



Identifying and Prioritizing Effective Factors on the Risk-taking Capacity of Investors with Futures Studies Approach

Seyed Najibollah Shanaei

Department of Accounting, Sari Branch, Islamic Azad University, Sari, Iran.

Ali Zabihi (Corresponding Author)

Department of Accounting, Sari Branch, Islamic Azad University, Sari, Iran.

azabihi95@ymail.com

Mohammadreza Shorvarzi

Department of Accounting, Neyshabur Branch, Islamic Azad University, Neyshabur, Iran.

Article Info

Article type:

Research Article

Article history:

Received: 28 Nov 2023

Accepted: 26 May 2024

Keywords:

Risk-Taking Capacity,
Futures Studies,
Personal Futures
Studies, MICMAC.

Abstract

Each investor's awareness of their risk-taking capacity in the capital market is one of the most important steps in choosing the best investment method. To start a successful investment, the best approach is for investors, in addition to financial literacy and investment knowledge, to have sufficient information about their psychological and personality characteristics as an investor in the capital market. These dimensions together, explain the risk-taking capacity of investors. The current research, with a futures studies approach, identifies the most important factors affecting the risk-taking capacity of investors and examines the extent and manner of their influence on each other. This research is applied in terms of purpose, and in terms of method, it is a combination of documentary and survey methods, and in terms of nature, it is based on the new methods of futures studies, analysis and exploration, which was carried out by using a combination of quantitative and qualitative models. In order to collect data in the qualitative part, semi-structured interviews were used. The interviewees were experts in the field of capital market and were selected purposefully. In the second stage, quantitative data was collected and analyzed by examining the sources and background of the research and categorized into 29 categories. The analysis of the MICMAC results shows that among the 29 extracted factors, four categories of Micro and Macro economics conditions, Investor's experience, Personal futures studies, and the investor's knowledge condition were determined as the factors with the most direct and indirect effects, respectively. Also, seven categories of Micro and Macro economics conditions, demographic factors, investor's knowledge conditions, investor's experience, investor's cultural conditions, Social individual factors and political conditions were introduced as key drivers in determining the risk-taking capacity of investors.



شناسایی و تحلیل پیشران‌های کلیدی موثر بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی

با رویکرد آینده‌پژوهی

سید نجیب ا... شنائی

گروه حسابداری، واحد ساری، دانشگاه آزاد اسلامی، ساری، ایران.

علی ذبیحی (نویسنده مسئول)

گروه حسابداری، واحد ساری، دانشگاه آزاد اسلامی، ساری، ایران.

azabihi95@ymail.com

محمد رضا شورورزی

گروه حسابداری، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران.

اطلاعات مقاله	چکیده
نوع مقاله: پژوهشی	آگاهی هر سرمایه‌گذار حقیقی از ظرفیت ریسک‌پذیری خود در بازار سرمایه، یکی از مهم‌ترین گام‌های انتخاب بهترین روش سرمایه‌گذاری است. برای شروع یک سرمایه‌گذاری موفق، بهترین رویکرد این است که سرمایه‌گذاران علاوه بر آگاهی از سواد مالی و دانش سرمایه‌گذاری، نسبت به ویژگی‌های روان‌شناختی و شخصیتی خود نیز به‌عنوان یک سرمایه‌گذار در بازار سرمایه اطلاعات کافی داشته باشند. این ابعاد در کنار یکدیگر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران را تبیین می‌کند. پژوهش حاضر با رویکرد آینده‌پژوهی، به شناسایی مهم‌ترین عوامل موثر بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران و بررسی میزان و چگونگی تاثیرگذاری آنان بر یکدیگر می‌پردازد. این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از نظر روش، ترکیبی از روش‌های اسنادی و پیمایشی و از نظر ماهیت، بر اساس روش‌های جدید علم آینده‌پژوهی، تحلیل و اکتشافی است که با به‌کارگیری ترکیبی از مدل‌های کمی و کیفی انجام گرفته است. به‌منظور گردآوری داده‌ها در بخش کیفی، از مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته استفاده شد که مصاحبه‌شوندگان از افراد خبره در حوزه بازار سرمایه بوده و به‌صورت هدفمند انتخاب شدند در مرحله دوم داده‌های کمی گردآوری و با بررسی منابع و پیشینه تحقیق مورد تحلیل و در ۲۹ مقوله دسته‌بندی شد. تحلیل نتایج میک‌مک نشان می‌دهد که بین ۲۹ عامل استخراج شده، چهار مقوله‌ی شرایط اقتصاد خرد و کلان، تجربه فرد سرمایه‌گذار، دانش سرمایه‌گذار، تجربه فرد سرمایه‌گذار، شرایط به‌عنوان عوامل با بیشترین اثرگذاری مستقیم و اثرگذاری غیرمستقیم تعیین شدند. همچنین هفت مقوله‌ی شرایط فرهنگ سرمایه‌گذار، عوامل فردی-اجتماعی و شرایط سیاسی بیشترین خالص اثرگذاری مستقیم و غیرمستقیم را بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران داشتند و به‌عنوان پیشران‌های کلیدی در تعیین ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه معرفی شدند.
تاریخچه مقاله: تاریخ دریافت: ۷ آذر ماه ۱۴۰۲ تاریخ پذیرش: ۶ خرداد ماه ۱۴۰۳	
واژگان کلیدی: ظرفیت ریسک‌پذیری، آینده‌پژوهی، آینده‌پژوهی فردی، سرمایه‌گذار حقیقی، میک‌مک.	



۱. مقدمه

بازار سرمایه یکی از ارکان اصلی اقتصاد در هر کشوری محسوب می‌شود. شناخت و آگاهی سرمایه‌گذاران از ظرفیت ریسک‌پذیری‌شان از مهم‌ترین و بزرگ‌ترین مسائل مطرح در خصوص بازار سرمایه به حساب می‌آید که سرمایه‌گذاران با شناخت از ظرفیت ریسک‌پذیری یا ریسک-گریزی‌شان می‌توانند بهترین و مطلوب‌ترین استراتژی سرمایه‌گذاری را انتخاب نمایند. انتخاب سرمایه‌گذاری، تخصیص منابع پولی، قیمت و بازدهی، تابعی از رفتار سرمایه‌گذاران است. نمونه‌های رفتاری، نظریه‌های کلاسیک اقتصادی و مالی را با نظریه‌های روانشناسی ادغام کرده و با دیدگاهی وسیع‌تر، وقایع بازار سرمایه را توضیح می‌دهد. روان‌شناسی مالی در واقع در مقابل پارادایم رفتارهای منطقی سرمایه‌گذاران مطرح شده که بر اساس و بنیان همه مدل‌های مالی ارائه شده است. پیش از مطرح شدن مالی رفتاری در مدیریت مالی و اقتصاد، رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه بر مبنای نظریه مطلوبیت اقتصادی تفسیر می‌شد، در حالی که بررسی‌ها و پژوهش‌های متعدد مالی در زمینه‌ی مالی رفتاری، میزان اهمیت عوامل روان‌شناختی را مشخص کرد. مالی رفتاری به تاثیر ویژگی‌های روان‌شناختی و شخصیتی افراد در چگونگی گردآوری، تعبیر و پردازش اطلاعات پرداخته و مسائلی که باعث بروز رفتار غیرعقلایی می‌شود و نحوه تصمیمات افراد را تحت تاثیر قرار می‌دهد را بیان می‌کند. نتایج تحقیقات انجام شده در حوزه‌ی تأمین مالی بر اساس رویکرد رفتاری، حاکی از آن است که ممکن است سرمایه‌گذاران، غیرمنطقی باشند؛ در نتیجه، سوگیری شناختی یا عوامل روانی سرمایه‌گذاران، می‌تواند بر روی تصمیمات آنان، تأثیرگذار باشد. بنابراین، نوسان قیمت سهام، نه تنها به ارزش ذاتی نشان داده شده توسط اطلاعات حسابداری وابسته است، بلکه بر رفتار غیرمنطقی سرمایه‌گذاران نیز متکی است. بنابراین، ویژگی‌های جمعیت‌شناختی، روان‌شناختی و رفتاری افراد، هوش هیجانی، عوامل فردی-اجتماعی از یک سو و نیز دانش، سواد مالی، تجربه و توانایی تحلیل همه جوانب سرمایه‌گذاری از سوی دیگر، دو مقوله‌ی مهم در تصمیم‌های خرید بوده و با توجه به پیشرفت‌های اخیر در بورس اوراق بهادار، باید تمامی این عوامل درونی و بیرونی به صورتی ظریف و ریزبینانه مورد بررسی قرار گیرند، چراکه توجه به

مجموعه این عوامل و ویژگی‌ها در کنار هم، ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سرمایه را تبیین می‌کند.

بنابراین، نتایج پژوهش‌های متعدد گواه این مدعا است که وجود سوگیری‌های رفتاری گوناگون در فرایند تصمیم‌گیری و انتخاب سهام، ظرفیت ریسک‌پذیری و ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران را تحت تاثیر قرار می‌دهد و ما پیش‌بینی می‌کنیم که آینده‌پژوهی فردی یکی از ویژگی‌های حال حاضر علم مدیریت است که می‌تواند ریسک سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه را به‌درستی مدیریت نماید. مطالعه‌ی آینده و تلاش برای پیش‌بینی آینده روندهای موجود و ویژگی روندها و پدیده‌های نوظهور از ویژگی‌های اصلی برنامه‌ریزی استراتژیک است که با استفاده از علم آینده‌پژوهی تحقق می‌یابد. از مهم‌ترین عناصر تشکیل‌دهنده برنامه‌های استراتژیک، توجه به آینده‌نگری و تدوین طرح‌ها و برنامه‌ها بر اساس شرایط آتی است که برای سرمایه‌گذاران بازار سرمایه مهم تلقی می‌شود. در دنیای امروز که پر از تغییرات سریع و ریزودرشت است، سرمایه‌گذاران و کسب‌وکارها نیز نمی‌توانند فقط بر اساس تجارب گذشته تصمیم بگیرند بلکه برای موفقیت در این بازار رقابتی باید به آینده نیز توجه کنند و از فرصت‌ها و چالش‌های آن آگاهی داشته باشند. آینده‌پژوهی، تفکر و برنامه‌ریزی راهبردی، می‌تواند به افراد و کسب‌وکارها کمک کند تا با استفاده از روش‌ها و ابزارهای مختلف، چشم‌اندازهای استراتژیکی برای توسعه آینده‌ی خود تدوین کنند. به اعتقاد ادوارد کورنیش (۱۳۹۴) آینده‌پژوهی به معنای نگاه به جلو، مهارتی قابل یادگیری است و تقریباً بیش از هر مهارت دیگری می‌تواند برای ما مفید باشد. این علم ما را قادر می‌سازد خطرها و فرصت‌هایی را که در آینده با آن مواجه خواهیم شد، پیش‌بینی کنیم و به ما فرصت می‌دهد پیش از آن‌که به دردسر بیفتیم، تصمیم بگیریم و چاره‌ای بیندیشیم. آینده‌پژوهی به ما کمک می‌کند هدف‌های ارزشمند، دست‌یافتنی و بلندمدتی را برای خود برگزینیم و راهبردهای منطقی تحقق آن‌ها را در ذهن خود پیروانیم.

بنابراین، تئوری‌های مختلفی در خصوص عوامل تاثیرگذار بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌-گذاران وجود دارد. گروهی از پژوهش‌گران متغیرهای زمینه‌ای مانند جنسیت، سن، سطح تحصیلات، وضعیت اشتغال، سطح درآمد افراد را تاثیرگذار بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران می‌دانند و گروهی دیگر بر ویژگی‌های شخصیتی مانند نوع تیپ شخصیتی، ویژگی‌های

روان‌شناختی و هوش هیجانی تاکید داشته و اعتقاد دارند ریسک‌پذیری بخشی از شخصیت افراد است؛ اما گروه سوم عامل دیگری مانند تجربه، دانش و سواد مالی فرد سرمایه‌گذار، آشنایی کامل با مبانی و اصول و قوانین بازار سرمایه، آشنایی با دانش معامله آنلین، توانایی تحلیل مسائل اقتصادی و توانایی شناخت بازار و پیش‌بینی رفتار سرمایه‌گذاران را تاثیرگذار بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران می‌دانند. افزون بر سه دسته عوامل یادشده به نظر می‌رسد بین رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه و آینده‌پژوهی فردی نیز ارتباطی وجود دارد که هم‌راستا با حقیقتی کلی‌تر با عنوان «شکل بخشیدن به آینده» است؛ زیرا آینده‌نگری عنصر مخفی موفقیت است و آینده‌نگری به‌موقع و مناسب، ثروت به همراه دارد. این تفکر روبه‌جلو، می‌تواند در برنامه‌ریزی برای ازدواج و زندگی خانوادگی موفق، پس‌انداز پول برای رویدادهای غیرمنتظره، پیش‌قسط منزل و بازنشستگی، زندگی فرد را به‌طور کامل دستخوش تغییر نماید؛ بنابراین داشتن روحیه آینده‌نگری، درک مفاهیم آینده و استفاده از ابزارها و روش‌های آینده‌پژوهی به‌عنوان دانش و معرفتی است که چشم سرمایه‌گذاران را نسبت به رویدادها، فرصت‌ها و ریسک‌های احتمالی آینده باز نگه‌داشته و ابهامات آنان را کاهش و با تاثیرگذاری بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاران، توانایی انتخاب گزینه‌های هوشمندانه سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد.

این پژوهش از این حیث دارای اهمیت است که در سال‌های گذشته، بازار سرمایه به‌عنوان یکی از مهم‌ترین بازارهای مالی کشور تبدیل شده که ورود وجوه از سوی سهامداران خرد و جدید در این بازار بسیار افزایش یافته است. سرمایه‌گذاران جدید و بی‌تجربه در بازار سرمایه از طریق وجوه حاصل از دریافت وام‌های سنگین یا فروش دارایی‌های ثابت به امید کسب سودهای بالا در کوتاه‌مدت، اقدام به اتخاذ تصمیم‌های پر ریسکی نمودند؛ اغلب این افراد با رفتارهای هیجانی بدون داشتن دانش سرمایه‌گذاری و سواد مالی و همچنین عدم تعیین استراتژی مناسب از یک‌سو و عدم آگاهی آنان نسبت به ویژگی‌های روان‌شناختی و هوش هیجانی و سایر عوامل فردی اجتماعی از سوی دیگر، ریسک ورودشان به این بازار را افزایش داده و آنان را با ضرر و زیان‌های جبران‌ناپذیری مواجه نموده که در پی آن با بروز رفتارهای هیجانی و احساسی ناشی از تمایل به سفته‌بازی و احساس جاماندگی از بازار، پیامدهای منفی اجتماعی و اقتصادی بسیاری نیز به همراه داشته است.

