت‌های شارپ بالاتر و کاهش کمتری نسبت به تکانه سری زمانی و سایر استراتژی‌های می‌شود. به طور کلی، مومنتوم می‌تواند به عنوان یک استراتژی موثر برای سفته‌بازی و پوشش ریسک، برای سرمایه‌گذاران مفید باشد (پاپیلاس و همکاران، ۲۰۲۱). در زمینه کارایی بازار، مومنتوم یک پدیده کاملاً مستند و مورد مطالعه است (ایچل، ۲۰۲۱).

در حالیکه سرمایه‌گذاران رندوم کسانی هستند که همیشه به طور تصادفی معاملات را انجام می‌دهند، یعنی در پرتفولیوهایی که شباهت زیادی به کل بازار سهام دارد و قیمت آنها منعکس‌کننده قیمت‌های هر اوراق بهادار بازار می‌باشد سرمایه‌گذاری می‌کنند. مارتین ویر، پژوهشگر برجسته در مالی رفتاری، آزمون‌ها و مطالعات زیادی جهت پیدا کردن روندها در بازار سهام انجام داده است. در یکی از مطالعات کلیدی، او بازار سهام را برای ۱۰ سال مشاهده کرد. در طول آن مدت، او به قیمت‌های بازار برای پیدا کردن روندهای قابل توجه نگاه کرد و دریافت که سهامی که در ۵ سال اول افزایش قیمت بالایی دارد، تمایل به افت عملکرد در سال بعدی داشته است. آزمون دیگری که ویر در تقابل با فرضیه گام تصادفی انجام داد، پیدا کردن سهامی بود که اصلاح رو به رشد برای کسب بازده بیش از انتظار نسبت به سهام‌های دیگر در چشم‌انداز شش ماه بعد داشتند. ردپای استفاده از این مفهوم را برای اولین بار می‌توان در آثار معامله‌گر فرانسوی (جولز رگنالت<sup>۴</sup>) که در سال ۱۸۶۳ کتابی نوشته و بعد از او ریاضیدان فرانسوی (لوئیژ بچلیر<sup>۵</sup>) که در رساله دکتری خود با عنوان (تئوری سفته‌بازی) در سال ۱۹۰۰ تفسیر و بینش قابل توجهی از این فرضیه را نشان داده است، یافت. ایده مشابهی بعدها به وسیله (پائول کوتنر<sup>۶</sup>) استاد

<sup>1</sup> Aboody et al

<sup>2</sup> Zhou and Yang

<sup>3</sup> Huang et al

<sup>4</sup> Jules Regnault

<sup>5</sup> Louis Bachelier

<sup>6</sup> Paul Cootner

دانشکده مدیریت اسلوان ام آی تی در کتابی با عنوان (سیرت تصادفی قیمت ها) نوشته و این عبارت در کتاب (گام تصادفی در وال استریت) نوشته (برتون مالکیل<sup>۱</sup>) استاد اقتصاد دانشگاه پرینستون در سال ۱۹۷۳ فراگیر شد. پاپیلیاز<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۲۱) معتقدند که مومنوم می تواند به عنوان یک استراتژی موثر برای سفته بازی و پوشش ریسک برای سرمایه گذاران مفید باشد.

ایچل<sup>۳</sup> (۲۰۲۱) به بررسی رابطه میان بخش واقعی اقتصاد و قیمت سهام در استراتژی های مومنوم پرداخته است. وی نشان داده است که سرمایه گذاران مومنوم تحت تأثیر داده های فعالیت واقعی هستند. احمد سبیر<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۲۱) نشان می دهد که قصد سرمایه گذاری به طور قابل توجهی میان دینداری و سرمایه گذاری در سهام نقش واسطه ای دارد. به همین ترتیب، قصد سرمایه گذاری به طور قابل توجهی میان تأثیر اجتماعی و سرمایه گذاری در سهام نقش واسطه ای دارد.

لیو<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۲۰) یک مدل تکاملی از رفتار سرمایه گذاران را بر اساس یادگیری تقویتی ایجاد نمود. با توجه به ناهمگنی ویژگی های یادگیری سرمایه گذاران منطقی محدود در تصمیم گیری های سرمایه گذاری، آن ها به ترتیب سازوکار تکامل سرمایه گذاران منفرد و سرمایه گذاران نهادی را در نظریه شبکه پیچیده و نظریه یادگیری تقویتی در نظر گرفتند.

محمود<sup>۶</sup> و همکاران (۲۰۲۰) نشان می دهد که عوامل رفتاری از جمله ابتکار عمل، چشم انداز بازار و رفتار گله ای بیشترین تأثیر را در تصمیم گیری سرمایه گذاری سرمایه گذاران داشته است. توماس<sup>۷</sup> و همکاران (۲۰۲۰) ادعا کرده است که مقادیر پایین تر احساسات سرمایه گذاران تأثیر مثبت و قابل توجهی بر بازدهی سرمایه دارند.

سیلوا<sup>۸</sup> و همکاران (۲۰۱۹) نشان می دهد سرمایه گذاران زن و مدرک دانشگاهی بالاتر نسبت به سرمایه گذاران مرد و کسانی که دارای درجه علمی پایین تر هستند، دارای استراتژی بازگشت متوسط هستند. سرانجام این مقاله یک روش کلی برای کاهش تعصبات بالقوه ناشی از تصمیمات طراحی موقت برای دور ریختن یا معرفی متغیرها در اقتصادسنجی تجربی را ارائه می دهد.

چنگ<sup>۹</sup> و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی رفتار متقابل سرمایه گذار خرده فروشی در مورد اخبار و اثر مومنوم پرداخته است و بیان می دارد این چنین معاملات به تعدیل قیمت و رشد قیمت کمک می کند. آنها دریافتند پدیده مومنوم فقط در شدت تجارت معکوس بوجود می آید.

1 Burton Malkiel

2 Papailias et al

3 Eichel

4 Ahmad Sabir et al

5 Liu et al

6 Mahmood et al

7 Thomas et al

8 Christiano Silva et al

9 Chang et al

ژو و یانگ<sup>۱</sup> (۲۰۱۸) مدلی را برای تبیین احساسات سرمایه‌گذاران رندوم ارائه داده است. این مطالعه یک مدل نظری برای پرداختن به اینکه چگونه احساسات سرمایه‌گذار رندوم بر حجم سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد، می‌پردازد. نتایج این مطالعه با این ایده که احساسات سرمایه‌گذار و رفتار سرمایه‌گذار برای قیمت‌داری‌ها و انحرافات قیمت‌داری‌ها از اصول اساسی مهم است سازگار است.

