



نشریه علمی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار

دوره ۱۶ / شماره ۵۸ / تابستان ۱۴۰۲

صفحه ۱۲۴ تا ۱۳۹

مقایسه پیشایندها و پسایندهای رفتار مالی سرمایه گذاران مومنتوم و رندوم (رویکرد آمیخته)

فاطمه جعفری^۱

رضا آقاچان نشتائی^{۲*}

محمد حسن قلیزاده^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۸/۰۶ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۱۰/۱۸

چکیده

هدف اصلی پژوهش حاضر، ارائه‌ی مدل رفتاری سرمایه‌گذاران مومنتوم و رندوم در بازار سهام ایران و تخمین عوامل موثر بر آن می‌باشد. تا از این رهگذر بتوان پیشایندها و پسایندهای رفتار مالی سرمایه‌گذاران مومنتوم و رندوم را مورد مقایسه قرار داد. پژوهش کاربردی و به روش آمیخته انجام شده است. بخش کیفی از تئوری داده بنیاد و بخش کمی از تکنیک معادلات ساختاری بهره گرفته است. داده‌ها از طریق مصاحبه نیمه‌ساختاریافته و پرسشنامه محقق‌یافته جمع‌آوری گردیده، نمونه‌گیری نظری تا رسیدن به اشباع مقوله‌ها ادامه یافت و با ۲۴ نفر از سرمایه‌گذاران مومنتوم و رندوم مصاحبه انجام گرفت. سپس براساس رویکرد نظام‌مند نظریه‌ای استراوس و کوربین در سه گام اصلی کدگذاری باز، کدگذاری محوری و کدگذاری انتخابی، مدل رفتاری هر دو نوع سرمایه‌گذار با لحاظ مولفه‌ها پیشایندها و پیامدها ارائه گردید. در ادامه فرضیه‌های پژوهش تدوین و در بخش کمی فرضیه‌ها مورد آزمون قرار گرفت. نتایج حاکی از آن است که از میان شرایط علی رفتار سرمایه‌گذاران مومنتوم، عوامل فردی، عوامل روانی بازار، احساسات سرمایه‌گذار در زمان معامله و اخبار و اطلاعات تاثیر معنی‌داری دارد. همچنین از میان شرایط علی رفتار سرمایه‌گذاران رندوم، عوامل جمعیت شناختی، حالات و شرایط روحی و روانی، انتظارات سهامداران و اخبار و اطلاعات تاثیر معنی‌داری دارد.

کلمات کلیدی: مالی رفتاری، سرمایه‌گذاری مومنتوم، سرمایه‌گذاری رندوم، روش آمیخته

^۱ دانشجوی دکتری تخصصی مهندسی مالی، گروه مدیریت، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران fatemeh.jafari0067@gmail.com

^۲ گروه مدیریت بازرگانی، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران Nashtaei@iaurasht.ac.ir