ما در این پژوهش بر آن آمدم تا با بهره‌گیری از نظرت خبرگان در حوزه بازار سرمایه و نیز کارشناسان حوزه آینده‌پژوهی، عوامل مؤثر بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران - که منجر به اتخاذ تصمیم با سطوح ریسک‌پذیری و ریسک‌گریزی متفاوت، با توجه به ویژگی‌های منحصر به فرد می‌شود - را در بازار سرمایه ایران شناسایی و به سوالات زیر پاسخ دهیم:

- (۱) عوامل مؤثر بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران چیست؟
- (۲) پیشران‌های کلیدی مؤثر بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران چیست؟
- (۳) عواملی که بیشترین تاثیر مستقیم و غیرمستقیم بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران دارند، کدامند؟

۲. مبانی نظری

افراد برای سرمایه‌گذاری وجوه مازاد خود عوامل بسیار زیادی را مورد تجزیه و تحلیل قرار داده و با استفاده از ویژگی حسابداری ذهنی، اقدام به سرمایه‌گذاری در محل‌هایی می‌کنند که عواید حاصل از آن ریسک و بازده مدنظرشان را پوشش می‌دهد. نتایج پژوهش‌ها نشان می‌دهد که رفتار ریسک‌پذیر یا ریسک‌گریز سرمایه‌گذار حقیقی در بازار سرمایه توسط عوامل زیادی تعیین می‌شود. به اعتقاد داودی و همکاران (۲۰۲۲) این عوامل به دو دسته عوامل درونی و عوامل بیرونی تقسیم می‌شوند؛ شرایط اقتصادی، سیاسی، فرهنگی و مواردی چون تبلیغات از سوی رسانه‌ها، مسائل درون شرکتی و ... از جمله عوامل بیرونی و ویژگی‌های شخصیتی، تمایلات، احساسات و سایر ابعاد رفتاری به عنوان عوامل درونی تأثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی هستند. همچنین چانگ و همکاران (۲۰۰۹) استدلال کردند که عواملی مانند مدت‌زمان سرمایه‌گذاری، الگوی عملکردی سهامداران، بی‌ثباتی بازار و ظن و گمان در بازارهای سهام عوامل تعیین‌کننده رفتار سرمایه‌گذار در بازار سرمایه است و راناورا و کوشالا^۱ (۲۰۲۱) متغیر سواد مالی و متغیرهای روان‌شناختی مانند نگرش نسبت به ریسک را مؤثر بر رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی دانستند که این تأثیرگذاری با توجه به جنسیت، سابقه کار، طبقه و تحصیلات متفاوت است.

1 Ranaweera and Kawshala

از نظر جالوتا^۲ و همکاران (۲۰۱۷) اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری یک فرایندی پیچیده است که در این زمینه از تکنیک‌ها و ابزارهای مختلفی استفاده می‌شود. در تکنیک‌های مختلف برای مدیریت سبد سهام، سعی در کنترل ابهام، کاهش ریسک و افزایش بازده در بازار سرمایه است؛ بدین منظور سعی می‌شود که از معیارهای مناسب برای تصمیم‌گیری استفاده شود. فهیمی‌دوآب (۱۳۸۴) معتقد است سرمایه‌گذاران در بورس تلاش می‌کنند از میان طیف وسیعی از اوراق بهادار، آن‌هایی را انتخاب کنند که بازده مورد انتظار زیادی دارند. با این حال آن‌ها باید در این انتخاب ریسک را در نظر بگیرند. از این رو برای انتخاب اوراق بهادار ضروری است فرایند تصمیم‌گیری در اوراق بهادار شامل تجزیه و تحلیل اوراق بهادار و مدیریت پرتفوی طی گردد. ودیعی و شکوهی‌زاده (۱۳۹۱) معتقدند اولین مرحله از فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ارزشیابی و تجزیه و تحلیل اوراق بهادار به صورت جداگانه است و ارزشیابی اوراق بهادار را تابعی از خطرپذیری و بازده مورد انتظار آن‌ها می‌دانند. برای این کار ابتدا باید ویژگی‌های اوراق بهادار مختلف و عوامل تأثیرگذار بر آن‌ها را شناسایی سپس به برآورد و تخمین قیمت یا ارزش اوراق بهادار اقدام نمود؛ دومین مرحله در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار تشکیل پرتفوی است؛ بعد از اینکه اوراق بهادار مورد تحلیل و ارزیابی قرار گرفت، باید پرتفوی (ترکیب دارایی‌های سرمایه‌گذاری شده) انتخاب شود.

از نظر پژوهش‌گران مالی رفتاری، ویژگی‌های جمعیت‌شناختی، روان‌شناختی و رفتاری افراد در فرایند تصمیم‌گیری آنان تاثیر دارد. ظاهرا و بانسال^۳ (۲۰۱۸) دستیابی به سطح قابل‌توجهی از عقلانیت و درعین حال به حداکثر رساندن سود با حداقل ریسک را تا زمانی که سرمایه‌گذار قادر به درک سوگیری‌های روان‌شناختی ذاتی خود در فرایند تصمیم‌گیری نباشد، ممکن نمی‌دانند. اثر تمایلی، سوگیری رفتار توده‌وار و سوگیری اعتماد بیش‌ازحد چند مورد از تورش‌های رفتاری هستند. به نظر دانیل^۴ و همکاران (۱۹۹۸) سرمایه‌گذاران با سوگیری اعتماد بیش‌ازحد نسبت به سیگنال‌های اطلاعات خصوصی بیش‌ازحد واکنش نشان می‌دهند درحالی‌که اطلاعات در دسترس عموم را نادیده می‌گیرند. لین^۵ (۲۰۱۱) معتقدند در رفتار توده‌وار، فرد به جای تکیه بر حرکت قیمت

2 Jalota.

3 Zahera & Bansal.

4 Daniel.

5 Lin.

سهام از تصمیم دیگران پیروی می‌کند. این رفتار تصمیم را بر اساس برخی عوامل دیگر مانند شرایط بازار منعکس می‌کند. پوتریچ و ویرا^۶ (۲۰۱۸) سواد مالی را - که توانایی مدیریت مؤثر امور مالی برای اتخاذ تصمیمات مالی صحیح تعریف نموده‌اند - بر رفتار سرمایه‌گذاران تأثیرگذار می‌دانند. سونگ^۷ و همکاران (۲۰۲۲) معتقدند سواد به‌عنوان یک عامل تعیین‌کننده مهم تحمل ریسک مالی ممکن است فرصت‌هایی را برای گسترش تمایلات ریسک‌پذیری مالی ایجاد کند. همچنین آنان استدلال کردند که سواد مالی باورهای رفتاری فرد را ایجاد می‌کند که تغییر رفتار مالی را از طریق نگرش مثبت، یعنی تحمل ریسک مالی تسهیل می‌کند - رفتار مالی به «توانایی افراد برای مدیریت پس‌اندازها، مخارج، بدهی‌ها و سرمایه‌گذاری‌های خود» اشاره دارد - از نظر آنان، هوش هیجانی، ثبات عاطفی را فراهم می‌کند که ممکن است سرمایه‌گذاران حقیقی را در برابر استرسی که بیشتر در گرفتن یک وضعیت مالی تجربه می‌شود محافظت کند. موسوندی^۸ (۲۰۱۴) عوامل آموزش، سن، جنسیت و تجربه را بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری مؤثر دانستند. گوناتیلاکا^۹ (۲۰۱۴) عوامل اصلی که می‌تواند بر تصمیم انتخاب سهام تأثیر بگذارد را در سه گروه متغیر همگن شامل اطلاعات حسابداری، توصیه‌های مدافعان و تصویر خود شرکت دسته‌بندی کرده‌اند. رحمانی و مرشیدی (۱۳۹۶) نیز استدلال کردند قومیت‌ها، فرهنگ و منطقه جغرافیایی، سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد. سعدی و همکاران (۱۳۸۹) معتقدند، بین ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذار شامل برون‌گرایی و گشودگی، خطای پیش‌بینی و بیش‌اطمینانی، روان رنجوری و خطاهای تصادفی بودن، تشدید تعهد و وظیفه‌شناسی ارتباطات مؤثری وجود دارد که رفتار و ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد. به نظر بیکر^{۱۰} و همکاران (۲۰۱۸) عوامل اجتماعی-اقتصادی و ویژگی‌های جمعیت‌شناختی سرمایه‌گذار بر ترکیب پرتفوی و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری مؤثر است. از نظر شادمان (۱۳۹۲) سوگیری لنگر انداختن (یافتن نقطه اتکا) - به معنی چگونگی گرایش افراد به تمرکز بر اطلاعات خاص و دادن وزن کمتر به سایر

6 Potrich & Vieira.

7 Song.

8 Musundi.

9 Gunathilaka.

10 Bakar.

اطلاعات است - بر رفتار سرمایه‌گذاران تاثیرگذار است. از نظر شفیرین (۱۹۸۵) تورش زیان‌گریزی - یعنی سرمایه‌گذاران در موقعیت‌های زیان‌ریسک‌پذیرند و در موقعیت‌های سود‌ریسک‌گریزند - بر ریسک‌پذیری افراد بیش‌ازحد معقول می‌افزاید. به اعتقاد واورو^{۱۱} و همکاران (۲۰۰۸) عوامل مؤثر بازار شامل تغییرات قیمت، اطلاعات بازار، روندهای گذشته سهام، ترجیحات مشتری، واکنش بیش‌ازحد به تغییرات قیمت و اصول اساسی (بنیادی) سهام بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران اثرگذار است.

نتایج پژوهش‌های انجام‌شده نشان می‌دهد فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی پیچیده است و اتخاذ هرگونه تصمیم، تحت تأثیر ویژگی‌های هر یک از افراد است؛ این عوامل و ویژگی‌ها بر روند عمل تأثیر می‌گذارد و منجر به نتایج متفاوت می‌شود. ظرفیت ریسک‌پذیری یکی از مهم‌ترین مولفه‌هایی است که تابعی از ویژگی‌های تصمیم‌گیرنده است. از این‌رو، سرمایه‌گذاران حقیقی در هر یک از موقعیت‌هایی که با آن مواجه می‌شوند - با توجه به تفاوت‌هایی که در سطح دانش سرمایه‌گذاری و سواد مالی، ویژگی‌های روان‌شناختی و شخصیتی، تمایلات سرمایه‌گذاری، شرایط اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی متفاوت، تجربه فرد سرمایه‌گذار، جنسیت، سابقه کار، تحصیلات و... دارند - برای تصمیم در خصوص آن، گزینه‌ی را با سطح ریسک خاص از بین گزینه‌های مختلف انتخاب می‌نمایند. افراد ریسک‌پذیر، گزینه‌هایی با سطوح ریسک بالاتر و بازده بالاتر و افراد ریسک‌گریز، گزینه‌هایی با سطوح ریسک پایین‌تر و بازده پایین‌تر. در ادامه به تعریف برخی مفاهیم اثرگذار بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی خواهیم پرداخت.

۲.۱. ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران

درجه ریسک‌پذیری یا ریسک‌گریزی، یکی از عوامل مهم تأثیرگذار بر رفتار و تصمیم‌گیری افراد به‌ویژه در بازارهای مالی است. ریسک‌پذیری را می‌توان انجام هرگونه فعالیتی که دارای حداقل یک نتیجه مبهم و یا نامطمئن باشد تعریف کرد. نتیجه مذکور ممکن است مثبت بوده و منفعتی را برای فرد به همراه داشته باشد و یا منفی بوده و فرد را با زیان مواجه سازد. از دیدگاه تصمیم‌گیری، ریسک‌پذیری عبارت است از انتخاب سنجیده یک رفتار همراه با ریسک. (فلاح

11 Shefrin.
12 Waweru.

شمس لیالستانی، قالیباف اصل و سرابی نوبخت، ۱۳۸۹، ص. ۲۷). سرمایه‌گذاران دوست دارند بازده آن‌ها تا جایی که امکان داشته باشد زیاد باشد؛ ولی باید توجه داشت که میزان بازده تحت تأثیر ریسک قرار دارد. (کیم و نفسینگر،^{۱۳} ۲۰۰۸، ص. ۵)؛ بنابراین سرمایه‌گذاران منطقی، اطمینان را به عدم اطمینان ترجیح می‌دهند و طبیعی است که در این حالت می‌توان گفت سرمایه‌گذاران نسبت به ریسک علاقه‌ای ندارند، به عبارت دقیق‌تر باید گفت که سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز هستند. یک سرمایه‌گذار ریسک‌گریز کسی است که در ازای قبول ریسک، انتظار دریافت بازده بیشتری دارد. توجه داشته باشید که در این حالت پذیرفتن ریسک یک کار غیرمنطقی نیست، اگرچه میزان ریسک خیلی زیاد باشد، چون در این حالت انتظار بازده بالایی نیز وجود دارد. (شفرین و بلوتی،^{۱۴} ۲۰۰۶، ص. ۳۰۲) در واقع، سرمایه‌گذاران به‌طور منطقی نمی‌توانند انتظار داشته باشند که بدون قبول ریسک بالا، بازده بالایی کسب کنند. سرمایه‌گذاران به‌صورت ضمنی یا آشکارا با توجه به ریسک‌پذیری خود دست به سرمایه‌گذاری می‌زنند. سرمایه‌گذارانی که ریسک بالایی را قبول می‌کنند، انتظار بازده بالایی را نیز دارند و برعکس سرمایه‌گذارانی که ریسک پایینی را قبول می‌کنند انتظار بازده پایینی را دارند (راعی و تلنگی، ۱۳۹۳، ص. ۱۲۴)؛ بنابراین در یک تعریف ساده از دیدگاه حوزه مالی، به توانمندی و تمایل هر فرد نسبت به تحمل ضرر ناشی از سرمایه‌گذاری، ظرفیت ریسک‌پذیری یا تحمل ریسک می‌گویند. برخی از مهم‌ترین تئوری‌های ارائه شده که با مبحث ریسک‌پذیری در افراد مرتبط است شامل: نظریه چشم‌انداز (کانمن و تورنسکی، ۱۹۷۹)، تئوری مدرن پرتفوی^{۱۵} (مارکوویتز، ۱۹۵۲)، تئوری بازار کارآمد^{۱۶} (فاما، ۱۹۷۰)، نظریه آشوب^{۱۷} (هیلز، ۱۹۹۰)، نظریه حراج^{۱۸} (ویلسون و میلگروم، ۲۰۲۰)، تئوری داو^{۱۹} (ریا، ۱۹۳۲)، تئوری امواج الیوت^{۲۰} (الیوت، ۱۹۳۵)، نظریه بازار انطباقی^{۲۱} (لو، ۲۰۰۴)، نظریه انگیرش مازلو^۲ (مازلو، ۱۹۴۰) نظریه مطلوبیت

13 Kim & Nofsinger.

14 Shefrin & Belotti.

15 Modern Portfolio Theory.

16 Efficient Market.

17 Chaos Theory.

18 Auction Theory.

19 Dow Jones Theory.

20 Elliot Wave Theory.

21 Adaptive Markets Hypothesis.

22 Maslow's Theory.

انتظاری^{۳۳}(اسلوویک، فیشهوف و لیختن اشتاین، ۱۹۷۷)، نظریه‌ها و مدل‌های انگیزتی^{۳۴} (ایستبروک، ۱۹۵۹؛ هب، ۱۹۵۵؛ زاگرن، ۱۹۷۹)، نظریه هم‌ایستایی در خطر^{۳۵}(وایلد، ۱۹۸۲) نظریه واکنش‌پذیری عاطفی^{۳۶}(لارسن و داینر، ۱۹۸۷)، میل به ادراک کنترل^{۳۷}(برگر و کوپر، ۱۹۹۲) است. تبیین رفتار ریسک‌پذیر و ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران، مستلزم این است که اجزای کلیدی و مولفه‌های تاثیرگذار بر آن را از تئوری‌ها و نظریه‌های نام برده شده در بالا ترکیب نمود. بنابراین با ترکیب تئوری‌های مطرح شده، می‌توان تعریف جامعی از ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی به شرح زیر بیان کرد:

ظرفیت ریسک‌پذیری، پذیرش احتمال ضرر و زیان در هر نوع سرمایه‌گذاری ناشی از وجود عدم قطعیتی که افراد در تصمیمات مالی اعم از زندگی اقتصادی و اجتماعی خود دارند و با تفاوت در سطح سواد و دانش مالی و سرمایه‌گذاری، ویژگی‌های روانشناختی و شخصیتی، ویژگی‌های فردی و اجتماعی متمایل به انجام آن می‌باشند.