براری و همکاران (۱۳۹۹) نشان دادند که متغیرهای روان‌شناختی مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در ۶ سطح مدل‌سازی شدند و متغیر توان‌پنداری در بالاترین سطح و دارای تأثیرپذیری بیشتری از سایر متغیرهای روان‌شناختی و متغیر دیرپذیری نیز در پایین‌ترین سطح قرار دارد.

فرهادی و همکاران (۱۳۹۸) نشان می‌دهد که بازده سبد سهام با عوامل گله‌وار و مومنتوم در مقایسه با پرتفوی بدون فاکتورهای ذکر شده بیشتر است و عامل رفتار گله‌ای به بازده بالاتر یا اوراق بهادار مومنتوم منجر می‌شود. زنجیردار و خدام (۱۳۹۶) بررسی نقش مومنتوم و احساسات سرمایه‌گذاران بر رفتار توده‌وار پرداختند. نتایج نشان داد که استراتژی مومنتوم مبتنی بر متغیر بازده، بر شکل‌گیری رفتار توده‌وار (رفتار جمعی) تأثیر مثبت و معنادار دارد، در صورتی که بین احساسات سرمایه‌گذاران و شکل‌گیری رفتار توده‌وار (رفتار جمعی) رابطه معناداری یافت نشد.

سروش یار و علی احمدی (۱۳۹۵) نشان دادند که احساسات سرمایه‌گذاران بر رفتار توده‌وار (رفتار جمعی) تأثیر معناداری دارد. آزمون علیت گرنجر نیز مؤید این نتیجه است، اما شواهدی مبنی بر وجود تأثیر معنادار متغیرهای مومنتوم و اندازه شرکت بر رفتار توده‌وار (رفتار جمعی) مشاهده نشد.

موسوی شیری و همکاران (۱۳۹۴) پژوهش نشان می‌دهد که در اکثر راهبردهای سرمایه‌گذاری مومنتوم مورد آزمون، پرتفویی که در دوره‌های سه، شش، نه و دوازده ماه گذشته بهترین عملکرد را داشته است (برنده) در اکثر بازه‌های زمانی دوره نگهداری (دوره‌های سه، شش، نه و دوازده ماهه) به عملکرد بهتر خود نسبت به پرتفویی که در دوره‌های سه، شش، نه و دوازده ماه گذشته بدترین عملکرد را داشته است (بازنده) ادامه می‌دهد.

نتایج پژوهش رهنمای رودپشتی و شیرازیان (۱۳۹۳) حاکی از آن است که (بورس اوراق بهادار تهران) به دلیل عدم کارایی و نوظهور بودن نسبت به بورس‌های توسعه یافته دنیا، فرصت بسیار خوبی را برای کسب بازدهی سرمایه‌گذاران مومنتوم ایجاد کرده است، از طرف دیگر حد آستانه عمل مربوط به سرمایه‌گذاران مومنتوم حدوداً سه برابر نوسانات بازدهی است که توسط سرمایه‌گذاران رندوم ایجاد شده است.

## روش شناسی

در این مطالعه، محقق به دنبال توصیف وضعیت موجود و روابط حاکم بر متغیرهای پژوهش در جامعه آماری مورد مطالعه و مدل‌سازی رفتار مالی سرمایه‌گذاران مومنتوم و رندوم در شرایط بحران بازار سرمایه بر اساس نظریه داده بنیاد می‌باشد.

1 Zhou and Yang

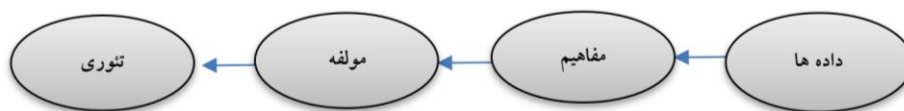
جامعه آماری عبارت است از اعضای واقعی یا فرضی که پژوهشگر قصد دارد یافته های پژوهش را به آن ها تعمیم دهد. برای این تعمیم نیازمند انتخاب نمونه ای از این جامعه هستیم، به طوری که این نمونه معرف و نماینده جامعه باشد. جامعه آماری مطالعه حاضر سرمایه گذاران حقیقی که بیشتر از ۵ سال در بازار سهام سرمایه گذاری کرده و از تجربه و تخصص کافی برخوردار بوده اند و نیز اساتید دانشگاه در حوزه علوم مالی و کارشناسان بازار سرمایه می باشند.

در این پژوهش برای انتخاب نمونه، از نمونه گیری هدفمند که از روش های نمونه برداری غیراحتمالی است استفاده می شود. مفهوم نمونه گیری هدفمند که در پژوهش های کیفی به کار می رود، بدین معنا است که پیشگر افراد و مکان مطالعه را از این رو برای مطالعه انتخاب می کند که می توانند در فهم مسئله پژوهش و پدیده محوری مطالعه مؤثر باشند (کرسول<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸). در مطالعه حاضر، مجموعاً ۷۷۰ نمونه (۳۸۵ نفر مومنوم و ۳۸۵ نفر رندوم) به عنوان نمونه آماری بر اساس فرمول کوکران انتخاب شدند. تعداد نمونه آماری تا رسیدن به اشباع مقوله ها ادامه یافت ۱۶ مصاحبه با سرمایه گذاران مومنوم و ۸ مصاحبه با سرمایه گذاران رندوم با توجه به موضوع پژوهش صورت گرفت.

در نظریه پردازی داده بنیاد، گردآوری اطلاعات تا هنگامی ادامه می یابد که پژوهش به اشباع برسد. بدین معنا زمانی که داده های جدید جمع آوری شده با داده هایی که قبلاً جمع آوری شده تفاوتی نداشته باشند و کاملاً همانند هم شده باشند. به عبارت دیگر هنگامی که پژوهش به یک نقطه بازده نزولی در حوزه جمع آوری داده ها رسید، آنگاه می توان مطمئن شد که پژوهش به کفایت لازم رسیده است (استراوس و کوربین<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵). در مطالعه حاضر نیز از روش نمونه گیری نظری جهت تعیین تعداد نمونه آماری استفاده شده است. تعداد سرمایه گذاران تا رسیدن به اشباع مقوله ها ادامه یافت. پس از استخراج کدهای باز در هر مصاحبه و مقایسه با کدهای مصاحبه جدید محقق متوجه شد در مصاحبه آخر تمامی کدها تکرار شده اند. بنابراین به مصاحبه خاتمه داده شد. در این مطالعه، محقق تمامی مصاحبه ها را هدایت نموده است. اتخاذ این رویه و روش باعث شد تا محقق بتواند اطلاعات حاصل از مصاحبه های پیشین را در مصاحبه های بعدی به کار گیرد.