^۳ گروه مدیریت، دانشگاه گیلان، رشت، ایران gholizadeh@guilan.ac.ir

مقدمه

امروزه ایده‌ی رفتار کاملاً عقلایی سرمایه‌گذاران که همواره به دنبال حداکثر کردن مطلوبیت‌شان هستند در راستای توجیه رفتار و واکنش بازارها کافی نیست، بنابراین مالی رفتاری را می‌توان پارادایمی دانست که با توجه به آن، بازارهای مالی با استفاده از مدل‌هایی مورد مطالعه قرار می‌گیرند که دو فرض اصلی و محدود کننده‌ی پارادایم سنتی یعنی بیشینه‌سازی مطلوبیت مورد انتظار و عقلانیت کامل را کنار می‌گذارد (برینبرگ^۱، ۲۰۱۱). مالی رفتاری تلاش فرد را به سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌های بیشتر، افزایش می‌دهد. هم‌چنین مالی رفتاری تصمیمات سرمایه‌گذاری یک شخص را به طور دقیق توصیف می‌کند (فیگر^۲، ۲۰۱۷). تالر در سال (۱۹۸۰) موقعیت‌هایی را شناسایی کرد که با برخی از نظریه‌های اقتصادی مغایرت داشت. وی هم‌چنین چند اشتباه تصمیم‌گیری مانند «بیزاری از پشیمان شدن»، «هزینه کم وزنی فرصت» و «خودکنترلی» را بیان کرد. در این مرحله اهمیت ظهور رشته جدید رفتاری در زمینه دارایی، مالی و سرمایه‌گذاری بیش از پیش مشخص گردید (ساینگ و همکاران^۳، ۲۰۲۱). بنابراین، به ادبیات مالی رفتاری با توجه به وجود تفاوت بین عالم واقع و جهان آرمانی که نظریه بازار کارا را به تصویر می‌کشد، توجه شد و از آن در الگوی قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای استفاده گردید (مختار^۴، ۲۰۱۶). اما به گفته رابرت اولسن^۵ مالی رفتاری سعی نمی‌کند نشان دهد رفتار عقلایی نادرست است، بلکه در تلاش است که کاربرد فرایندهای تصمیم‌گیری روانشناسی را در شناخت و پیش‌بینی بازارهای مالی نشان دهد. (رهنمای‌رودپشتی و زنده، ۱۳۹۱). موفقیت دانش مالی رفتاری به عنوان یک رشته مستقل دانشگاهی، مرهون پروفیسور دانیل کانمن^۶ و پروفیسور ورنون اسمیت^۷ می‌باشد. این دو در سال ۲۰۰۲ به صورت مشترک جایزه نوبل اقتصادی را به خود اختصاص دادند (دارایی و همکاران، ۱۳۹۴). علل توجه رو به گسترش به مالی رفتاری، فهمیدن بهتر رفتار سرمایه‌گذاران است. هم‌چنین برای درک تصمیماتی که شرکت‌های مدیریت دارایی اخذ می‌نمایند و حتی ارتباط

بانک‌ها با مشتریان نیز می‌توان اشاره نمود. از جمله محققان که نتایج پژوهش‌هایشان پایه‌های سرمایه‌گذاری عقلایی را لرزاند، کانمن بود. اولین مطالعات تجربی در زمینه رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سرمایه به دهه ۷۰ برمی‌گردد. یکی از اولین مطالعات پیمایشی در زمینه رفتار سرمایه‌گذار حقیقی توسط وارتون^۸ انجام گرفت. به طور کلی می‌توان گفت بیش از آن‌که مالی رفتاری در سطوح خرد مورد بررسی و نظریه‌پردازی قرار گیرد، در سطوح کلان مورد توجه قرار گرفته است. البته تحقیقات ارزشمندی نیز وجود دارند که در آن‌ها به رفتار سرمایه‌گذار حقیقی پرداخته شده است، که از آن جمله می‌توان به تحقیق بیکر و هاسلم^۹ اشاره نمود که در سال ۱۹۷۴ صورت گرفته است. آن‌ها دریافتند که سود نقدی، بازدهی مورد انتظار و ثبات وضعیت مالی شرکت به عنوان مهم‌ترین معیارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار در بازار سرمایه می‌باشند. هم‌چنین از نتایج مطالعات آن‌ها این بود که عمدتاً رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه منطقی و عقلایی می‌باشد و آن‌ها در تصمیمات خود برای خرید یک سهم سعی می‌کنند بین ریسک و بازده سرمایه‌گذاری ارتباط منطقی برقرار سازند (اسلامی بیدگلی و کردلوئی، ۱۳۸۹). در این مطالعه سعی شده است، با بهره‌گیری از نظریه داده بنیاد برای هر رفتار مالی سرمایه‌گذاران مومنوم و رندوم مدل بومی ارائه شود و سپس با تکنیک معادلات ساختاری تخمین زده شود. در واقع محقق درصدد پاسخگویی به این سوال است که: پیشایندها و پسایندهای رفتار مالی سرمایه‌گذاران مومنوم و رندوم در مقایسه با یکدیگر چگونه است؟

مبانی نظری

با توجه به رشد و توسعه بازارها و ابزارهای مالی، پیچیدگی بازارهای مالی و تخصصی شدن مقوله سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران و شاغلان بازارهای مالی نیازمند ابزارها، روش‌ها و مدل‌هایی هستند که در انتخاب بهترین سرمایه‌گذاری و مناسب‌ترین پرتفوی به آنها یاری دهد و این امر از طریق تغییرات قیمت‌ها و حجم معاملات گذشته که به استراتژی قیمت‌گذاری آنی و لحظه‌ای و حجم‌های لحظه‌ای در ارزیابی سودآوری