۲.۲. آینده پژوهی فردی

آینده‌پژوهی شامل تلاش‌هایی است که با استفاده از تجزیه و تحلیل منابع، الگوها و عوامل تغییر و یا ثبات، به تجسم آینده‌های بالقوه و برنامه‌ریزی برای آن‌ها می‌پردازد. (جرمن و لند، ۱۹۹۲، ص. ۱۰) آینده‌پژوهی را باید اقدامی میان‌رشته‌ای و علمی-اجتماعی دانست؛ زیرا هم برای دریافت یافته‌ها و گزاره‌های خود و هم برای توجیه آن‌ها از رشته‌های مختلفی استفاده می‌کند؛ از این رو علمی است که در پی فراهم آوردن اطلاعات موردنیاز کنش انسانی است؛ کنش‌هایی که در جهت شکل دادن به آینده هستند. آینده‌پژوهی در عین حال فعالیتی اجتماعی است؛ زیرا در اقدامات انسان دخیل است. اقدام و تصمیم‌گیری، فرآیندهای اجتماعی هستند و در بستر اجتماع تحقق می‌یابند. (بل، ۲۰۰۹، ص. ۲۵) آینده‌پژوهی فردی را می‌توان پدیده‌های در نظر گرفت که بخشی از عملکرد طبیعی انسان‌ها است؛ بنابراین عواملی مثل یادگیری اجتماعی و آموزش و حتی ویژگی‌های

23 Utility Theories.

24 Arousal Theories.

25 Risk Homeostasis Theory.

26 Affective Reactivity Theory.

27 Desire for Personal Control.

28 Jarman & Land

29 Bell

شخصیتی و احساسی خاص می‌تواند بر آن اثرگذار بوده و استفاده از آن را تقویت کنند. (هیوارد،^۳ ۲۰۰۳، ص. ۳۷)؛ بنابراین، آینده‌پژوهی فردی به معنای داشتن روحیه آینده‌نگری، درک مفهوم آینده و نحوه اندیشیدن به آن با استفاده از ابزارها و روش‌های آینده‌پژوهی است. بسیاری از ما از این روش‌ها استفاده می‌کنیم بدون اینکه آگاهانه از کاری که انجام می‌دهیم آگاه باشیم.

۲.۳. بیش اطمینانی

بیش اطمینانی یا اعتماد به نفس بیش از حد، یکی از مهم‌ترین مفاهیم مالی رفتاری مدرن است که هم در تئوری‌های مالی و هم روان‌شناسی جایگاه ویژه‌ای دارد. بیش اطمینانی سبب می‌شود انسان دانش و مهارت خود را بیش از حد و ریسک‌ها را کمتر از حد تخمین زده، احساس کند روی مسائل و رویدادها کنترل دارد درحالی‌که ممکن است در واقع این‌گونه نباشد. در اغلب وظایف شاهد بروز بیش اطمینانی در افراد هستیم، اما انتخاب اوراق بهادار وظیفه دشواری است که بیشترین میزان بروز بیش اطمینانی در آن دیده می‌شود. (نوفسینگر، ۲۰۰۳).

۲.۴. رفتار توده‌وار

رفتار توده‌وار عبارت است از آن دسته رفتارهای سرمایه‌گذاران در بازار، که منجر به نادیده گرفتن پیش‌بینی‌ها و عقاید خود در رابطه با قیمت سهم و اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری تنها بر پایه رفتار کلی بازار می‌شود. (اسلامی بیگدلی و شهریاری، ۱۳۸۶).

۲.۵. اعتماد

پژوهش‌گران اعتماد را به‌عنوان یکی از عواملی که بر رفتارهای اقتصادی و مالی افراد تأثیرگذار است، معرفی نمودند. از نظر آنان اعتماد بنیان شخصی‌ترین روابط است و روابط یک عامل مهم تعیین‌کننده رفتار انسان است. اعتماد همچنین می‌تواند به مردم اطمینان دهد تا مقدار کمی پول را در یک سرمایه‌گذاری مالی به کار بگیرد یا در مورد دیگری استفاده کند. اعتماد می‌تواند بر رفتار افراد جهت ورود به سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه مؤثر باشد. (جی درزی، ۲۰۱۲).

30 Hayward
31 Nofsinger

۲.۶. ریسک سیاسی

ریسک سیاسی غالباً به عنوان ریسک نامطلوب ناشی از وقایع سیاسی تعریف می شود. ریسک سیاسی اشاره به تغییر داشته و تغییر اغلب توسط دولت ایجاد می شود که به شکل گیری مجدد محیط کسب و کار در یک کشور منجر می شود. این ریسک از طریق ثبات دولت، مقدار استقلال قوه قضایی و اعتبار یک سیستم قانونی بیان شده است (دارنی و همکاران، ۲۰۱۰).

۲.۷. ریسک اجتماعی

نتایج پژوهش ها نشان می دهد که عوامل اجتماعی بر رفتار و تصمیم گیری سرمایه گذاران در بازارهای مالی تأثیرگذار است. یکی از عوامل اجتماعی مهم، منزلت اجتماعی است؛ منزلت اجتماعی ارزش یا مقامی است که افراد از جهت شأن، حیثیت و اعتبار در جامعه از آن برخوردارند و افراد می کوشند از منابع خود برای افزایش منزلت خود بهره برداری کند (خسروانی، طالب نیا و صراف، ۱۳۹۹).

۲.۸. ریسک فرهنگی

یکی دیگر از عواملی که می تواند بر ظرفیت ریسک پذیری سرمایه گذاران حقیقی تأثیرگذار باشد فرهنگ و موارد مربوط به آن از جمله اعتقادات است. فرهنگ می تواند بر دانش اقتصاد مالی در سطح بنگاه های اقتصادی و توسعه آن حداقل در سه مسیر تأثیر بگذارد. مسیر اول ارزش هایی است که بر یک کشور یا گروه در نتیجه اثرگذاری فرهنگ بر آن ها حاکم است. به طور مثال، پرداخت بهره می تواند در یک مذهب گناه تلقی شود و در دیگری خیر. مسیر دوم، فرهنگی است که بر نهادها و مؤسسات اثرگذار است. به طور مثال، ارزش های فرهنگی و اولویت های دینی بر شکل گیری سیستم حقوقی و قانونی مؤسسات یک کشور نافذ است. مسیر سوم، فرهنگی است که بر تخصیص منابع در اقتصاد یک کشور تأثیر می گذارد (ناظمی اردکانی، ۱۳۹۰).

۲.۹. پیشینه پژوهش

کوانگ^{۳۳} و همکاران (۲۰۲۳) به بررسی عوامل رفتاری موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در بازار ویتنام پرداختند. در این پژوهش عوامل رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی شامل خلق و خوی، اعتماد بیش‌ازحد، واکنش کمتر از حد، واکنش بیش‌ازحد و رفتار توده‌وار و ارتباط آن با ویژگی‌های جمعیت‌شناسی سرمایه‌گذار شامل جنسیت، سن، تجربه و تحصیلات و میزان تاثیرگذاری این عوامل بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری موردبررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد، احساسات سرمایه‌گذار، اعتماد بیش‌ازحد، واکنش بیش‌ازحد/ کمتر از حد و رفتار توده‌وار همگی تأثیر زیادی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری دارند. افزون بر این، انتخاب‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران به‌طور قابل توجهی تحت تأثیر سن، جنسیت و میزان تحصیلات آن‌ها قرار دارد و تجربه تأثیر قابل توجهی بر تصمیمات مالی ندارد.

یونینگسیه و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی تأثیر متقابل زیان‌گریزی و اطلاعات در تصمیم‌گیری در مورد ریسک سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که انتشار اطلاعات منفی یا زیان، تأثیر معناداری بر ریسک خواهد داشت. بر این اساس، به‌طورکلی، ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی تحت تأثیر زیان‌گریزی و اطلاعات قرار داشت. زیان‌گریزی در زمان دستکاری سود یا زیان، تأثیری بر ریسک‌پذیری نداشت. با این حال، سرمایه‌گذاران در وضعیت سود و افزایش قیمت‌ها تمایل به ریسک پایین در مقابل با وضعیت زیان داشتند. سهامدارانی که در موقعیت سود و انتشار اطلاعات مثبت قرار داشتند، تمایل به ریسک‌پذیری یا ریسک‌گریزی کمتری داشتند در مقابل سهامدارانی که در وضعیت انتشار اطلاعات منفی بودند تمایل به ریسک‌پذیری بالا داشتند.

المانی^{۳۴} و اوپرتی^{۳۵} (۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان، سرمایه‌گذاران از چه می‌ترسند؟ به بررسی ویژگی‌های سهامداران و ارتباط آن با ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران پرداختند؛ نتایج نشان داد، مسن-ترین افراد، ریسک‌گریز بودند و پس‌اندازهای خود را تنها در سرمایه‌گذاری بدون ریسک اختصاص دادند که محافظه‌کارانه‌ترین رویکرد را نشان داد. سرمایه‌گذارانی که دارای تجربه و دانش بیشتری

33 Quang

34 Alemanni

35 Uberti

بودند و پس‌اندازهای خود را به دارایی‌های با ریسک متوسط اختصاص می‌دادند. همچنین تفاوت ریسک‌پذیری بر اساس جنسیت نیز تایید شد.

روسیولو و همکاران (۲۰۱۹) چارچوب جدیدی برای تصمیم‌گیری در شرایط ریسکی معرفی کردند که در آن ویژگی‌های روان‌شناختی مربوط به درجه خوش‌بینی یا بدبینی تصمیم‌گیرندگان مورد توجه قرار گرفت. آن‌ها در پژوهش خود بر تصمیم‌گیری در بازارهای مالی تمرکز کردند و یک الگوی رفتاری را دنبال نمودند که از نظریه مطلوبیت مورد انتظار شروع شده و با نظریه چشم‌انداز کانمن و تورسکی (۱۹۷۹) ادامه می‌یابد. آن‌ها دریافتند که خوش‌بینی در مورد پیش‌بینی ریسک بازار موضوع بااهمیتی است که با وقایع سیاسی و اقتصادی-اجتماعی گره‌خورده است و عامل علی‌الثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است.

تاکاماتسو و لویز،^{۳۶} (۲۰۱۹) مطالعاتی در زمینه‌ی احساسات سرمایه‌گذاران و عوامل تأثیرگذار بر آن، انجام شده است. یکی از عواملی که بر احساسات سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است را می‌توان خوش‌بینی و بدبینی نسبت به جریان نقدی آینده، در نظر گرفت. سرمایه‌گذاران ممکن است زمانی که احساس خوبی دارند، ریسک‌پذیری بیشتری داشته باشند اما زمانی که احساس بدبینانه‌ای دارند، ممکن است جهت‌گیری دیگری را در پیش بگیرند و به سهام امن‌تری، گرایش پیدا کنند.

لین^{۳۷} (۲۰۱۵)، در پژوهشی با عنوان، چگونه می‌توان رفتار توده‌وار را از انواع سرمایه‌گذاران حقیقی و تحمل ریسک استخراج کرد؟ نتایج نشان داد که سرمایه‌گذاران عجول بیشتر مستعد سوگیری رفتار توده‌وار هستند، اما تحمل ریسک بالاتری را نشان می‌دهند. با این حال، تحمل ریسک به طور کامل بین سطح اطمینان (یعنی اعتماد به نفس یا اضطراب و ترس) و سوگیری رفتار توده‌وار واسطه می‌شود، اما بین روش اقدام (دقت یا عجله) برای سرمایه‌گذاران حقیقی نقش واسطه‌ای ندارد. همچنین در سرمایه‌گذاران عجول، رابطه مستقیم بین رفتار توده‌وار و پذیرش ریسک بالا تایید شد.

36 Takamatsu and Lopes

37 Lin

هولگر^{۳۸} (۲۰۱۴) در بررسی اثر گرایشی و ریسک‌گریزی با توجه به تفاوت‌های جنسیتی، نشان دادند که زنان نسبت به مردان ریسک‌گریزتر هستند و همچنین زنان نسبت به مردان دارای اثر گرایشی بالاتری هستند.

شنائی، ذبیحی و شورورزی (۱۴۰۲) در پژوهشی به طراحی الگوی ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی با رویکرد داده‌بنیاد پرداختند؛ نتایج تحقیق نشان داد مقوله دانش سرمایه‌گذاری در بعد شرایط علی، مقوله شغل و تخصص و میزان درآمد فرد سرمایه‌گذار در بعد شرایط زمینه‌ای، متغیرهای نرخ ارز، نرخ تورم، نرخ بهره بانکی، نرخ سود سپرده در بعد شرایط مداخله‌گر، توانایی اندازه‌گیری ارزش آتی سهام در بعد پدیده‌محوری، تعیین استراتژی سرمایه‌گذار در بعد راهبردها و انتخاب سبد سهام دارای P/E کمتر از P/E بازار در بعد پیامدها به‌عنوان تأثیرگذارترین متغیرها بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی تعیین شدند.