تحلیل داده ها در نظریه داده بنیاد این گونه است که هر قسمت از داده ها بلافاصله بعد از گردآوری آن قسمت (به طور موازی) مورد تحلیل قرار می گیرد. سپس محقق رهنمودهایی را از تحلیل داده های اولیه برای دسترسی به داده های بعدی دریافت می کند. این رهنمودها می توانند از مقوله های توسعه نیافته، خلأهای اطلاعاتی و یا افرادی که نسبت به پدیده بصیرت کافی دارند، حاصل شود. پس از کسب این رهنمودها، پژوهشگر برای گردآوری داده های دیگر وارد محیط پژوهش می شود. فرآیند زیگزاکی در گردآوری و تحلیل داده ها تا زمانی پیش می رود که پژوهشگر به اشباع طبقات دست یابد (دانایی فرد و اسلامی، ۱۳۹۰)

1 Creswell  
2 Corbin and Strauss



شکل ۱. مدل فرایند اجرای گراند تئوری

نگارش و تدوین تئوری آخرین مرحله در تحلیل داده‌ها نگارش و تدوین نهایی تئوری است. قبل از این مرحله، پژوهشگر سه مرحله کدگذاری (باز، محوری، انتخابی) و یادداشت برداری را انجام داده است. در این مرحله تصویر پژوهش برای پژوهشگر از همیشه روشن تر است. آخرین وظیفه محقق این است که آنچه او از این تصویر می‌بیند، برای مخاطب تفسیر کند. هر چند که ممکن است پژوهشگران تازه کار دو سه دفعه یا بیشتر کار خود را از نو بازخوانی و بازنویسی، تا قادر شوند که افکار خود را به طور دقیق تشریح کنند (استراوس و کوربین، ۲۰۰۸).

#### یافته‌ها

در رویکرد نظام‌مند نظریه پردازی داده بنیاد سه مرحله از کدگذاری وجود دارد (کرسول و کلارک<sup>۱</sup>، ۲۰۰۷).

#### گام اول- کدگذاری باز

در این نوع کدگذاری، وقایع، اقدامات و تعاملات با یکدیگر برای بررسی شباهت‌ها و تفاوت‌ها مقایسه و همچنین برچسب مفاهیم به خود می‌گیرند.

#### گام دوم- کدگذاری محوری

هدف از این مرحله برقراری رابطه بین مفاهیم تولید شده در مرحله کدگذاری باز است. در ادامه با بررسی مفاهیم و قرارگیری مفاهیم نزدیک و همجنس حول در یک طبقه مقوله محوری آن استخراج و در جدول (۱) و جدول (۲) قابل مشاهده است.

تمامی مولفه‌ها و سازه‌های متغیرها بر اساس متن مصاحبه‌ها و طی فرآیند کدگذاری به دست آمده است. ۴۱۴ کد باز از تجزیه و تحلیل متن مصاحبه‌های سرمایه‌گذاران مومنتوم و ۲۲۳ کد باز از مصاحبه با سرمایه‌گذاران رندوم بدست آمده است.

جدول ۱. مقولات نهایی استخراج شده در بخش مومنتوم

کدگذاری محوری		وزن و اهمیت هر مقوله	
شرایط علی	عوامل فردی	چشم انداز سرمایه‌گذار	۱۵
		ریسک‌پذیری	۵
		تعداد سال‌های حضور در بورس	۱
		جنسیت	۲

1 Creswell and Clark



کدگذاری محوری			وزن و اهمیت هر مقوله
		سن	۳
		تحصیلات	۴
		شغل	۵
		درآمد	۵
		دانش و سواد مالی	۴۱
	عوامل روانی بازار		۲۸
	احساسات سرمایه گذار در زمان معامله	ترس	۶
		امید	۹
		طمع	۷
	اخبار و اطلاعات		۱۷
رفتار سرمایه گذار مومنتوم	رفتار هیجانی	رفتار توده وار	۲۵
		تحلیل ریسک - بازده	۲۲
	رفتار عقلانی (تحلیل)	تحلیل بنیادی و تکنیکال	۲۰
		بهرمندی از مشاوران مالی (سبدگردان)	۵
		مدیریت سرمایه	۴
		تنوع پرتفوی	۱۵
شرایط مداخله گر	نقش دولت		۶۸
	بازارهای موازی		۲۸
	سیاست های سازمان بورس		۴
شرایط زمینه ای	شرایط اقتصادی حاکم		۲۶
راهبرد	افشای اطلاعات		۱۹
پیامد	-		۲۱

جدول ۲. مقولات نهایی استخراج شده در بخش رندوم

کدگذاری محوری			وزن و اهمیت هر مقوله
شرایط علی	عوامل جمعیت شناختی	تعداد سال های حضور در بورس	۱
		شغل	۱
		تحصیلات	۳
		سن	۱
		دهک ها درآمدی	۴
		جنسیت	۱
		افق سرمایه گذاری	۳

کدگذاری محوری		وزن و اهمیت هر مقوله	
	حالات و شرایط روحی و روانی	ریسک پذیری	۱
		طمع	۴
		امید	۶
		عدم اعتماد	۷
		اضطراب	۱
		ترس	۶
		نگرانی	۱
		تمرکز و آرامش	۲
	انتظارات سهامداران	بازدهی مورد انتظار از سهم	۴
		چشم انداز بازار	۳
		انتظارات تورمی	۲
		ریزش های طولانی	۱
	اخبار و اطلاعات	اخبار و اطلاعات موثق	۱۳
		شبکه های مجازی	۴
رفتار سرمایه گذار رندوم	رفتارهای هیجانی	رفتار گله ای	۱۷
	رفتار عقلانی (دانش مالی و سواد سرمایه گذاری)		۳۳
شرایط مداخله گر	بازارهای موازی		۱۷
شرایط زمینه ای	شرایط سیاسی	سیاست خارجی	۹
		سیاست گذاری دولت	۱۸
		عدم استقلال بورس از بدنه دولت	۴
	شرایط اقتصادی	تورم	۹
		امنیت اقتصادی	۳
		بازار ناکارا	۵
	شرایط اجتماعی		۱
شرایط فرهنگی		۲	
راهبرد	-		۷
پیامد	-		۷

در ادامه مقولات استخراج شده طبق مدل استراوس و کوربین می‌بایست در ۴ بخش: شرایطی(علی، زمینه‌ای، مداخله‌گر)، مقوله اصلی، راهبردها (تعاملات) و پیامدها جایگذاری شوند.