وسرمایه‌گذاری سهام و توسعه بازار سهام کمک می‌کند، محقق می‌شود و مرکز توجه مطالعات نظری و تجربی بوده است (تناکا-یاماواکی^{۱۰}، ۲۰۱۱). استراتژی مومنتوم مبتنی بر ارزیابی حرکت سود (جهت سرعت و اندازه حرکت سود) شرکت می‌باشد. مومنتوم ماهیت چند وجهی دارد و به طور سنتی با شرایط فیزیکی مرتبط است. این استراتژی فرض می‌کند که بازار به جهت کلی سود پاسخ خواهد داد آن هم به وسیله خرید سهام یا جستجو برای فروش سهام در بهترین قیمت ممکن (تپلوا و مایکوا^{۱۱}، ۲۰۱۵). تحلیل گران تکنیکال، نوسان‌های مومنتوم را برای کمک به شناسایی خطوط روند به دست آوردند. در عمل استراتژی مومنتوم شامل خرید سهام موفق گذشته و فروش سهام با عملکرد ضعیف در گذشته می‌باشد (کبریایی و دهقان، ۱۳۹۹). با وجود موفقیت قیمت‌گذاری مومنتوم در سودآوری در بازار سهام، دارایی و بازارهای متنوع، منشاء آن به طور کامل در چارچوب جریان اصلی مالی سنتی شناخته نشده است. مدل سه عاملی فاما- فرنچ قادر به توضیح بخش‌های کوچکی از بازده استراتژی مومنتوم است. اثر تقدم و تاخر و یا خودهمبستگی / همبستگی مقطعی بین سهام یکی از پاسخ‌های ممکن بر استراتژی مومنتوم هستند (جوی^{۱۲}، ۲۰۱۴). در استراتژی رندوم فرض بر این است که حرکت گذشته یا روند قیمت سهام یا بازار نمی‌تواند برای پیش بینی حرکت آینده آن استفاده شود. بر اساس این استراتژی نمی‌توان بدون فرض ریسک اضافی از بازار پیشی گرفت و تغییرات قیمت سهام توزیع یکسانی دارد و از یکدیگر مستقل هستند. 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. طبق تئوری گام تصادفی، تغییرات قیمت کاملاً تصادفی و غیر قابل پیش بینی است. این اصل مبتنی بر "فرضیه بازار کارا" می‌باشد که بر طبق آن تغییرات قیمت به طور تصادفی و بر اساس

ارزش ذاتی اتفاق می‌افتد. طبق این نظریه بهترین استراتژی در بازار "خرید و نگهداری" است، به جای اینکه تلاش کنیم تا از نوسانات بازار استفاده نماییم (جان مورفی^{۱۳}، ۱۹۸۶).

احمد سبیر^{۱۴} و همکاران (۲۰۲۱) با بررسی رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سهام پاکستان نشان داده است که رابطه سواد سرمایه‌گذاری و رفتار سرمایه‌گذاری منفرد سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار با سواد مالی تعدیل شده است.

لیو^{۱۵} و همکاران (۲۰۲۰) الگویی برای تکامل رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سهام ارائه داده است. آن‌ها نشان دادند که شدت رقابت بازدهی بین سرمایه‌گذاران نهادی و اثر فراموشی هر دو در تعادل تکامل آن‌ها در مورد کلیه سرمایه‌گذاران نهادی و سرمایه‌گذاران منفرد تأثیر منفی دارد.

محمود^{۱۶} و همکاران (۲۰۲۰) به تحلیل رفتاری و عملکرد مالی سرمایه‌گذاران منفرد در بورس سهام پاکستان پرداختند. آن‌ها دریافته‌اند که نوع چشم انداز و رفتار گله‌ای تأثیر مثبتی بر عملکرد سرمایه‌گذاری دارد در حالی که متغیر ابتکاری و بازار تأثیر منفی بر عملکرد سرمایه‌گذاری دارد.