داودی، خوزین و نادریان (۱۴۰۱) در پژوهشی به ارائه مدل تمایلات سرمایه‌گذاران با رویکرد داده‌بنیاد در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد، شاخص‌های شخصیت و نگرش سرمایه‌گذار، هوش هیجانی سرمایه‌گذار، ترجیحات و علائق سرمایه‌گذار، برنامه‌ریزی کلان‌دولتی، هرم نیازهای مازلو، امنیت خاطر سرمایه‌گذار، زیان‌گریزی فرد سرمایه‌گذار، تجربه فرد سرمایه‌گذار، هوش تجاری سرمایه‌گذار هست که این موضوع نشان می‌دهد که شاخص‌های یادشده از درجه اهمیت بالاتری برخوردار هستند.

عین‌آبادی، خوش‌فطرت و باباخانی قاضیجھانی (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران بازارهای مالی سه‌گانه ارزهای دیجیتال، بورس اوراق بهادار و فارکس و ارتباط آن با سواد مالی پرداختند. نتایج نشان داد میزان ریسک‌پذیری فعالان بازار رمز ارزها از دو بازار دیگر بیشتر بوده ضمن این‌که سواد مالی این دسته افراد نیز از فعالان دو بازار دیگر بسیار پایین‌تر بوده است. همچنین ارتباط بین ریسک‌پذیری افراد و دانش مالی تأیید شد و این‌گونه استدلال شد که بخشی از ریسک‌پذیری بالای فعالان بازار رمز ارز ناشی از دانش مالی پایین آن‌هاست.

مهرعلی تبار فیروزجاه، بهارمقدم و شمس‌الدینی (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی و تبیین عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری‌های متفاوت سرمایه‌گذاران در ایران پرداختند. نتایج نشان داد که متغیرهای

منافع، منابع مالی، قابلیت‌های ذهنی، اهداف، اطلاعات، تعامل و نحوه‌ی تجزیه و تحلیل بر تصمیم‌گیری‌های متفاوت سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری دارد.

میربزرگی، همت‌فر و جنانی (۱۴۰۰) در بررسی به تبیین الگوی مناسب قدرت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران بر اساس ویژگی‌های شخصیتی پرداختند. نتایج حاکی از این بود که پنج متغیر عدم روان‌رنجوری؛ برون‌گرایی، گشودگی به تجربه، سازگاری و با وجدان بودن به‌عنوان مؤلفه‌های مؤثر در ابعاد ویژگی‌های شخصیتی می‌باشند.

فرهادی شریف‌آباد و دعائی (۱۴۰۰) در پژوهشی به مدل‌سازی تمایلات سرمایه‌گذاران با تأکید بر عوامل روان‌شناختی با استفاده روش دلفی فازی و دیمتل پرداختند. نتایج نشان داد تعلق خاطر، ابهام‌گریزی، خود استنادی، اطمینان بیش‌ازحد، محافظه‌کاری، حسابداری ذهنی، توهم کنترل، پیشیمان‌گریزی، بهینه‌بینی، داشته 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.

میرهاشمی نسب و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی به ارائه مدلی برای بررسی تأثیرات ریسک‌پذیری، ویژگی‌های فردی و فرهنگی بر بروز رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد زنان بیشتر از مردان و افراد تازه‌وارد به بورس بیشتر از افراد باتجربه بالاتر از دو سال، رفتار توده‌وار از خود بروز می‌دهند. در بررسی رابطه جنسیت با ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران و نیز مدت فعالیت در بورس بر ریسک‌پذیری افراد رابطه معناداری یافت نشد. همچنین نتایج نشان دادند ریسک‌پذیری اثری مستقیم بر رفتار توده‌وار دارد و سرمایه‌گذاران-ریسک‌پذیر، رفتار توده‌وار بیشتری داشته و ویژگی‌های فرهنگی اثری معکوس بر رفتار توده‌وار دارد.

ابراهیمی سروعلیا و صابونچی (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی نقش عوامل جمعیت شناختی در تبیین تحمل ریسک سرمایه‌گذاران حقیقی و رفتار ریسک‌پذیری آنان پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که مردان نسبت به زنان سطح تحمل ریسک بالاتری داشته و ریسک‌پذیرتر هستند و همچنین سن، وضعیت شغلی، آموزش حرفه‌ای و درآمد تأثیر معناداری بر سطح تحمل ریسک و ریسک‌پذیری دارند و وضعیت تأهل تأثیر معناداری بر سطح تحمل ریسک و ریسک‌پذیری ندارد.

لاری سمنانی (۱۳۹۷) به بررسی تأثیر حالت‌های روحی در ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران پرداخت؛ برای جمع‌آوری داده‌های لازم در زمینه حالت‌های روحی و ریسک، به ترتیب از پرسشنامه استاندارد پاناس و پرسشنامه ریسک‌پذیری و برای آزمودن فرضیه‌های پژوهش از روش الگوسازی معادلات ساختاری با رویکرد حداقل مربعات جزئی استفاده شد. نتایج نشان داد ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران تحت تأثیر چهار حالت روحی عاطفه مثبت زیاد، عاطفه مثبت کم، عاطفه منفی زیاد و عاطفه منفی کم است؛ 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.

بیات و آب‌چهر (۱۳۹۶) در تحقیقی تأثیر حرفه‌گرایی و سبک‌های تصمیم‌گیری بر سطح ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران پرداختند. ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران در دو جنبه تمایل به ریسک و ادراک ریسک در قالب پرسشنامه محقق ساخته مورد سنجش قرار گرفت. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که بین حرفه‌گرایی و سرمایه‌گذاران و ادراک ریسک و تمایل به ریسک، رابطه مثبتی وجود دارد، همچنین شواهد این پژوهش نشان می‌دهد که میانگین دانش مالی و اقتصادی سرمایه‌گذاران در بین سرمایه‌گذاران با سبک‌شناختی رهنمودی، سبک تحلیلی، سبک ادراکی و سبک رفتاری تفاوت معناداری ندارد. همچنین جنسیت افراد در میزان پذیرش ریسک آن‌ها تأثیرگذار نیست.

داوودی و مبارکی (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی و رتبه‌بندی عوامل موثر بر رفتار ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. شاخص‌های موثر بر ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران که با مشورت خبرگان بازار سرمایه مشخص شده بود شامل، سه دسته عوامل شخصیتی، اقتصادی-سیاسی و فرهنگی اجتماعی در نظر گرفته شد. در عوامل فرهنگی اجتماعی ساختار خانواده، از بین عوامل اقتصادی-سیاسی افزایش تورم و از بین عوامل شخصیتی، جنسیت بالاترین تأثیرگذاری را بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران داشتند.

۲.۱۰. جنبه نوآوری پژوهش

طی بررسی به عمل آمده از مطالعات صورت گرفته می‌توان گفت ریسک‌پذیری یا ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران حقیقی در بازارهای مالی به عناصر متعددی وابسته است؛ عناصری با ابعاد روان‌شناختی، شخصیتی، جمعیت‌شناختی، فردی - اجتماعی، فرهنگی، اقتصادی، سیاسی و... در رابطه با پژوهش‌های داخلی و خارجی مرور شده دو نکته قابل ذکر است؛ اول اینکه رویکرد مورد استفاده در اغلب آن‌ها، رویکرد قیاسی باهدف آزمون فرضیه بوده و نه رویکرد استقرایی و اکتشافی؛ تفاوت بین یک شیوه استقرایی و یک شیوه قیاسی به مسیری که در آن بالا و پایین رفته می‌شود، مربوط است؛ اگر پژوهشگر ابتدا به داده‌ها بنگرد و سپس فرضیه‌ها را شکل دهد، شیوه استقرایی است و اگر پژوهشگر ابتدا با گمانه‌زنی، فرضیه‌هایی را شکل دهد و سپس برای اثبات قیاس، به دنبال داده‌های پژوهشی بگردد، شیوه قیاسی است. (گلیزر، ۱۹۹۸) و دوم اینکه عوامل تاثیرگذار بر ظرفیت ریسک‌پذیری با نوعی نگرش انتخابی و نه اکتشافی گزینش شده است که از جامعیت کافی برخوردار نیست؛ در تحقیق اکتشافی داده‌های کیفی از طریق اطلاعات موجود در منابع و پیشینه تاریخی، مشاهدات، گفت و شنودها، مصاحبه‌ها، اسناد عمومی، خاطرات پاسخ-دهندگان و مجلات تهیه خواهد شد. (چارمز، ۲۰۰۰) (کرسول ۲۰۰۵، ص. ۴۰۵) اما با توجه به ماهیت آمیخته بودن این پژوهش، تمامی ابعادی که می‌تواند بر روی ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی بازار سرمایه از نظر خبرگان تاثیرگذار باشد، شناسایی و با استفاده از رویکردهای مدیریت استراتژیک و آینده‌پژوهی تحلیل شده است.

تاکنون پژوهش‌های بسیار محدودی در خصوص شناسایی عوامل و مقوله‌های مؤثر بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سرمایه انجام شده است؛ عواملی که عدم توجه به آن‌ها بر فرایند تصمیم‌گیری و به تبع آن ریسک‌پذیری سرمایه‌گذار برای حضور و فعالیت در بازار سرمایه اثرگذار است. بنابراین، شکاف قابل‌توجهی در این زمینه (از منظر جامعیت) در مطالعات داخلی و خارجی مشاهده می‌شود؛ این مطالعه با شناسایی عوامل مؤثر بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی، به پرکردن این شکاف در ادبیات موضوع کمک می‌کند. ما در این پژوهش با این هدف که چه چیزی تعیین می‌کند که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه چه مقدار ریسک کنند؟ بر

این راه برآمدیم که پیشران‌های کلیدی اثرگذار بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی را تعیین نماییم.

۳. روش شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از نظر روش، ترکیبی از روش‌های اسنادی و پیمایشی و از نظر ماهیت، بر اساس روش‌های جدید علم آینده‌پژوهی، تحلیل و اکتشافی است که با به‌کارگیری ترکیبی از مدل‌های کمی و کیفی انجام گرفته است. با توجه به این که در این روش پژوهشی هدف کشف نظریه از داده‌هاست که به صورت استقرایی تولید می‌شود، ابتدا باید اطلاعات را به شکل منظم در مورد موضوع و پدیده مورد مطالعه جمع‌آوری کرد و در حین جمع‌آوری داده‌ها به تجزیه و تحلیل آن‌ها پرداخت. این نوع از تحقیق هرگز از راهنمایی یک نظریه در پیشبرد کار کمک نمی‌گیرد و هدفش به اثبات رساندن فرضیه‌های طرح‌شده بر اساس آن نظریه نیست، بلکه تحقیق با مطالعه حوزه و پدیده مورد نظر شروع می‌شود و در حین کار این امکان ایجاد می‌شود که گزاره‌های نظری به مرور خود را آشکار کنند.

به منظور گردآوری داده‌ها در بخش کیفی، از مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته استفاده شد که مصاحبه‌شوندگان از افراد خبره در حوزه بازار سرمایه بوده و به صورت هدفمند انتخاب شدند؛ مشارکت‌کنندگان در این تحقیق شامل ۲۰ نفر از خبرگان بازار سرمایه بوده است. پس از انجام مصاحبه و استفاده از نظرت خبرگان، پیشینه تخصصی مرتبط با موضوع مرور شد تا بتوان با درک بهتر مفاهیم و مقایسه آن با داده‌های حاصل از مصاحبه‌ها، ارتقای سطح نظری داده‌ها و ساخت تعاریف را بهبود بخشید؛ بنابراین، بررسی پیشینه تخصصی موجود و مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته به عنوان دو ماخذ برای شناسایی ۲۹ مقوله نهایی مورد استفاده قرار گرفتند.

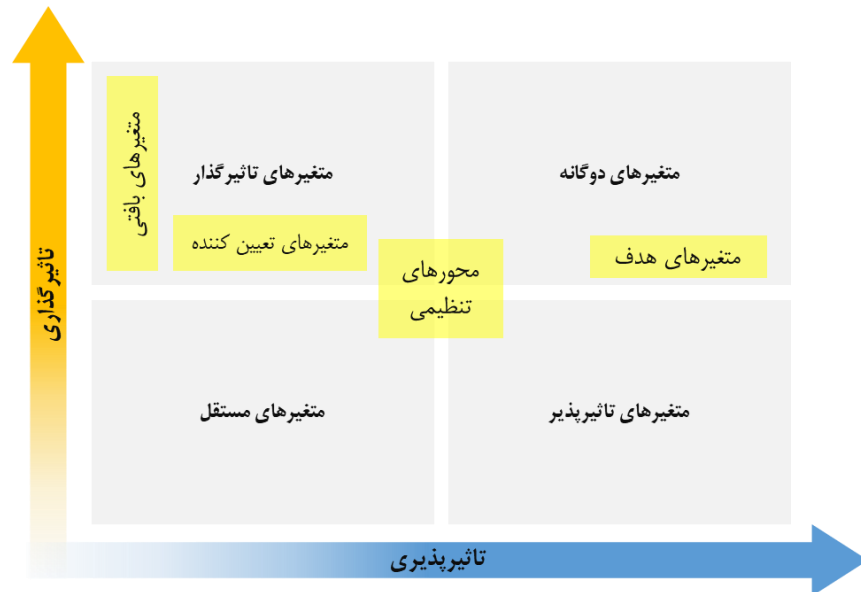
جهت تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار میک‌مک^{۳۹} و از رویکردهای مدیریت استراتژیک و آینده‌پژوهی بهره گرفته شده است. این نرم‌افزار، جهت انجام محاسبات سنگین ماتریس اثرات متقابل^{۴۰} و همچنین به منظور سهولت انجام تحلیل ساختاری طراحی شده است. با توجه به تعداد ۲۹ متغیر

39 MICMAC

40 Cross-Impact Analysis

نهایی انتخاب شده، ماتریس ۲۹×۲۹ تشکیل شد. ابتدا از طریق نظرخواهی از خبرگان در ماتریس متقاطع، امتیاز مربوط به هر متغیر وارد گردید؛ بنابراین برای رسیدن به هدف پژوهش، ابتدا شاخص‌های اثرگذار بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه شناسایی و ماتریس اثرات متقاطع تشکیل شد. سپس با تشکیل ماتریس اثرات متقاطع، امتیازدهی به شاخص‌ها برحسب میزان تأثیرگذاری و تأثیرپذیری آن‌ها انجام شد. برای این منظور از مشارکت ۵ خبره در تعیین امتیازهای اثرگذاری و اثرپذیری هر یک از مقوله‌ها نسبت به یکدیگر استفاده شد.