مقولات شرایطی:

مقوله‌هایی شرایطی هستند که مقوله اصلی را تحت تاثیر قرار می‌دهند و به وقوع یا گسترش پدیده مورد نظر می‌انجامد (دانایی فرد و امامی، ۱۳۸۶).

بخش مومنتوم: عوامل فردی، عوامل روانی بازار، احساسات سرمایه گذار در زمان معامله و اخبار و اطلاعات تحت عنوان شرایط علی شناسائی شده اند.

بخش رندوم: انتظارات سهامداران، عوامل جمعیت شناختی، حالات و شرایط روحی و روانی و نیز اخبار و اطلاعات تحت عنوان شرایط علی شناسائی شده اند.

شرایط مداخله‌گر:

شرایط مداخله‌گر شرایطی ساختاری هستند که به پدیده‌ای تعلق دارند و بر راهبردهای کنش و واکنش اثر می‌گذارند (دانایی فرد و امامی، ۱۳۸۶).

بخش مومنتوم: بازارهای موازی، نقش دولت و سیاست های سازمان بورس شرایط مداخله گر شناسائی شده اند. بخش رندوم: از دیدگاه سرمایه گذاران رندوم، تنها بازارهای موازی تحت شرایط مداخله‌گر قرار می‌گیرد.

شرایط زمینه‌ای:

شرایط زمینه‌ای، شرایطی است که از قبل حاکم هستند و نیز بر راهبردها تاثیر می‌گذارند (دانایی فرد و امامی، ۱۳۸۶).

بخش مومنتوم: از دیدگاه سرمایه گذاران مومنتوم یکی از مهم‌ترین شرایط زمینه‌ای بر رفتار آن‌ها، شرایط اقتصادی حاکم است.

بخش رندوم: از دیدگاه سرمایه‌گذاران رندوم، شرایط سیاسی، اقتصادی، اجتماعی و شرایط فرهنگی تحت عنوان شرایط زمینه‌ای هستند. البته وزن و اهمیت شرایط سیاسی و اقتصادی بسیار بیشتر است.

راهبردها (تعاملات):

راهبردها مبتنی بر کنش‌ها و واکنش‌هایی برای کنترل، اداره و برخورد با پدیده مورد نظر هستند (دانایی فرد و امامی، ۱۳۸۶).

بخش مومنتوم: راهکارهای متعددی از دیدگاه سرمایه گذاران مومنتوم ارائه شده است و اغلب بر افزایش آگاهی و دانش بورسی تمرکز دارد. همچنین یکی از راهکارها، افشای اطلاعات می‌باشد.

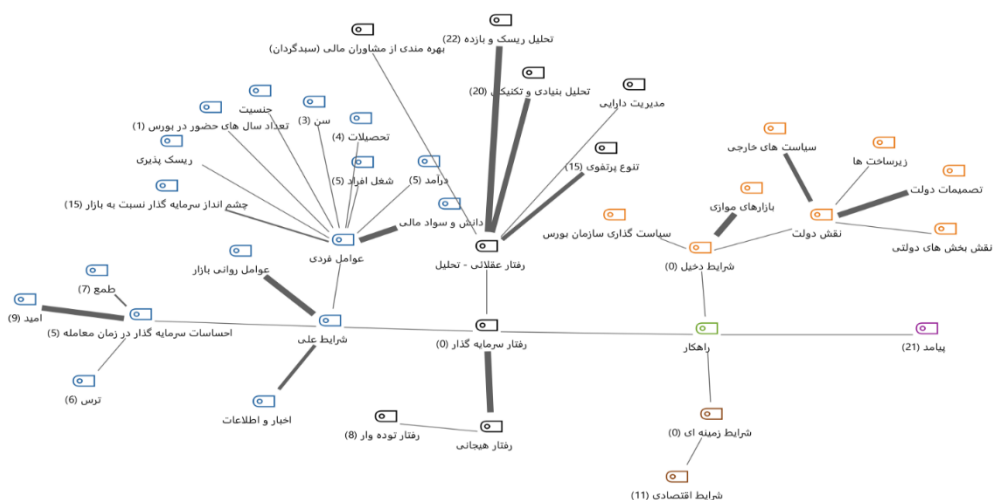
بخش رندوم: از دیدگاه سرمایه‌گذاران رندوم نیز راهکارهای متعددی ارائه شده است اغلب بر کنترل رفتارهای هیجانی تمرکز داشته است.

پیامدها: نتایجی که در اثر راهبردها پدیدار می‌شود (دانایی فرد و امامی، ۱۳۸۶).

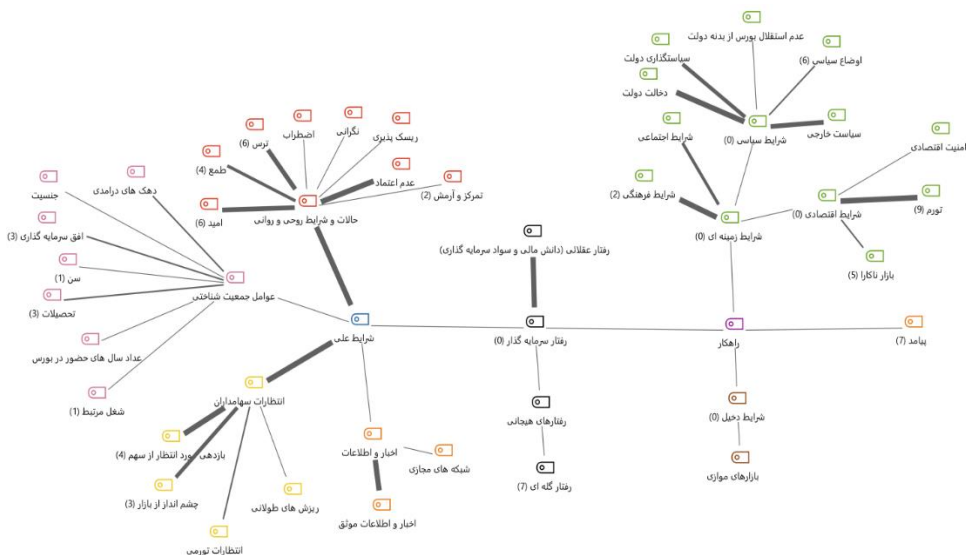
اغلب پیامدهای ذکر شده از سوی مصاحبه شونده‌ها بر خروج سرمایه از بورس، تورم در بازارهای موازی و بی‌اعتمادی سرمایه گذران، بالاخص سرمایه گذاران با دانش و سواد سرمایه گذاری اندک، تاکید دارد.