توماس^{۱۷} و همکاران (۲۰۲۰) وابستگی متقابل بین احساسات سرمایه‌گذار و بازده نرخ ارز را با استفاده از یک رویکرد شدید کوانتیلی و بر اساس داده‌های روزانه بررسی نمودند. آن‌ها دریافته‌اند که مقادیر پایین‌تر احساسات سرمایه‌گذاران تأثیر مثبت و قابل توجهی بر تعداد بازده نرخ ارز پیوند دلار دارند.

احمد^{۱۸} (۲۰۱۹) به بررسی نقش تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران در واکنش بازار در ایالات متحده پرداختند. یافته‌ها به وضوح نشان می‌دهد که در دوره‌های سرمایه‌گذاری بالا احساسات بازار ایالات متحده نسبت به رویدادهای نامطلوب تغییر مجدد سود واکنش مثبت نشان می‌دهد. این نشان می‌دهد که محافظه‌کاری سرمایه‌گذاران یک عامل غالب برای توضیح مثبت است.

روش شناسی

از آنجا که پژوهش حاضر در پی درک رفتار مالی سرمایه گذاران مومنوم و رندوم است و می خواهد با لحاظ مولفه ها پیشایندها و پیامدها، در این راستا رهنمودهای موثقی را ارائه دهد، یک پژوهش کاربردی محسوب می شود. از سوی دیگر، با توجه به دانش افزایشی ناشی از ارائه مدل بومی و بررسی اثرات متغیرهای موثر در آن، این پژوهش جهت گیری توسعه ای نیز دارد. داده ها و اطلاعات مندرج در پژوهش حاضر از دو منبع متفاوت به دست آمده است. نخست داده های ثانویه که از کتابها، مقالات و اسناد و مدارک به دست آمده است. همچنین داده های اولیه نیز از مصاحبه و پرسشنامه حاصل شده است. لذا از این منظر، پژوهش حاضر، در زمره پژوهش های میدانی و کتابخانه ای به شمار می رود. روش تحقیق پژوهش حاضر از نوع آمیخته- طرح اکتشافی و در مرحله کیفی مبتنی بر نظریه داده بنیاد و با رویکرد بومی سازی می باشد. در مرحله کمی از تکنیک معادلات ساختاری استفاده شده است. در مرحله ی نخست، به اتکای داده های کیفی گردآوری شده از مصاحبه شونده ها، نظریه ای در مورد رفتار مالی سرمایه گذاران مومنوم و رندوم تدوین و سپس بر اساس مدل فرآیندی و گزاره های محکمی به دست آمده از مرحله ی اول، فرضیه های پژوهش طراحی و در سطح سرمایه گذاران فردی، به صورت کمی آزمون شد. با توجه به این که جهت دستیابی به اهداف نیاز به انجام و اجرای نظام مند چندین مرحله مشخص می باشد. الگوریتم اجرایی روش تحقیق به صورت ترسیم شده در شکل (۱) مشخص گردیده است:

سیلوا^{۱۹} و همکاران (۲۰۱۹) با مدل سازی رفتار سرمایه گذاران مومنوم 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.

تونی و همکاران^{۲۰} (۲۰۱۷) نشان داد ویژگی های شخصیتی پنجگانه دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین تحصیلات و رفتار سرمایه گذاران در بازار سهام است. بوکسیل و زاری^{۲۱} (۲۰۱۷) نشان داد نحوه تاثیر گذاری توانایی های غیرشناختی بر پرتفوی سرمایه گذاران بستگی به متغیرهایی دارد که بیانگر ویژگی های شخصیتی آنها بوده و سه ویژگی (موافق بودن، خصومت بدبینانه، اضطراب) نقش بسزایی در نحوه انتخاب پرتفوی از سوی سرمایه گذاران دارند.

باکر و چوی یی^{۲۲} (۲۰۱۶) در مطالعات خود تأثیر عوامل روانی در تصمیم گیری سرمایه گذاران در بازار سهام مالزی را مورد تحقیق و بررسی قرار دادند. یافته ها نشان می دهد که بیش اطمینانی، محافظه کاری و تعصب در دسترس بودن اثرات قابل توجهی در تصمیم سرمایه گذاران دارد.