متغیرهای موجود در سطرها بر متغیرهای موجود در ستون‌ها تأثیر می‌گذارند؛ به این ترتیب متغیرهای سطرها، تأثیرگذار و متغیرهای ستون‌ها، تأثیرپذیرند. میزان ارتباط، با اعداد ۰ تا ۳ سنجیده می‌شود؛ صفر به منزله‌ی بدون تأثیر، یک تأثیر ضعیف، دو تأثیر متوسط، سه تأثیر قوی است. همچنین قرارگیری عوامل در بخش‌های مختلف نمودار، گویای وضعیت‌های متفاوتی است که جایگاه هر یک را در تحلیل دسته‌بندی عوامل تعیین می‌کند. (نمودار شماره ۱)



نمودار شماره ۱. وضعیت قرارگیری عوامل در محور تأثیرگذاری - تأثیرپذیری (Arcade,

Godet, Meunier & Roubelat, 1999, P.17)

۴. یافته‌ها

۴.۱. شناسایی شاخص‌های اولیه و تشکیل ماتریس اثرات متقاطع

پس از گردآوری داده‌ها با استفاده از مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته از افراد خبره حوزه بازار سرمایه و نیز بررسی منابع و پیشینه تحقیق، ماتریسی با ابعاد 29×29 از مقوله‌های جدول شماره ۱ شکل گرفت. سپس از خبرگان بازار سرمایه خواسته شد به امتیازدهی شاخص‌های گردآوری شده بر اساس تاثیرگذاری و تاثیرپذیری متغیرها بر هم بپردازند. همان‌طور که در روش پژوهش بیان شد، با توجه به شدت اثرات، خبرگان به هر یک از مقوله‌ها از اعداد ۰ تا ۳ امتیاز دادند.

جدول شماره ۱. شاخص‌های اولیه شناسایی شده

ردیف	مقوله‌های اصلی	شاخص‌ها
۱	وضعیت بازار	سیاست‌های بازار، نگرش سرمایه‌گذاران به بازار، محدودیت بازار، روانشناسی بازار و ویژگی‌های بازار
۲	وضعیت شرکت	وضعیت نقدشوندگی، وضعیت صنعت، کارایی شرکت، سودآوری شرکت، وضعیت ساختاری و اندازه شرکت
۳	تجربه فرد سرمایه‌گذار	استفاده از تجربه‌های پیشین و تجربه پایین سرمایه‌گذار جدید
۴	وضعیت دانش سرمایه‌گذار	داشتن دانش سرمایه‌گذاری، داشتن سواد مالی و داشتن دانش تابلو خوانی
۵	مشورت از خبرگان	توجه به توصیه‌های افراد معتمد، توجه به راهنمایی معامله‌گران حرفه‌ای و مشورت با خبرگان و کارگزاران
۶	وضعیت سهامدار عمده	خوشنامی و شهرت و سهامداران نهادی و مدیریتی
۷	تحلیل بنیادی	داشتن دانش تحلیل بنیادی، اندازه‌گیری ارزش آتی سهام و انجام تحلیل به موقع
۸	تحلیل تکنیکال سهام	تحلیل روند، شناسایی سطح حمایت و مقاومت سهم، انجام خرید و فروش به صورت پله‌ای، تعیین حد ضرر، شناخت نقطه ورود و خروج و توجه به حجم مینا
۹	تحلیل تکنیکال بازار	شناخت بازار نزولی، شناخت بازار صعودی و شناخت فرصت‌های بازار

ردیف	مقوله‌های اصلی	شاخص‌ها
۱۰	شرایط شخصی سرمایه‌گذار	توجه محدود و منابع سرمایه‌گذاری
۱۱	شخصیت سرمایه‌گذار	تعصبات احساسی سرمایه‌گذار شامل: خطای خوش‌بینی، خودکنترلی، تعصب مالکیت، پشیمان‌گریزی، زیان‌گریزی، لذت کسب سود (اثر پول برد)، خطای تشدید تعهد، شجاعت، شانس و اقبال، رفتار عقلانی، ترس، تمایل به پذیرش ریسک. تعصبات شناختی سرمایه‌گذار شامل: اعتماد بیش‌ازحد، رفتار هیجانی، تمایل به سفته‌بازی، حسابداری ذهنی، تعصب تایید شدن، بیش اطمینانی، رفتار توده‌وار، خطای محافظه‌کاری، قضاوت نادرست، نسبت دادن تصمیم صحیح به خود، دید قمار بودن بورس، احساس جاماندگی از بازار
۱۲	عوامل فردی اجتماعی	شغل و تخصص فرد سرمایه‌گذار، محیط زندگی، عامل ژنتیک و وراثت، عقده‌های روانی بچگی، فرزند چندم خانواده، تربیت خانوادگی، ادامه شغل پدران، باورها و اعتقادات خانواده، انتظارات سرمایه‌گذار، نیازهای سرمایه‌گذار
۱۳	هوش هیجانی	خودآگاهی، خود مدیریتی، آگاهی اجتماعی و مدیریت رابطه
۱۴	ویژگی‌های روان‌شناختی	سبک زندگی، ارزش‌ها و گرایش‌ها و باورها
۱۵	جمعیت‌شناختی	جنسیت، سطح درآمد افراد، وضعیت ثروت افراد، تعداد فرزندان، سطح تحصیلات، وضعیت اشتغال، وضعیت تاهل و سن افراد
۱۶	ویژگی معاملات آنلاین	سهولت دسترسی و عدم محدودیت
۱۷	وضعیت شفافیت بازار	کمیته‌های نظارتی و نهادهای ناظر، اطمینان به وجود سازوکار شفافیت در بازار، عدم تقارن اطلاعاتی، محتوای اطلاعاتی اعلان‌ها، ابهام در بازار سرمایه، اطلاع‌رسانی مناسب، افشای به موقع
۱۸	وضع قوانین و مقررات	ابهام و تفسیر متفاوت از قوانین، وجود محدودیت‌ها ناشی از قوانین، شفافیت قانونی، عدم ثبات در قوانین و مقررات
۱۹	شرایط اقتصاد خرد و کلان	شاخص‌های کلان اقتصادی شامل: تاثیر نرخ تورم، توجه به درآمدهای نفتی، توجه به صادرات غیرنفتی، تاثیر نرخ اشتغال، تاثیر ثبات اقتصادی،

شاخص‌ها	مقوله‌های اصلی	ردیف
توجه به حجم نقدینگی، توجه به بازارهای موازی، تاثیر نرخ ارز، توجه به رشد تولید داخلی، توجه به سیاست‌های پولی و مالی، تاثیر نرخ بهره، تاثیر نرخ سود سپرده، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، تاثیر تعرفه‌های گمرکی، توجه به وضعیت صادرات و واردات، تاثیر سیاست‌های دولت در قبال بازار سرمایه، توجه به بودجه کل کشور، تاثیر رشد اقتصادی شاخص‌های خرد اقتصادی شامل: اقتصاد درون‌زا، شرایط محیطی، قیمت‌گذاری کالا و خدمات، توجه به تقاضای خانوار، تخصیص بهینه منابع		
توجه به وضعیت اقتصادی جهان، توجه به قیمت‌های جهانی و توجه به وقوع جنگ‌ها در سطح دنیا	شرایط اقتصاد جهانی	۲۰
احساس امنیت سیاسی و اجتماعی، تاثیر ثبات سیاسی، توجه به اخبار و تحولات سیاسی داخلی، توجه به اخبار و تحولات سیاسی بین‌المللی، توجه به اثر تحریم‌ها و سازمان‌های بین‌المللی	شرایط سیاسی	۲۱
توجه به اثر تقویمی، توجه به مثبت و منفی شدن شاخص کل	نوسانات بازار سهام	۲۲
تاثیر رفاه اجتماعی، تاثیر امنیت اجتماعی، تاثیر مسئولیت اجتماعی، تاثیر قومیت، تاثیر منطقه جغرافیایی	شرایط اجتماعی	۲۳
تاثیر اخبار و رسانه‌های عمومی، تاثیر سایت‌ها و شبکه‌های اجتماعی و تاثیر شایعات و شنیده‌ها در بازار	اخبار و اطلاعیه‌ها	۲۴
تاثیر فرهنگ ضعیف سرمایه‌گذاری، تاثیر محیط فرهنگی بر فرهنگ سرمایه‌گذاری و تاثیر باورها و اعتقادات بر فرهنگ سرمایه‌گذاری	شرایط فرهنگی سرمایه‌گذار	۲۵
ابزار و روش‌شناسی شامل: دلفی، تحلیل پیامدها، توجه به کلان‌روندها، پویش، الگوهای متداوم، تحلیل روند، شبیه‌سازی، سناریو نگاری و پایش روند. درک مفهوم آینده شامل: توانایی پیش بینی آینده، نحوه نگرش نسبت به آینده، توانایی شناسایی عوامل تاثیرگذار، توانایی برنامه‌ریزی برای آینده و توجه به رویدادهای غیرمنتظره.	آینده‌پژوهی فردی	۲۶

ردیف	مقوله‌های اصلی	شاخص‌ها
		روحیه آینده‌نگری شامل: احترام به ارزش‌ها و نگرش‌ها، توانایی پذیرش شکست، توانایی علمی در خلق آینده بهتر، داشتن صبر و تحمل لازم، استفاده از رهنمودها و توصیه‌ها، داشتن برنامه و استراتژی بلندمدت برای آینده، آشنایی با علوم و فناوری‌های نوین و داشتن هدف سرمایه‌گذاری.
۲۷	تعیین استراتژی سرمایه‌گذار	تعیین استراتژی زمانی، تعیین استراتژی رفتاری، تعیین استراتژی معاملاتی، تعیین استراتژی منابع سرمایه‌گذاری و تعیین استراتژی تحلیلی
۲۸	تعیین بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری	تعیین بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری
۲۹	انتخاب پرتفوی بهینه بر اساس مفهوم ریسک و بازده	تاثیر تنوع‌بخشی به سبد، تشکیل سبد از صنایع برتر، تشکیل سبد از همه بازارها، عدم تشکیل پرتفوی گسترده، میانگین P/E پرتفوی زیر میانگین بازار

منبع: نتایج پژوهش محقق به روش داده‌بنیاد

۴.۲. نتایج تحلیل میک‌مک

با توجه به تعداد ۲۹ متغیر نهایی انتخاب‌شده، ماتریس ۲۹×۲۹ تشکیل شد. ابتدا از طریق نظرخواهی از خبرگان در ماتریس متقاطع، امتیاز مربوط به هر متغیر وارد گردید. طبق نتایج نرم‌افزار (جدول شماره ۲) درجه پرشدگی ماتریس ۸۹/۶۶ درصد است که نشان می‌دهد عوامل انتخاب‌شده تاثیر زیادی بر روی هم گذاشته‌اند. از مجموع ۷۵۴ رابطه قابل ارزیابی در این ماتریس، ۸۷ رابطه عددشان صفر بوده است که به این معنی است عوامل بر همدیگر تاثیر نگذاشته یا از همدیگر تاثیر نپذیرفته‌اند. ۳۲۱ رابطه دارای عدد یک، یعنی تاثیر کمی نسبت به هم داشته‌اند، ۳۲۴ رابطه عددشان ۲ بوده است بدین معنی که رابطه‌ی تاثیرگذاری به نسبت قوی داشته‌اند و ۱۰۹ رابطه عددشان ۳

بوده است بدین معنی که روابط عامل‌های کلیدی بسیار زیاد بوده است و از تأثیرگذاری و تأثیرپذیری زیادی برخوردار بوده‌اند.

جدول شماره ۲. ویژگی‌های ماتریس متغیرهای راهبردی مورد مطالعه

شاخص	عدد
اندازه ماتریس	۲۹*۲۹
تعداد تکرار	۲
تعداد صفرها (بدون تاثیر)	۸۷
تعداد یک‌ها (تأثیرگذار)	۳۲۱
تعداد دوها (تقویت‌کننده)	۳۲۴
تعداد سه‌ها (توانمندساز)	۱۰۹
جمع	۷۵۴
درجه پرشدگی	۸۹/۶۶

در ماتریس متقاطع جمع اعداد سطرهای هر متغیر، میزان تأثیرگذاری و جمع ستونی هر متغیر نیز میزان تأثیرپذیری آن متغیر را از متغیرهای دیگر نشان می‌دهد. ماتریس اثرات مستقیم عوامل ۲۹ گانه در ادامه آورده شده است. درجه مطلوبیت ماتریس اثرات بهینه‌شدگی ۱۰۰ درصد برخوردار بوده که حاکی از روایی بالای پرسشنامه و پاسخ‌های مربوط به آن است.

با توجه به این‌که در نقشه ماتریس اثرات مستقیم، محور Xها میزان تأثیرپذیری و محور Yها میزان تأثیرگذاری هر یک از عوامل را نشان می‌دهند، متغیرهایی که دارای تأثیرگذاری بیشتر و تأثیرپذیری کمتری بودند به‌عنوان پیشران‌های کلیدی انتخاب خواهند شد. پیشران‌ها تأثیرگذارترین نیروهای شناخته‌شده بر روی یک موضوع هستند که در روابط متقابل بین مولفه‌ها، روندها و قابلیت جهت‌دادن و تغییر جهت را دارند.