### گام سوم - کدگذاری انتخابی:

در ادامه، مقوله‌های عمده در قالب یک مدل پارادیمی (مدل زمینه‌ای) حول مقوله هسته به یکدیگر ارتباط داده می‌شوند. در واقع، مدل ترسیم شده به توصیف صوری مقوله‌ی و تحلیل و تبیین آن می‌پردازد.



شکل ۲. مدل نهایی همراه با کدها در بخش مومنتوم



شکل ۳. مدل نهایی همراه با کدها در بخش رندوم

## وزن و اهمیت مقولات استخراج شده نهایی

### بخش مومنتوم

نتایج حاصل نشان داده است که مقوله محوری مدل، رفتار سرمایه‌گذارانی است که همواره سهامی خریداری می‌کنند که در گذشته بالاترین بازدهی را داشته و سهامی را می‌فروشند که در گذشته پایین‌ترین بازدهی را کسب نموده است. یک آستانه عمل را برای ارزیابی حرکت‌های اخیر قیمتی در نظر می‌گیرند و بر آن اساس تصمیم به خرید، فروش و یا انجام هیچ اقدامی (غیرفعال) می‌نمایند. رفتار این گونه سرمایه‌گذاران، به دو دسته کلی تقسیم می‌شود:

- رفتار هیجانی (۲۵)

- رفتار عقلانی - مبتنی بر تحلیل (۶۷)

همانطور که مشاهده می‌شود، وزن بخش رفتار عقلانی بیشتر است و شامل ابعاد زیر می‌شود:

تحلیل ریسک - بازده (۲۲)؛ تحلیل بنیادی و تکنیکال (۲۰)؛ تنوع پرتفوی (۱۵)؛ بهرمندی از مشاوران مالی (سیدگردان) (۵)؛ مدیریت سرمایه (۵).

در حالیکه در رفتار هیجانی، اغلب بر رفتار توده وار و هیجانات زودگذر (۲۵) تاکید شده است.

عوامل موثر بر رفتار این گروه از افراد در ۴ گروه جای می‌گیرد. مهمترین آن، عوامل فردی هست که شامل ابعاد زیر و با وزن‌های مختلف می‌باشد:

دانش و سواد مالی (۴۱)؛ چشم انداز سرمایه‌گذار (۱۵)؛ شغل (۵)؛ درآمد (۵)؛ ریسک‌پذیری (۵)؛ تحصیلات

(۴)؛ سن (۳)؛ جنسیت (۲)؛ تعداد سال‌های حضور در بورس (۱).

دومین عامل موثر بر رفتار سرمایه‌گذاران مومنتوم، عوامل روانی بازار است و دارای وزن ۲۸ می‌باشد.

سومین عامل احساسات سرمایه‌گذار در زمان معامله است که شامل ابعاد زیر و با وزن‌های مختلف می‌باشد:

ترس (۶)؛ امید (۹)؛ طمع (۷).

همچنین از دیدگاه سرمایه‌گذاران مومنتوم، گاهاً عواملی مختلفی بر رفتار آن‌ها دخیل بوده است که شامل

ابعاد زیر و با وزن‌های مختلف می‌باشد:

نقش دولت (۶۸)؛ بازارهای موازی (۲۸)؛ سیاست‌های سازمان بورس (۴).

همانطور که مشاهده می‌گردد، مهم‌ترین آنها، تصمیمات، سیاست‌گذاری‌ها و دخالت دولت است. همچنین نوسانات قیمت در بازارهای موازی یعنی بازار ارز، طلا، مسکن و حتی نفت می‌تواند، تصمیمات مالی آنها را تعدیل کند.

از دیدگاه سرمایه‌گذاران مومنتوم، همواره عوامل زمینه‌ای در کشور و در طول فعالیت‌شان در بازار سهام وجود داشته که رفتار آنها را تحت تأثیر قرار می‌دهند. از بین عوامل مختلف مهم‌ترین آن شرایط اقتصادی حاکم (۲۶) می‌باشد.

در نهایت راهکارهایی برای بهبود رفتار جمعی سرمایه‌گذاران ارائه شد و پیامدهای آنها تبیین گردید.

## بخش رندوم

نتایج حاصل نشان داده است که مقوله محوری مدل، رفتار سرمایه‌گذارانی است که معتقد هستند حرکت گذشته یا روند قیمت سهام یا بازار نمی‌تواند برای پیش بینی حرکت آینده آن استفاده شود. از این رو همیشه به طور تصادفی معاملات را انجام می‌دهند. رفتار این گونه سرمایه‌گذاران، به دو دسته کلی تقسیم می‌شود:

- رفتار هیجانی (۱۷)

- رفتار عقلانی - دانش مالی و سواد سرمایه‌گذاری (۳۳)

در این بخش تنها بعد رفتار عقلانی، تنوع پرتغوی است. و به تحلیل‌های مختلف مالی و مدیریت سرمایه اشاره ای نشده است.

عوامل موثر یا شرایط علی بر رفتار این گروه از سرمایه‌گذاران در ۴ گروه جای می‌گیرد. مهم‌ترین آن، حالات و شرایط روحی و روانی با وزن ۲۹ هست که شامل ابعاد زیر و با وزن‌های مختلف می‌باشد:

ریسک‌پذیری (۱)؛ طمع (۴)؛ امید (۶)؛ عدم اعتماد (۷)؛ اضطراب (۱)؛ ترس (۶)؛ نگرانی (۱)؛ تمرکز و آرامش (۲). دومین عامل موثر بر رفتار سرمایه‌گذاران رندوم، اخبار اطلاعات است و دارای وزن ۱۷ می‌باشد. از نظر این گروه از سرمایه‌گذاران، اخبار اطلاعات دریافتی از دو مسیر بوده است: اخبار و اطلاعات موثق (۱۳) و شبکه‌های مجازی (۴).

سومین فاکتور، عوامل جمعیت‌شناختی است که شامل ابعاد زیر و با وزن‌های مختلف می‌باشد. از این میان درآمد افراد و ضرورت پول وارد شده به بازار سهام اهمیت نسبی بالاتری دارد: تعداد سال‌های حضور در بورس (۱)؛ شغل (۱)؛ تحصیلات (۳)؛ سن (۱)؛ دهک‌ها درآمدی (۴)؛ جنسیت (۱) و افق سرمایه‌گذاری (۳).

همچنین از دیدگاه سرمایه‌گذاران رندوم، گاهی عواملی مختلفی بر رفتار آنها دخیل بوده است. مهم‌ترین عامل نوسانات قیمت در بازارهای نوسانات قیمت در بازارهای موازی یعنی بازار ارز، طلا و مسکن بوده است.