جدول شماره ۳. نتایج جمع ماتریس اثرات مستقیم عوامل ۲۹ گانه

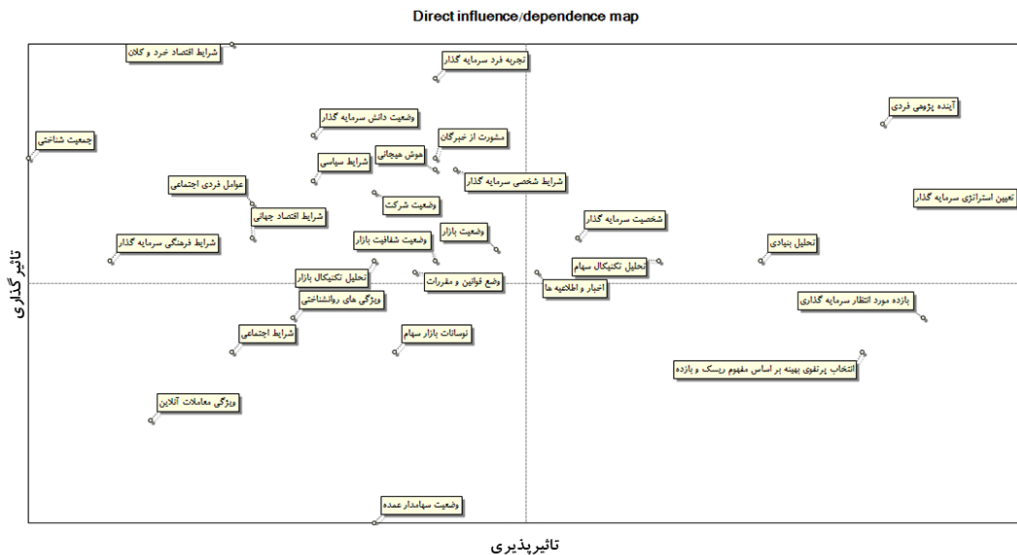
ردیف	مقوله‌ها	تاثیرگذاری	تاثیرپذیری	خالص تاثیرگذاری
۱	وضعیت بازار	۴۴	۴۷	۳-
۲	وضعیت شرکت	۴۹	۴۱	۸
۳	تجربه فرد سرمایه‌گذار	۵۹	۴۴	۱۵
۴	وضعیت دانش سرمایه‌گذار	۵۴	۳۸	۱۶
۵	مشورت از خبرگان	۵۲	۴۴	۸
۶	وضعیت سهامدار عمده	۲۰	۴۱	۲۱-
۷	تحلیل بنیادی	۴۳	۶۰	۱۷-
۸	تحلیل تکنیکال سهام	۴۳	۵۵	۱۲-
۹	تحلیل تکنیکال بازار	۴۳	۴۱	۲
۱۰	شرایط شخصی سرمایه‌گذار	۵۱	۴۵	۶
۱۱	شخصیت سرمایه‌گذار	۴۵	۵۱	۶-
۱۲	عوامل فردی اجتماعی	۴۸	۳۵	۱۳
۱۳	هوش هیجانی	۵۱	۴۴	۷
۱۴	ویژگی‌های روان‌شناختی	۳۸	۳۷	۱
۱۵	جمعیت‌شناختی	۵۲	۲۴	۲۸
۱۶	ویژگی معاملات آنلاین	۲۹	۳۰	۱-
۱۷	وضعیت شفافیت بازار	۴۳	۴۴	۱-
۱۸	وضع قوانین و مقررات	۴۲	۴۳	۱-
۱۹	شرایط اقتصاد خرد و کلان	۶۲	۳۴	۲۸
۲۰	شرایط اقتصاد جهانی	۴۵	۳۵	۱۰
۲۱	شرایط سیاسی	۵۰	۳۸	۱۲

۷-	۴۲	۳۵	نوسانات بازار سهام	۲۲
۱	۳۴	۳۵	شرایط اجتماعی	۲۳
۷-	۴۹	۴۲	اخبار و اطلاعیه‌ها	۲۴
۱۵	۲۸	۴۳	شرایط فرهنگی سرمایه‌گذار	۲۵
۱۱-	۶۶	۵۵	آینده‌پژوهی فردی	۲۶
۲۳-	۷۳	۵۰	تعیین استراتژی سرمایه‌گذار	۲۷
۳۰-	۶۸	۳۸	تعیین بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری	۲۸
۳۰-	۶۵	۳۵	انتخاب پرتفوی بهینه بر اساس مفهوم ریسک و بازده	۲۹

تحلیل نتایج میک‌مک (نتایج جدول شماره ۳) نشان می‌دهد عوامل جمعیت‌شناختی و شرایط اقتصاد خرد و کلان با شدت ۲۸، وضعیت دانش سرمایه‌گذار با شدت ۱۶، تجربه فرد سرمایه‌گذار و شرایط فرهنگی سرمایه‌گذار با شدت ۱۵، عوامل فردی اجتماعی با شدت ۱۳ و شرایط سیاسی با شدت ۱۲ جزو متغیرهای ورودی و به‌عنوان پیشران‌های کلیدی در ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه تعیین شدند.

۴.۳. نقشه‌های خروجی

از طریق نرم‌افزار میک‌مک و با توجه به نمودار تحلیل متغیرها در ماتریس اثرات مستقیم (نمودار شماره ۲) به بررسی نقشه تأثیرات مستقیم خروجی از نرم‌افزار میک‌مک پرداخته شد.



نمودار شماره ۲. نقشه تأثیر گذاری و تأثیر پذیری مستقیم عوامل

۱- متغیرهایی که در گوشه سمت راست بالای نمودار قرار می گیرند، بیشترین تأثیر پذیری یا وابستگی به دیگر متغیرها و نیز بیشترین تأثیر گذاری را بر متغیرهای دیگر دارند. به این متغیرها، متغیرهای اعتماد گفته می شود. این متغیرها در واقع شاخص ناپایداری در یک سیستم هستند زیرا به دلیل وابستگی به متغیرهای دیگر به سرعت تأثیرات را جذب می کنند. به دلیل تأثیر گذاری به سرعت تأثیرات را انتقال می دهند. به بیان دیگر، سرعت تأثیر گذاری و تأثیر پذیری این متغیرها، سبب می شود که قابلیت بالایی برای برهم زدن ناپایداری سیستم داشته باشند.

با توجه به جای گیری معیارهای آینده پژوهی فردی، تعیین استراتژی سرمایه گذار، تحلیل بنیادی و تحلیل تکنیکال و شخصیت سرمایه گذار در قسمت بالا سمت راست ماتریس، می توان گفت این عوامل از وابستگی بالا و قدرت هدایت بالا برخوردار هستند. به عبارتی تأثیر گذاری و تأثیر پذیری این معیارها بسیار بالاست و هر تغییر کوچکی بر روی این متغیرها باعث تغییرات اساسی در سیستم می شود.

۲- متغیرهای با کمترین وابستگی و بیشترین تأثیر - گوشه سمت چپ بالا - پیشرانهای اثرگذار یک سیستم هستند. بر اساس نتایج به دست آمده از نمودار شماره ۲ نقشه اثرات مستقیم تعدادی از

شاخص‌ها از جمله شاخص‌های جمعیت شناختی، اقتصاد خرد و کلان، وضعیت دانش سرمایه‌گذاری، شرایط اقتصاد جهانی، هوش هیجانی، شرایط سیاسی، عوامل فردی اجتماعی، شرایط فرهنگی سرمایه‌گذار و ... در ماتریس مستقل جای گرفتند. این بدان معناست که این متغیر دارای وابستگی کم و هدایت بالا هستند؛ به عبارتی دیگر تاثیرگذاری بالا و تاثیرپذیری کم از ویژگی‌های این متغیرها است.

۳- متغیرهای با کمترین تاثیرگذاری و بیشترین وابستگی یا تاثیرپذیری - گوشه سمت راست پایین - آن‌هایی هستند که بیشترین تاثیر را از تغییر در شرایط یک سیستم می‌پذیرند. به این متغیرها، متغیرهای وابسته می‌گویند. تغییر در این متغیرها گاه در نتیجه تاثیر متغیرهای پیشران است و گاهی این تاثیرپذیری در واقع تاثیر غیرمستقیم اثر پیشران‌ها بر متغیرهای اعتماد (گوشه سمت راست بالا) است. دو متغیر انتخاب پرتفوی بهینه بر اساس مفهوم ریسک و بازده و بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری به عنوان متغیرهای با بیشترین تاثیرپذیری انتخاب شدند.

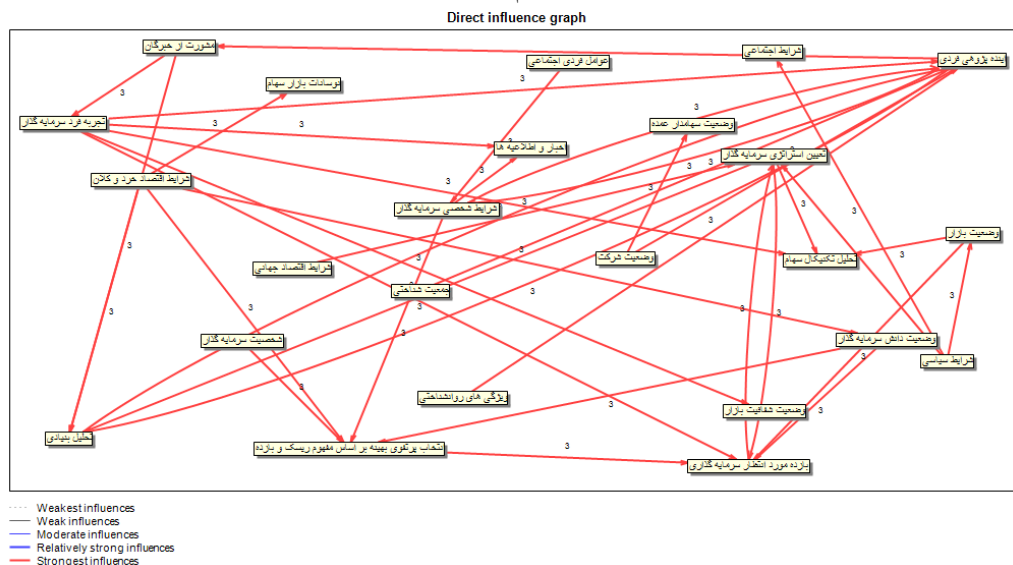
۴- متغیرهایی که در سمت چپ پایین نمودار قرار می‌گیرند، هم تاثیرگذاری کمی دارند و هم وابستگی کمی به دیگر متغیرها دارند. این دسته از متغیرها کمترین اهمیت را در یک سیستم دارند و می‌توان آن‌ها را حذف کرد؛ بنابراین متغیرهای وضعیت سهامدار عمده، نوسانات بازار سهام، ویژگی معاملات آنلاین، شرایط اجتماعی و ویژگی‌های روان‌شناختی به عنوان متغیرهای مستقل شناخته شدند.

در این بخش شاهد هستیم که مقوله‌ی آینده‌پژوهی فردی نسبت به سایر مقوله‌ها از تاثیرپذیری و تاثیرگذاری بسیار بالایی برخوردار است. همچنین این متغیر با قرارگیری بر روی خط ریسک، به عنوان پرریسک‌ترین مقوله انتخاب شد.

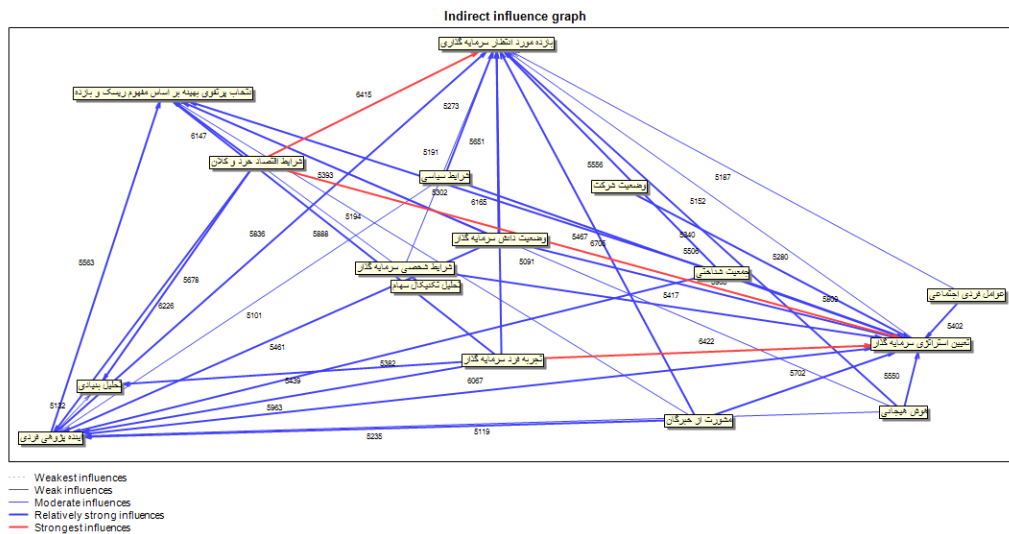
سه متغیر شخصیت سرمایه‌گذار، وضعیت بازار و توجه به اخبار و اطلاعات به عنوان متغیرهای تنظیمی در مرکز نمودار قرار گرفتند.

متغیرهای شرایط اقتصاد جهانی، وضعیت شفافیت بازار، تحلیل تکنیکال بازار و وضع قوانین و مقررات به عنوان چهار متغیر تعیین‌کننده در بخش اثرگذارترین شاخص‌ها تعیین شدند. دو متغیر جمعیت شناختی و شرایط فرهنگی سرمایه‌گذار به عنوان متغیرهای بافتی، دو متغیر تحلیل بنیادی و تحلیل تکنیکال سهام به عنوان متغیرهای هدف تعیین شدند.

نمودار شماره ۳ و ۴ نیز نقشه روابط بین متغیرها را نشان می‌دهد. نمودار شماره ۳ تحلیل شدت ارتباط در تأثیرگذاری مستقیم متغیرها در سطح ۵٪ و نمودار شماره ۴ تحلیل شدت ارتباط در تأثیرگذاری غیرمستقیم متغیرها در سطح ۵٪ است، از مجموع رابطه‌های قابل ارزیابی بین آنها مشخص می‌شود که ۲۴ مقوله تأثیرگذاری مستقیم بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران داشتند.



نمودار شماره ۳. تأثیرات مستقیم بین متغیرها



نمودار شماره ۴. تأثیرات غیرمستقیم بین متغیرها

بر اساس نتایج به دست آمده از نمودار، ارتباط شرایط اقتصاد خرد و کلان ارتباط بسیار قوی با دو مقوله‌ی تعیین استراتژی سرمایه‌گذار و بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری و تجربه فرد سرمایه‌گذار نیز تأثیر بسیار قوی بر تعیین استراتژی سرمایه‌گذار داشته‌اند. همچنین بین مقوله‌ی آینده‌پژوهی فردی و مقوله‌های تعیین استراتژی سرمایه‌گذار و انتخاب پرتفوی بهینه بر اساس مفهوم ریسک و بازده ارتباطی قوی برقرار است. سایر عوامل نقش کمتر از جهت روابط قدرتمند دارند. بر اساس خروجی نرم‌افزار میک‌مک، میزان تاثیرگذاری هر یک از ماتریس‌های مستقیم و غیرمستقیم رتبه‌بندی شده است. (جدول شماره ۴)

جدول شماره ۴. رتبه‌بندی عوامل بر اساس میزان تاثیرگذاری

Rank	Variable	Variable
1	Var19 - شرایط اقتصاد خرد و کلان	- Var19
2	Var03 - تجربه فرد سرمایه گذار	- Var03
3	Var26 - آینده پژوهی فردی	- Var26
4	Var04 - وضعیت دانش سرمایه گذار	- Var04
5	Var05 - مشورت از خبرگان	- Var15
6	Var15 - جمعیت شناختی	- Var05
7	Var10 - شرایط شخصی سرمایه گذار	- Var13
8	Var13 - هوش هیجانی	- Var21
9	Var21 - شرایط سیاسی	- Var10
10	Var27 - تعیین استراتژی سرمایه گذار	- Var12
11	Var02 - وضعیت شرکت	- Var27
12	Var12 - عوامل فردی اجتماعی	- Var02
13	Var20 - شرایط اقتصاد جهانی	- Var11
14	Var11 - شخصیت سرمایه گذار	- Var20
15	Var01 - وضعیت بازار	- Var25
16	Var09 - تحلیل تکنیکال بازار	- Var07
17	Var07 - تحلیل بنیادی	- Var08
18	Var08 - تحلیل تکنیکال سهام	- Var01
19	Var17 - وضعیت شفافیت بازار	- Var17
20	Var25 - شرایط فرهنگی سرمایه گذار	- Var24
21	Var18 - وضع قوانین و مقررات	- Var09
22	Var24 - اخبار و اطلاعاتی ها	- Var18
23	Var28 - بازده مورد انتظار سرمایه گذاری	- Var14
24	Var14 - ویژگی های روانشناختی	- Var28
25	Var29 - انتخاب برتوی بینه براساس مفهوم ریسک و بازده	- Var29
26	Var22 - نوسانات بازار سهام	- Var23
27	Var23 - شرایط اجتماعی	- Var22
28	Var16 - ویژگی معاملات آنلاین	- Var16
29	Var06 - وضعیت سهامدار عمده	- Var06

با بررسی اطلاعات به دست آمده در جدول اثرگذاری مستقیم و غیرمستقیم چهار مقوله‌ی شرایط اقتصاد خرد و کلان، تجربه فرد سرمایه گذار، آینده پژوهی فردی و وضعیت دانش سرمایه گذار به عنوان اولویت اول، دوم، سوم و چهارم در دو ستون اثرگذاری مستقیم و ستون اثرگذاری غیرمستقیم قرار گرفتند.

۵. بحث و نتیجه گیری

وجود سوگیری‌های رفتاری گوناگون در فرایند تصمیم‌گیری و انتخاب سهام در بازارهای سرمایه یکی از مسایل مهم در مالی رفتاری به شمار رفته که ظرفیت ریسک‌پذیری و ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران را تحت تاثیر قرار می‌دهد. آینده پژوهی فردی یکی از ویژگی‌های حال حاضر علم

مدیریت است که می‌تواند ریسک سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه را به‌درستی مدیریت نماید. در این پژوهش به دنبال شناسایی عوامل مؤثر بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه بودیم که در این خصوص ۲۹ مقوله شناسایی شد. از بین این مقوله‌ها، مواردی که در ادامه تشریح می‌گردد به‌عنوان مقوله‌های پیشران و با تاثیرگذاری بالا در ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران تعیین شدند.

اولین شاخص اثرگذار، شرایط اقتصاد خرد و کلان هست؛ وضعیت اقتصاد خرد و کلان که در رتبه‌بندی عوامل اثرگذار (جدول شماره ۴)، رتبه اول اثرگذاری مستقیم و غیرمستقیم بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران را به خود اختصاص داد با شدت اثرگذاری بالا (جدول شماره ۳) به‌عنوان عامل پیشران نیز انتخاب شد؛ بنابراین، از نظر خبرگان بازار سرمایه توجه به متغیرهای کلان اقتصادی از جمله نرخ ارز، نرخ تورم، نرخ بهره بانکی و نرخ سود سپرده، حجم نقدینگی و وضعیت بازارهای موازی از جمله بازار مسکن، ارز، سپرده و...، وضعیت صادرات و واردات، سیاست‌های پولی و مالی و تعرفه‌های گمرکی، قیمت نفت و درآمدهای نفتی و صادرات غیرنفتی، توجه به سیاست‌های دولت در قبال بازار سرمایه، بودجه کل کشور و میزان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و نیز توجه به متغیرهای خرد اقتصادی شامل توجه به قیمت‌گذاری کالا و خدمات در اقتصاد کشور، میزان تقاضای خانوار در اقتصاد و تخصیص بهینه منابع در اقتصاد تاثیرگذاری بالایی بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران به همراه دارند. از آنجاکه این دسته عوامل خارج از اختیارات مدیریت شرکت مورد سرمایه‌گذاری بوده و تأثیر بسزایی در عملکرد شرکت‌ها و در نتیجه تصمیمات سرمایه‌گذاران ایفا می‌کنند، باید همواره در تعیین پرتفوی بهینه بر اساس مفاهیم ریسک و بازده موردتوجه سرمایه‌گذاران باشند؛ بنابراین در بازار سرمایه عوامل تأثیرگذار اقتصادی با ابعاد خرد و کلان بسیار زیادی وجود دارد که بر روی وضعیت این بازار نقش تعیین‌کننده‌ای دارند و فعالیت‌های فعالان بازار سرمایه را تحت‌الشعاع قرار می‌دهند؛ نتایج این پژوهش نشان داد که توجه به این عوامل برای سهامداران بسیار مهم تلقی می‌شود و سرمایه‌گذاران در هر اقدامی برای سرمایه‌گذاری باید وضعیت اقتصاد خرد و کلان را مورد تجزیه و تحلیل و توجه ویژه قرار داده که عدم توجه به این عوامل باعث خسران آن‌ها می‌شود. این نتایج با بسیاری از پژوهش‌های داخلی و خارجی صورت گرفته مبنی بر تاثیر بالای متغیرهای خرد و کلان اقتصادی بر تغییرات بازده و

ارزش بازار سهام، از جمله پژوهش داودی، خوزین و نادریان (۱۴۰۱) آسیابی اقدم، رحیم زاده و رجائی (۱۴۰۱) یزدانی ورزی، معماریان و نبوی چاشمی (۱۴۰۰)، ابراهیمی (۱۳۹۸)، کاویانی و همکاران (۱۳۹۸)، فدایی نژاد و فراهانی (۱۳۹۶)، شهرآبادی و بالسنی (۱۳۹۱)، ترابی و هومن (۱۳۹۰)، صمدی و بیانی (۱۳۹۰)، واعظ برزانی و همکاران (۱۳۸۸)، رهنمای رودپشتی و همکاران (۱۳۸۴)، عزیزی (۱۳۸۳)، محرابیان (۱۳۸۳)، جلالی نائینی و قالیباف (۱۳۸۲) و تقوی و محمدزاده (۱۳۸۱) مطابقت دارد.

تجربه فرد سرمایه‌گذار به‌عنوان دومین عامل اثرگذار مستقیم و غیرمستقیم بر ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران در جدول شماره ۴ و نیز چهارمین مقوله‌ی پیشران در جدول شماره ۳ را به خود اختصاص داد؛ بنابراین از نظر خبرگان بازار سرمایه، استفاده از تجربیات پیشین توسط سرمایه‌گذاران، بسیار اثرگذار در ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران است. این متغیر همواره در پژوهش‌های گذشته به‌عنوان متغیری تاثیرگذار بر رفتار تصمیم‌گیری، تمایلات سرمایه‌گذاران و ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران معرفی شد؛ از این رو، این نتیجه با نتایج حاصل از پژوهش‌های داودی، خوزین و نادریان (۱۴۰۱)، سلیمی، ابراهیمی شقاقی و مشایخی فرد (۱۴۰۰)، نایب محسنی، خلیفه سلطانی و حجازی (۱۴۰۰)، عبدالرحیمیان، ترابی، صادقی شریف و دارابی (۱۳۹۷)، مطابقت دارد. در صورتی که سرمایه‌گذار، فردی تازه‌کار و با تجربه پایین است باید به‌صورت غیرمستقیم اقدام به سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه نماید. به این معنی که با سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری، جهت کاهش ریسک پرتفوی سرمایه‌گذاری با مشورت از خبرگان شامل توجه به راهنمایی‌ها و توصیه‌های افراد با سابقه و معتمد و مشورت گرفتن از معامله‌گران حرفه‌ای و کارگزاران و ... و یا به‌صورت سرمایه‌گذاری غیرمستقیم از طریق سبدگردان‌های اختصاصی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری تا میزان زیادی ریسک خود را مدیریت نماید.

متغیر آینده‌پژوهی فردی توانسته در این پژوهش به‌عنوان سومین عامل تاثیرگذار مستقیم و غیرمستقیم بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران از سوی خبرگان بازار سرمایه تعیین شود. با توجه به ابعاد و سوالات مطرح شده در پژوهش، موارد زیر به‌عنوان مهم‌ترین ابزارها و روش‌های آینده‌پژوهی باید توسط سرمایه‌گذاران مورد توجه قرار گیرد:

- پایش مداوم پیامدها از جمله پیامدهای سیاسی، اقتصادی و اجتماعی،

- تلاش مداوم برای شناسایی تغییرات عمده در محیط اقتصادی، اجتماعی و سیاسی و پیش بینی اثرات آن تغییرات در آینده،
 - شناسایی و تجزیه و تحلیل مسائل مربوط به تغییرات نیازهای جامعه، تغییر سبک زندگی مردم، تغییر در اولویت‌های مصرف مردم در آینده،
 - توجه به روند چند سال گذشته و پیش بینی روندهای احتمالی آینده با استفاده از سوابق تاریخی و تاثیر متقابل متغیرهای مختلف بر روی روند حرکتی،
 - تدوین سناریوهای متفاوت برای آینده‌های متفاوت که احتمالاً رخ خواهند داد،
 - پایش مداوم روندهای متغیرهای مهم و تاثیرگذار،
 - برنامه‌ریزی لازم و داشتن آمادگی برای مواجه شدن با هر اتفاق ناشی از اعمال و رفتار خود در آینده،
 - تفکر و برنامه‌ریزی رویدادهای غیرمنتظره که احتمال رخداد آنها بسیار پایین اما تاثیر آنها بسیار زیاد است،
 - آشنایی با علوم و دانش‌های مختلف و توانایی بررسی موضوعات از زوایای گوناگون،
 - داشتن قدرت صبر و تحمل برای ایجاد تغییر و دستیابی به نتیجه عدم احساس اضطراب و تردید و نگرانی نسبت به آینده،
 - انجام برنامه‌ریزی بلندمدت و کوتاه‌مدت و توانایی اندیشیدن درباره‌ی آینده‌های دور،
 - بهره‌گیری از فناوری‌های جدید برای دستیابی به دانش بیشتر و جدیدتر،
- از این رو، نتایج تحقیق نشان داد، برای داشتن یک سرمایه‌گذاری موفق در بازار سرمایه، سرمایه‌گذار بعد از تعیین بازار هدف سرمایه‌گذاری و انتخاب بازار سهام از بین بازارهای موازی، باید هم‌زمان با داشتن روحیه آینده‌نگری و درک مفاهیم و روش‌های آینده‌پژوهی فردی، روش‌ها و تکنیک‌های آینده‌پژوهی را نیز به صورت موثر در سرمایه‌گذاری‌ها به کاربرد تا بتواند پرتفوی مطلوب خود را بر اساس مفاهیم ریسک و بازده ایجاد نماید.
- همچنین وضعیت دانش سرمایه‌گذار متغیری است که به عنوان رتبه چهارم تاثیرگذاری (جدول شماره ۴) و نیز به عنوان عامل پیشران با شدت اثرگذاری بالا (جدول شماره ۳) از سوی خبرگان تعیین شد. در پژوهش‌های گذشته این متغیر با عناوینی همچون سواد مالی، نگرش مالی، رفتار مالی

و ... به عنوان متغیری تاثیرگذار بر تورش های رفتاری و رفتار تصمیم گیری معرفی شد. از این رو، این نتیجه با نتایج پژوهش های انجام شده توسط داودی، خوزین و نادریان (۱۴۰۱)، سلیمی، ابراهیمی شقاقی و مشایخی فرد (۱۴۰۰)، نایب محسنی، خلیفه سلطانی و حجازی (۱۴۰۰)، حسن زاده، دهقان و علیخانی (۱۳۹۸)، رحمانی نوروزآباد و محمدی (۱۳۹۸)، میرمحمدی صدرآبادی و شاکریان (۱۳۹۸)، عبدالرحیمیان، ترابی، صادقی شریف و دارابی (۱۳۹۷)، هراتیان و پیری (۱۳۹۶)، قالمق، یعقوب نژاد و فلاح شمس (۱۳۹۵)، صفری (۱۳۹۵)، ضیایی پور و میلادیان (۱۳۹۵)، مطابقت دارد. دانش سرمایه گذار سه مفهوم داشتن دانش سرمایه گذاری، داشتن سواد مالی و داشتن دانش تابلو خوانی را شامل می شد. داشتن دانش سرمایه گذاری شامل آشنایی کامل با مبانی و اصول و قوانین بازار سرمایه، آشنایی با دانش معامله آنلاین و توانایی تحلیل مسائل اقتصادی و توانایی شناخت بازار و پیش بینی رفتار سرمایه گذاران بوده است. داشتن سواد مالی شامل توانایی تحلیل گزارشات حسابرسی سالانه شرکت ها و پیش بینی رویدادهای موثر در کسب سود و سود قابل تقسیم آینده، آگاهی از ارزش دارایی های شرکت و ارزش جایگزینی و نیز آموزش های لازم و کافی در زمینه های مسائل حسابداری و مالی، توانایی ارزیابی و مدیریت مؤثر امور مالی شخصی به منظور تصمیم گیری های عاقلانه و نیز توانایی قضاوت آگاهانه و تصمیم گیری موثر در استفاده از منابع پولی و مدیریت آن را مطرح می نمود و نیز داشتن دانش تابلوخوانی شامل توجه به حجم مشکوک معاملات و قدرت خریدار و فروشنده، خرید و فروش حقوقی، معاملات کد به کد، ورود خریدارهای قوی و پول هوشمند به سهام را می شد که از نظر خبرگان به عنوان یکی از مهم ترین متغیرها در ظرفیت ریسک پذیری سرمایه گذاران تعیین گردید؛ بنابراین، نتایج تحقیق نشان داد، داشتن دانش سرمایه گذاری در ابعاد تعیین شده تا حدود بسیار زیادی ریسک پرتفوی سرمایه گذاری را کاهش می دهد. از بعد میزان سواد مالی سرمایه گذار- یعنی توانایی درک و به کارگیری موثر مهارت های مالی مختلف که به افراد کمک می کند با پول خود تصمیمات هوشمندانه بگیرند تا بتوانند به رفاه مالی دست یابند- می توان گفت، از نظر خبرگان بازار سرمایه، یکی از عوامل بسیار مهم تشخیص داده شد. به این معنی که وقتی سرمایه گذار دانش بیشتری در مورد سرمایه گذاری ها به دست می آورد (ادراک ریسک)، احتمال بیشتری دارد نسبت به سهامدار تازه کار، سرمایه گذاری در سهام را کم ریسک تر بداند؛ زیرا سرمایه گذار، با شناخت توان ریسک پذیری خود می تواند از

سرمایه‌گذاری‌هایی که امکان دارد او را نگران‌تر کند، اجتناب نماید. از این رو، توصیه می‌شود سرمایه‌گذارانی که دارای دانش سرمایه‌گذاری پایینی هستند، به صورت غیرمستقیم و از طریق سبدگردان‌های اختصاصی و یا صندوق‌های سرمایه‌گذاری، اقدام به سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه نمایند.