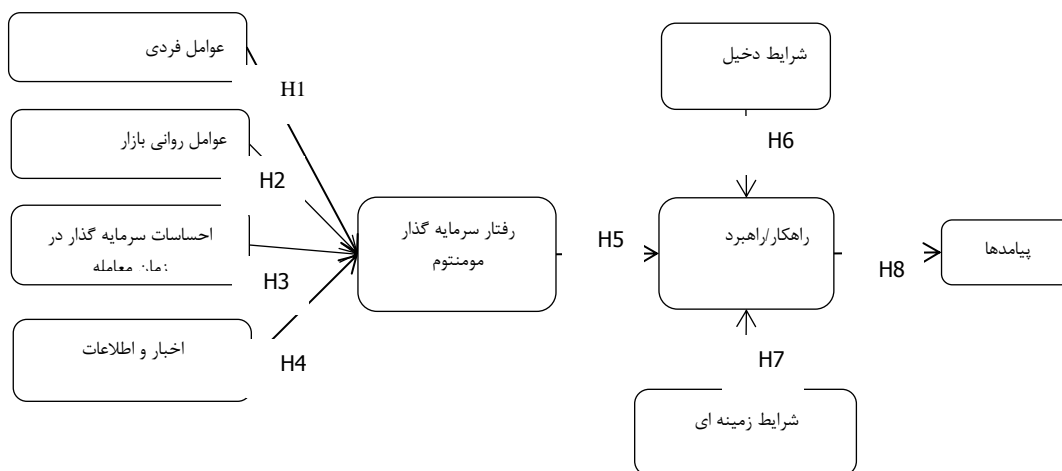
از دیدگاه سرمایه‌گذاران رندوم، همواره شرایط سیاسی، اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی کشور در طول فعالیت‌شان در بازار سهام بر رفتار آنها تاثیر گذار بوده است. از این میان عوامل سیاسی با وزن ۳۷، بیشترین اهمیت را داشته است: سیاست خارجی (۹)؛ سیاست‌گذاری دولت (۱۸) و عدم استقلال بورس از بدنه دولت (۴).

پس از عوامل سیاسی، عوامل اقتصادی نیز نقش بسزائی دارد که شامل ابعاد زیر و با وزن‌های مختلف می‌باشد: تورم (۹)؛ امنیت اقتصادی (۳) و بازار ناکارا (۵).

در نهایت راهکارهایی برای بهبود رفتار جمعی سرمایه‌گذاران ارائه شد و پیامدهای آنها تبیین گردید.

## مدل رفتاری سرمایه‌گذاران مومنتوم

متغیر مذکور شناسائی شده در مدل مومنتوم در قالب مدل مفهومی در شکل (۴) نمایش داده شده است.

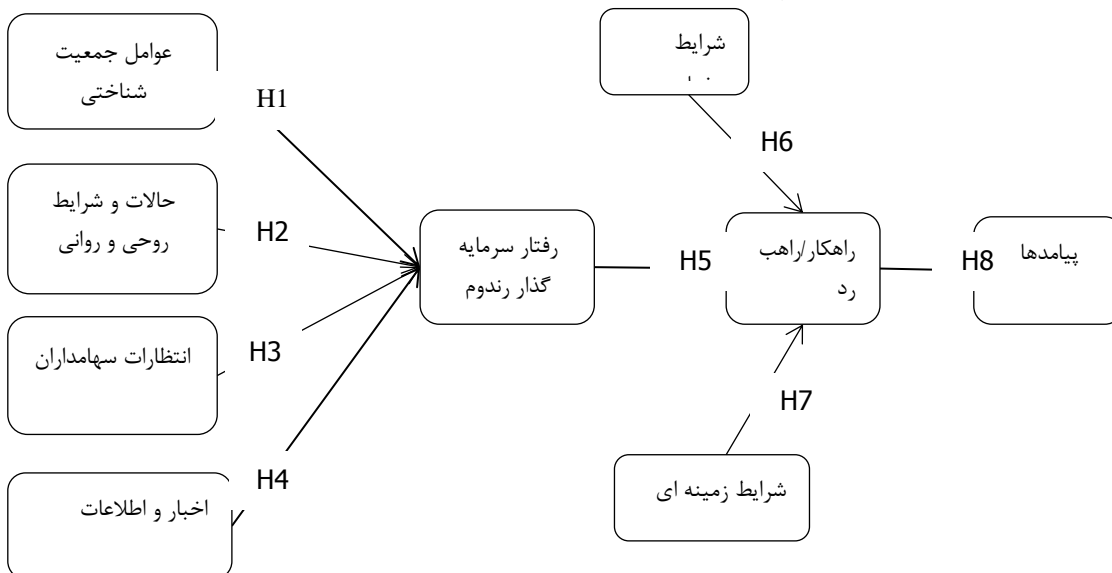


شکل ۴. مدل رفتار سرمایه گذاران مومنتوم در بورس اوراق بهادار

#### مدل رفتاری سرمایه گذاران رندوم

متغیر مذکور شناسائی شده در مدل رندوم در قالب مدل مفهومی در شکل (۵) نمایش داده شده است.

شکل ۵. مدل رفتار سرمایه گذاران رندوم در بورس اوراق بهادار



### بحث و نتیجه‌گیری

گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به حالت ذهنی سرمایه‌گذاران اشاره دارد. گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذار به عنوان عاملی مهم معرفی شد که می‌تواند رفتار بازارهای مالی را تحت تأثیر قرار دهد. در واقع علاوه بر اطلاعات بیرونی، عوامل روانشناختی انسان‌ها عامل مهمی در تصمیم‌گیری می‌باشد. بخش عمده‌ای از تئوری‌های مالی و اقتصادی بر این مفهوم استوار است که افراد عقلایی رفتار می‌کنند و در فرآیند تصمیم‌گیری، اطلاعات را در یک چارچوب منطقی مورد استفاده قرار می‌دهند، در صورتی که شواهد فراوانی به دست آمده که بیانگر رفتار غیرعقلایی و تکرار خطا در ارزیابی و قضاوت انسان است. برای مثال افراد برای کاهش پیچیدگی در مدل‌های تصمیم‌گیری ذهنی‌شان از تعدادی استراتژی مشخص استفاده می‌کنند. آنها تعدادی از تصمیمات فرعی و اقلام اطلاعاتی را که به طور متقارن یا همزمان به کار می‌برند، محدود می‌کنند.