بازار سرمایه به‌عنوان یکی از رکن‌های بازار مالی نقش مهمی در رشد و توسعه اقتصاد کشورها از طریق همراه ساختن امکانات مالی و سرمایه‌ای بازی می‌کند، لذا این بازار همواره به‌عنوان نبض اقتصاد کشور مورد توجه تحلیلگران اقتصادی می‌باشد؛ این بازار می‌تواند سرمایه‌های خرد و سرگردان در اقتصاد را جهت استفاده بهینه متمرکز نماید که موجب چرخش چرخه اقتصادی شده و در مهار تورم و افزایش تولیدات نقش اساسی ایفا می‌کند. نتایج این مطالعه تلنگری است برای سرمایه‌گذاران بازار سرمایه که در صورت عدم شناخت یا توجه به هر یک از مقوله‌های یادشده در این پژوهش، باید منتظر پیامدهای منفی احتمالی ناشی از هرگونه تصمیم در بازار سرمایه باشد.

منابع

ابراهیمی سروعلیا، محمدحسن و صابونچی، امین. (۱۳۹۸). نقش عوامل جمعیت شناختی در تبیین تحمل ریسک سرمایه‌گذاران حقیقی و رفتار ریسک‌پذیری آنان. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری ۸ (۳۲): ۲۱۷-۲۳۴.

بیات، علی و آب‌چر، بهجت. (۱۳۹۶). تأثیر حرفه‌ای‌گرایی و سبک‌های تصمیم‌گیری بر سطح ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران. مجله دانش حسابداری، ۸ (۲): ۱۳۳-۱۵۷.

<https://doi.org/10.22103/jak.2017.1678>

دادرس، کیوان؛ طلوعی اشلقی، عباس و رادفر، رضا. (۱۳۹۷). نقش مالی رفتاری در درک رفتار سرمایه‌گذاران فردی (مرور شواهد تجربی از بورس اوراق بهادار تهران). دانش سرمایه‌گذاری ۲۸ (۷): ۸۳-۱۰۲.

دانایی فرد، حسن و اسلامی، آذر. (۱۳۹۰). ساخت نظریه بی‌تفاوتی سازمانی: کاربرد استراتژی پژوهی داده. تهران: دانشگاه امام صادق (ع).

- دانایی فرد، حسن؛ الوانی، سید مهدی و آذر، عادل. (۱۳۹۸). روش‌شناسی پژوهش کیفی در مدیریت: رویکردی جامع. جلد چاپ ششم. تهران: انتشارات صفار.
- دانایی فرد، حسن و اسلامی، آذر. (۱۳۹۰). کاربرد استراتژی نظریه داده بنیاد در عمل، ساخت نظریه بی‌تفاوتی سازمانی. تهران: انتشارات دانشگاه امام صادق (ع).
- دانایی فرد، حسن و امامی، سید مجتبی. (۱۳۸۶). استراتژی‌های پژوهش کیفی: تأملی بر نظریه‌پردازی داده بنیاد. اندیشه مدیریت ۱ (۲): ۶۹ تا ۷۶.
- داودی، اکرم؛ خوزین، علی و نادریان، آرش. (۱۴۰۱). تمایلات سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه: تحلیل بازگشتی، علل و عوامل آن. مجله توسعه و سرمایه ۷ (۲): ۱۹۱-۲۱۲.
- داوودی، علیرضا و مبارکی، علیرضا. (۱۳۹۵). بررسی و رتبه‌بندی عوامل موثر بر رفتار ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی بورس اوراق بهاداری تهران با استفاده از تکنیک تحلیل پوششی داده‌ها. مطالعات اقتصاد، مدیریت مالی و حسابداری ۲ (۲): ۱۳۵-۱۳۵.
- راعی، رضا و تلنگی، احمد. (۱۳۹۳). مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته. تهران: چاپ اول، انتشارات سمت.
- رحمانی، علی و مرشیدی، فاطمه. (۱۳۹۶). بررسی رابطه برخی از شاخصه‌های جمعیتی سرمایه‌گذاران با رفتار توده‌وار در بورس اوراق بهادار تهران. دانش سرمایه‌گذاری ۶ (۲۴): ۲۱۴-۲۰۳.
- رحمانی‌نوروزآباد، سامان و محمدی، اسفندیار. (۱۳۹۸). پیامدهای سواد مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران و عملکرد سرمایه‌گذاری. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار ۱۲ (۴۱): ۱۱۳-۱۲۳.
- سعدی، رسول؛ قلی‌پور، آریین و قلی‌پور، فتانه. (۱۳۸۹). بررسی شدت شخصیت سرمایه‌گذاران و خطاهای ادراکی در سرمایه‌گذاری آن‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی ۲۹ (۱۲): ۴۱-۵۱.
- عین‌آبادی، جواد؛ خوش‌فطرت، نیلوفر و باباخانی قاضیجھانی، علی. (۱۴۰۱). بررسی ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران بازارهای مالی و ارتباط آن با سواد مالی. چشم‌انداز حسابداری و مدیریت ۵ (۷۲): ۸۶-۹۵.
- فرهادی شریف‌آباد، محسن و دعائی، میثم. (۱۴۰۰). مدل‌سازی تمایلات سرمایه‌گذاران با تأکید بر عوامل روان‌شناختی با استفاده روش دلفی فازی و دیمتل. فصلنامه علمی پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری ۵: ۱۱۳-۱۴۴.
- فلاح شمس لیالستانی، میرفیض؛ قالیباف اصل، حسن و سرابی نوبخت، سمیرا. (۱۳۸۹). بررسی اثر تجربه بر ریسک‌پذیری، بیش اطمینانی و رفتار توده‌وار مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بورس اوراق بهادار ۳ (۱۲): ۲۵-۴۲.

فهیمی دوآب، رکسانا. (۱۳۸۴). بررسی درجه اهمیت عوامل موثر بر رفتار سرمایه‌گذاران سهام عادی در تالار بورس اوراق بهادار مشهد و مقایسه تطبیقی آن با رفتار سرمایه‌گذاران در تالار بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی دانشگاه الزهرا. کورنیش، ادوارد. (۱۳۹۴). *آینده‌پژوهی پیشرفته*. (سیاوش ملکی فر و فرخنده ملکی فر، مترجمان). تهران: نشر آینده‌پژوه.

لاری سمنا، بهروز. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر حالت‌های روحی در ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران. *مدیریت دارایی و تامین مالی*، ۶ (۱): ۱۰۷-۱۲۰.

<https://doi.org/10.22108/amf.2017.21352>

میربزرگی، سید پوریا، همت‌فر، محمود و جنانی، محمدحسن. (۱۴۰۱). تبیین الگوی مناسب قدرت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران بر اساس ویژگی‌های شخصیتی. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی* ۱۴(۵۳): ۱۶۱-۱۳۵.

میرهاشمی نسب، سید امیر؛ محمدزاده، امیر؛ محمدنوربخش لنگرودی، محسن و آخوندی، نسرين. (۱۳۹۸). ارائه مدلی برای بررسی تأثیرات ریسک‌پذیری، ویژگی‌های فردی و فرهنگی بر بروز رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. *نشریه چشم‌انداز مدیریت مالی* ۹(۲۸): ۹۰-۶۵.

وديعی، محمدحسین و شکوهی‌زاده، محمود. (۱۳۹۱). بررسی معیارهای مالی موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار. *دانش حسابداری* ۳ (۸): ۱۷۱-۱۵۱.

Alex, W. (2009). Interplay of Investors' Financial Knowledge and Risk Taking. *Journal of Behavioral Finance*, 10(4), 204-213. DOI: 10.1080/15427560903369292

Arcade, J., Godet, M., Meunier, F. & Roubelat, F. (1999). Structural analysis with the MICMAC method & Actor's strategy with MACTOR method. *Futures Research Methodology, American Council for the United Nations University: The Millennium Project*, 1-69.

Charmaz, K. (2000). Grounded theory: Objectivist and constructivist methods. In Denzin N., Lincoln Y. (Eds.), *Handbook of qualitative research* (2nd ed., pp. 509-535). Thousand Oaks, CA: Sage.

Bell, W. (2009). *Foundations of Futures Studies: Human science for a new era: History, Purposes, Knowledge*. New Brunswick: Transaction Publishers.

Blasco, N., Corredor, P., & Ferreruela. S. (2017). Can agents sensitive to cultural, organizational and environmental issues avoid herding? *Finance Research Letters*. 22, 114-121. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2017.01.006>

Brown, L. C. & Barnwell, T. O. (1987). The enhanced stream water quality models QUAL2E and QUAL2E-UNCAS: Documentation and User Manual. *Tufts University and US EPA*. 6, 3-87.

Creswell (2005). *Educational Research: Planning, Conducting and Evaluating Quantitative and Qualitative Research*. Upper Saddle River, NJ: Merrill Prentice Hall.

- Daniel, K., Hirshleifer, D. & Subrahmanyam, A. (1998). Investor Psychology and Security Market Under-and Overreactions, *The Journal of Finance*, 53(6), 1839-85. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00077>
- Glaser, B. G. (1998). *Doing Grounded Theory: Issues and Discussion*. Mill Valley: Sociology Press.
- Godet, M. (2008). *Strategic Foresight. France*, Paris: Lipsor Working Paper.
- Gunathilaka, C. (2014). Factors Influencing Stock Selection Decision the Case of Retail Investors in Colombo Stock Exchange, *11th International Conference on Business Management*.
- Hayward, P. (2003). *Foresight in Everyday Life*. Hawthorn: Australian Foresight Institute.
- Holger, A. R. (2014). The Disposition Effect and Investor Experience. The Disposition Effect and loss Aversion: Do Gender Differences Matter. *Economics Letters*. 123(1), 33-36. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2014.01.020>
- Jalota, H., Thakur, M., & Mittal, G. (2017). A Credibilistic Decision Support System for Portfolio Optimization. *Applied Soft Computing*. 59: 512-528. <https://doi.org/10.1016/j.asoc.2017.05.054>
- Kenneth, A. k., & Nofsinger, J. R. (2008). Behavioral finance in Asia. *Pacific Basin Finance Journal*.16(1-2): 1-7. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2007.04.001>
- Land, G. & Beth J. (1992). *Breakpoint and Beyond: Mastering the Future Today*. Scranton: HarperCollins.
- Lin, H.-W. (2011). Elucidating Rational Investment Decisions and Behavioral Biases: Evidence from The Taiwanese Stock Market. *African Journal of Business Management*, 5(5), 1630-1641. <https://doi.org/10.5897/AJBM10.474>
- Lin, H. W. (2015). How Herding Bias could be derived from Individual Investor Types and Risk Tolerance? *International Journal of Economics and Management Engineering*. 6(6), 1395-1400.
- Musundi, K. M. (2014). The Effects of Financial Literacy on Personal Investment Decisions in Real Estate in Nairobi County.
- Potrich, A. C. G., & Vieira, K. M. (2018). Demystifying Financial Literacy: A Behavioral Perspective Analysis. *Management Research Review*, 41(9), 1047–1068. DOI: [10.1108/MRR-08-2017-0263](https://doi.org/10.1108/MRR-08-2017-0263)
- Quang, L. T., Linh, N. D., Nguyen, D. V., & Khoa, D. D. (2023). Behavioral factors influencing individual investors' decision making in Vietnam market. *Journal of Eastern European and Central Asian Research*, 10(2), 264–280. <https://doi.org/10.15549/jeecar.v10i2.1032>
- Ronald, A. S. & John E. G. (2010). Financial Numeracy, Net Worth, and Financial Numeracy, Net Worth, and Financial Management Skills: Client Characteristic that Differ Based on Financial Risk Tolerance. *Journal Of Financial Service Professionals*. 57-66.
- Shefrin, H., & Statman, M. (1985). The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, 40(3), 777–790. <https://doi.org/10.2307/2327802>
- Shefrin, H., & Belotti, L. (2007). Behavioral finance: Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics*. 70: 295-312.
- Society The Future World. (2004). *The Art of Foresight*. Bethesda: World Future Society.
- Song, C. L., Pan, D., Ayub, A., & Cai, B. (2023). The Interplay Between Financial Literacy, Financial Risk Tolerance, and Financial Behaviour: The Moderator Effect of Emotional

- Intelligence, *Psychology Research and Behavior Management*, 16, 535-548. <https://doi.org/10.2147/PRBM.S398450>
- Strauss, A. L., & J. Corbin. M. (1998). *Basics of Qualitative Research: Techniques and Procedures for Developing Grounded Theory*. Sage Publications.
- Strauss, A. L. (1987). *Qualitative analysis for social scientists*. Cambridge: Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511557842>
- Sultana, S. T. (2010). An empirical study of Indian individual investors behavior. *Global Journal of Finance and Management* . 2.
- Takamatsu, R. T., & Lopes Favero, L. P. (2019). Financial indicators, informational environment of emerging markets and stock returns. *RAUSP Management Journal, Emerald Group Publishing Limited*, vol. 54(3), 253-268. [DOI:10.1108/RAUSP-10-2018-0102](https://doi.org/10.1108/RAUSP-10-2018-0102)
- Waweru, N., M., Munyoki, E., & Uliana, E. (2008). The effects of behavioral factors in investment decision-making: a survey of institutional investors operating at the Nairobi Stock Exchange. *International Journal of Business and Emerging Markets*, 1(1), 24 – 41. [DOI:10.1504/IJBEM.2008.019243](https://doi.org/10.1504/IJBEM.2008.019243)
- Zahera, S.A., & Bansal, R. (2018). Do investors exhibit behavioral biases in investment decision making? A systematic review. *Qualitative Research in Financial Markets*, , 10(2), 210–251. <https://doi.org/10.1108/QRFM-04-2017-0028>