نتایج حاصل از کدگذاری مصاحبه‌های انجام شده از سرمایه‌گذاران مومنتوم نشان داده است که رفتار این گروه سرمایه‌گذاران اغلب مبتنی بر تحلیل ریسک- بازده و تحلیل‌های بنیادی و تکنیکال بوده است. گاهی از مشاوران مالی (سیدگردان‌ها) مشورت می‌گیرند و همچنین به مدیریت سرمایه اهمیت می‌دهند و تنوع پرتفوی را نیز در نظر می‌گیرند. اگرچه گاهی دچار رفتارهای هیجانی مانند رفتار توده وار می‌شوند، ولی این رفتار غالب نیست و عمدتاً سعی می‌کنند، رفتار عقلایی داشته باشند. در حالیکه سرمایه‌گذاران رندوم کمتر از تحلیل‌های مذکور بهره می‌برند و دانش مالی و سواد سرمایه‌گذاری را مهم تلقی می‌نمایند. این گروه بیشتر دچار رفتارهای هیجانی بالاخص رفتار توده‌ای یا گله‌ای می‌شوند.

از دیدگاه سرمایه‌گذاران مومنتوم، بیشترین عواملی که به طور مستقیم بر رفتار آنها تأثیر می‌گذارد، عوامل فردی بالاخص دانش و سواد مالی و نیز چشم انداز آنها نسبت به بازار سهام است. هم‌چنین جو روانی بازار روی این گروه از سرمایه‌گذاران تأثیری زیادی دارد، پس از آن اخبار و اطلاعات موثق حائز اهمیت است. سرمایه‌گذاران مومنتوم اشاره‌ای به اخبار صفحات مجازی نداشته‌اند. در حالیکه سرمایه‌گذاران رندوم این نوع از اخبار و اطلاعات را مدنظر قرار می‌دهند. در آخر سه نوع احساس یعنی ترس، امید و طمع بر رفتار سرمایه‌گذاران مومنتوم موثر است. از دیدگاه سرمایه‌گذاران رندوم، حالات و شرایط روحی و روانی تأثیر چشمگیری بر تصمیم‌گیری مالی آنها در بازار سهام داشته است. انواع احساساتی که بر آنها غالب بوده بیش از سرمایه‌گذاران مومنتوم است. حالاتی مانند ریسک، طمع، امید، عدم اعتماد، اضطراب، ترس، نگرانی، تمرکز و آرامش. از دیگر عوامل موثر بر رفتار سرمایه‌گذاران رندوم، ویژگی‌های دموگرافیک بوده است. مانند میزان ضرورت پول وارد شده در بورس و درآمد آنها، تحصیلات، افق سرمایه‌گذار، تعداد سال‌های حضور در بورس، جنسیت و سن.

انتظارات سهامداران رندوم نسبت به سرمایه‌گذاران مومنتوم وسیع‌تر است. علاوه بر چشم اندازشان نسبت به بازار، عوامل دیگری مانند بازدهی انتظار سهم، ریزش‌های طولانی و انتظارات تورمی را مدنظر قرار می‌دهند. همچنین همان‌طور که اشاره شد، سرمایه‌گذاران رندوم علاوه بر اخبار و اطلاعات موثق، نقش شبکه‌های مجازی و یا اخبار و اطلاعات غیرموثق را نیز مهم تلقی نموده‌اند. در حالیکه سرمایه‌گذاران مومنتوم به اخبار و اطلاعات صفحات مجازی اشاره نکرده‌اند. از دیدگاه هر دو گروه از سرمایه‌گذاران بازارهای موازی مانند بازار ارز، طلا، ملک



و حتی نفت نقش مداخله‌گری دارد و همواره نوسانات قیمت در بازارهای موازی را مدنظر قرار داده اند. سرمایه گذاران مومنتوم عوامل دیگری مانند سیاست‌های خارجی (مسئله برجام و تحریم‌ها)، دخالت‌های دولت و سیاست‌های سازمان بورس را در تصمیم‌های خود مدنظر قرار داده‌اند. در حالیکه سیاستگذاران رندوم شرایط اقتصادی و شرایط اقتصادی بالاخص تورم را به عنوان شرایط حاکم بر کشور در نظر گرفته‌اند. البته تا حدودی شرایط اجتماعی و فرهنگی را موثر می‌دانند. در نهایت راهکارهایی برای بهبود رفتار جمعی سرمایه‌گذاران ارائه شد و پیامدهای آنها تبیین گردید.

مغز انسان طی میلیون‌ها سال برای زنده ماندن در محیط‌های طبیعی (و نه در بازارهای مالی) تکامل یافته است، نباید جای تعجب داشته باشد که انسان‌ها اغلب با تصمیمات مالی در تنازع هستند. از آنجا که بازارهای مالی با طبیعت بسیار متفاوت هستند، لذا ذهن بسیاری از سرمایه‌گذاران دچار توهم شناختی می‌شود، بنابراین پیشنهاد می‌شود سیاستگذاران بورس اوراق بهادار و اقتصاد کشور از روش‌های تصمیم‌گیری و چگونگی رفتارهای سرمایه‌گذاران اطلاع حاصل کنند، همچنین از طریق اصلاح سیاست‌ها و تصمیمات و هم با توسعه فرهنگی و آموزش می‌توانند از نوسان‌های شدید قیمت‌ها و حجم معاملات در بورس اوراق بهادار بکاهند و بورس تهران را به کارایی نزدیکتر سازند.

#### فهرست منابع

- \* اسلامی بیدگلی، غلامرضا، شهریاری، سارا (۱۳۸۶). " بررسی و آزمون رفتاری توده وار سرمایه گذاران با استفاده از انحرافات بازده سهام از بازده کل بازار در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، پاییز ۱۳۸۶، شماره ۴۹، صص ۴۴-۲۵
- \* براری، شیروان، طالب نیا، وکیلی فرد، ایزدی، (۱۳۹۹). "مدل سازی رفتار سرمایه گذاران با استفاده از متغیرهای روانشناختی با رویکرد مدلسازی ساختاری تفسیری به منظور شناخت خطاهای تصمیم‌گیری در سرمایه گذاری"، فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، مهر ۱۳۹۹، شماره ۴۴، صص ۱۳۵۳-۱۳۳.
- \* دانایی فرد، حسن، امامی، (۱۳۸۶). " استراتژی‌های پژوهش کیفی: تأملی بر نظری هپردازی داده بنیاد"، اندیشه مدیریت، مهر ۱۳۸۶، شماره دوم، صص ۹۷-۶۹.
- \* رهنمای رودپشتی، فریدون، شیرازیان، (۱۳۹۳). " تاثیر سرمایه گذاران مومنتوم بر رفتار بازار سهام بر اساس مدل شبیه سازی عامل بنیان"، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، بهار ۱۳۹۳، شماره هجدهم، صص ۱۶-۱.
- \* زنجیردار، مجید، خدام، (۱۳۹۶). " بررسی مقایسه ای عامل زمان؛ در تاثیر استراتژی مومنتوم"، دومین کنفرانس بین المللی انسجام مدیریت و اقتصاد در توسعه، سال ۱۳۹۶
- \* سروش یار، افسانه، علی احمدی، (۱۳۹۵). " بررسی نقش مومنتوم و احساسات سرمایه گذاران بر رفتار توده وار در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، تابستان ۱۳۹۵، شماره هجدهم، صص ۱۴۷-۱۵۹

- \* فرهادی، روح اله، آخوندی، مهرآور، (۱۳۹۸)، "توضیح رابطه رفتار جمعی و مومنتوم با بازدهی سهام: شواهدی از بازار سرمایه ایران"، دانشگاه شهید بهشتی، نشریه چشم انداز مدیریت مالی، مرداد ۱۳۹۸، شماره ۲۶، صص ۱۴۵-۱۲۱
- \* قلیزاده، علیرضا (۱۳۹۸). "طراحی سیستم هشدار سریع وقوع بحران مالی در بورس اوراق بهادار تهران"، رساله دکترا، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی، دانشکده مدیریت، گروه مدیریت مالی.
- \* موسوی شیری، محمود، صالحی، شاکری، بخشیان، (۱۳۹۴)، "سودآوری استراتژی مومنتوم و تاثیر حجم معاملات سهام بر آن در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله مهندسی مالی و بورس اوراق بهادار، زمستان ۱۳۹۴، شماره بیست و پنجم، صص ۱۰۷-۱۲۳
- \* Aboody, D., Even-Tov, O., Lehavy, R., Trueman, B. (2018). "Overnight returns and firm-specific investor sentiment", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 53(2), 485-505.
- \* Agnello, L., & Sousa, R. M. (2012). "How do banking crises impact on income inequality?" *Applied Economics Letters*, 19(15), 1425-1429.
- \* Ahmed, B. (2019). "The effect of investor sentiment on market reactions to financial earnings restatements: Lessons from the United States", *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, PII: S2214-6350(19)30069-3
- \* Corbin, J. M. & Strauss, A. L. (2015). "Basics of qualitative research: Techniques and procedures for developing grounded theory", Sage Publications.
- \* Creswell JW, Clark VL.(2007)."Designing and conducting mixed methods research", Thousand Oaks, CA: Sage.
- \* Creswell, J. W. & Creswell, J. D. (2018). "Research Design: Quantitative and Mixed Methods Approaches", SAGE Publications, 225-233.
- \* Dua, P., Tuteja, D. (2016). "Financial crises and dynamic linkages across international stock and currency markets". *Economic Modelling* 59 249–261.
- \* Eichel, R. (2021). "Momentum in real economy and industry stock returns", *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2021.100576>, 1-11.
- \* Huang, D., Li, J., Wang, L., Zhou, G.(2020). "Time series momentum: is it there?" , *J.financ. econ.* 135 (3), 774–794.
- \* Liu, X., Zhuang, Y. and Li, J. (2020). "A Model for Evolution of Investors Behavior in Stock Market Based on Reinforcement Learning in Network, volume 2020", Article ID 3561538, 1-13.
- \* Mahmood, T., Muhammad Ayyub, R., Imran, M., Naeem, S., Wasim Abbas, S. (2020). "The Behavioral Analysis and Financial Performance of Individual Investors at Pakistan Stock Exchange", *International Journal of Economics and Financial Issues*, <https://doi.org/10.32479/ijefi.10112>
- \* Neaime, S (2016). "Financial crises and contagion vulnerability of MENA stock markets, *Emerging Markets Review*", Elsevier, vol. 27(C), pages 14-35.
- \* Papailias, F., Liu, J., Thomakos, D.D. (2021). "Return signal momentum", *Journal of Banking and Finance*, 124, 106063, 1-31.

- \* Sabir, S. A., Javed Shahbaz Alikhan, T., Zahid Javed, M. (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, No. 2.
- \* Silva, T. Ch. , Miranda Tabak ,B. and. Ferreira, I. M (2019). "Modeling Investor Behavior Using Machine Learning: Mean-Reversion and Momentum Trading Strategies", Volume 2019, Article ID 4325125, 1-14.
- \* Strauss, A., and Corbin, J. (2008). "Pesquisa qualitativa: Técnicas e procedimentos para o desenvolvimento de teoria fundamentada". (2 ed.). Porto Alegre: Artmed.
- \* Thomas , S., Goel, M., Agrawal, D. (2020). "A framework for analyzing financial behavior using machine learning classification of personality through handwriting analysis", . Journal of Behavioral and Experimental Finance 26 , 100315, 2214-6350/ 2020 Elsevier B.V. All rights reserved.
- \* Zhou, L., Yang, Ch. (2018). "Stochastic investor sentiment, crowdedness and deviation of asset prices from fundamentals", Economic Modelling, doi: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2018.10.008>. 1-35.

## **Modeling the financial behavior of momentum and random investors in crisis situations: Qualitative analysis based on grounded theory**

**Fatemeh Jafari**

PhD student of Financial engineering, Department of Management, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran  
fatemeh.jafari0067@gmail.com

**Reza Aghajan Nashtai**

Department of Business Management, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran  
(Corresponding Author)  
Nashtaei@iaurasht.ac.ir

**Mohammad Hassan Gholizadeh**

Department of Management, Rasht Branch, University of Guilan, Rasht, Iran  
gholizadeh@guilan.ac.ir

### **Abstract**

The main purpose of this study is to provide a model to explain the financial behavior of momentum and random investors. The research was conducted qualitatively with grounded theory technique. Data were collected through semi-structured interviews. The statistical population of the current research is active investors in the stock exchange in the period from ۱۳۹۹ to ۱۴۰۱. In this regard, 16 interviews with momentum investors and 8 interviews with random investors were conducted according to the research topic. Then, based on the systematic approach of Strauss and Corbin's theories, in three main steps of open coding, axial coding and selective coding, the financial behavior model of momentum and random investors was presented. The results of coding interviews with momentum investors have shown that the behavior of this group of investors has often been based on risk-return analysis and fundamental and technical analysis. Financial advisors are sometimes consulted, focusing on capital management and portfolio diversity. Although they sometimes engage in emotional behaviors, these behaviors are not predominant and they mostly try to behave rationally. While random investors, on the other hand, benefit less from these analyzes and consider only financial knowledge and investment literacy important. This group is more prone to emotional behaviors, especially mass behaviors.

**Keywords:** Financial Behavior, Momentum Investment, Random Investment, financial crisis, Grounded Theory