توماس و راجندران^{۲۳} (۲۰۱۲) نشان می دهد که ابعاد پنجگانه مدل شخصیتی؛ سرمایه گذاران دوستدار شهرت، سرمایه گذاران فردگرا، سرمایه گذاران محتاط، سرمایه گذاران ریسک پذیر و سرمایه گذاران اخلاق مدار بر رفتار سرمایه گذاران تاثیر گذاشته و رابطه معنی داری دارد.

11 Teplova & mikova

12 Choi

13 John Murphy

14 Ahmad Sabir et al

15 Liu et al

16 Mahmood et al

17 Thomas et al

18 Ahmed

19 Silva et al

20 Tauni et al.

1 Birnberg

2 Fieger

3 Sing et al

4 Mokhtar

5 Robert Olsen

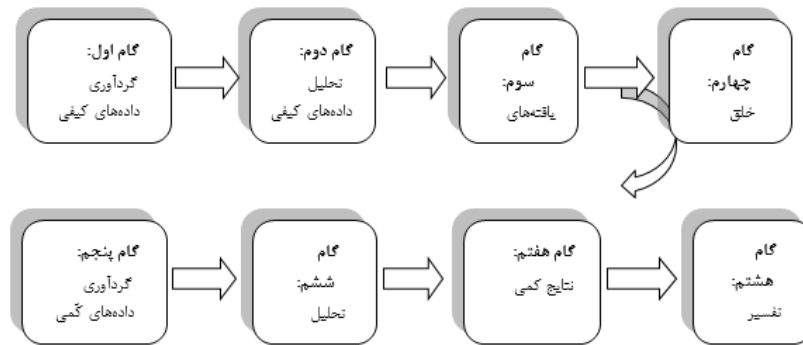
6 Daniel Kahneman

7 Vernon Smith

8 Warton

9 Bicker and Haslem

10 Tanaka-Yamawaki



شکل ۱: الگوریتم اجرای روش پژوهش

نظریه یا مفاهیمی که ارتباط نظری آن‌ها با نظریه در حال تکوین به اثبات رسیده است، یاری می‌دهد. نمونه‌گیری نظری تا رسیدن به اشباع مقوله‌ها ادامه یافت. با ۲۴ نفر از خبرگان مصاحبه صورت گرفت. برای نمونه‌گیری در بخش کمی، به دلیل وسعت جامعه‌ی آماری از روش غیراحتمالی در دسترس استفاده شده است. به منظور تعیین حجم نمونه، نخست یک پیش‌آزمون از ۳۰ نفر از سرمایه‌گذاران صورت گرفت تا انحراف معیار نمونه مشخص شود. فرمول نمونه‌گیری کوکران برای تعیین حجم نمونه در جامعه‌ی محدود به صورت رابطه‌ی (۱) می‌باشد. با توجه به نتیجه‌ی رابطه (۱)، ۳۹۲ نفر به عنوان نمونه انتخاب شده است.

$$n = \frac{(Z_{\alpha/2})^2 * s^2}{\epsilon^2} = \frac{1.96^2 * 0.50^2}{0.05^2} = 385 \quad (1)$$

= اندازه‌ی متغیر مورد بررسی مطابق توزیع نرمال استاندارد با سطح عدم اطمینان $\frac{Z_{\alpha/2}^2}{\epsilon^2}$ = حجم نمونه؛ n

قیود جامعه آماری در بخش کیفی را سرمایه گذاران حقیقی که بیشتر از ۵ سال در بازار سهام سرمایه‌گذاری کرده باشند و تجربه و تخصص کافی داشته باشند و هم-چنین اساتید دانشگاه در حوزه‌ی علوم مالی و کارشناسان بازار سرمایه را نیز شامل می‌شوند. در بخش کمی، تمامی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران که دارای کد بورسی هستند، تحت عنوان جامعه‌ی آماری می‌باشند. هم‌چنین در مطالعه‌ی حاضر تنها استان گیلان مورد بررسی قرار می‌گیرد. تعداد مشارکت‌کنندگان در پژوهش حاضر، از قبل مشخص نشده است. در بخش کیفی از نمونه‌گیری نظری استفاده شده است. نمونه‌گیری نظری، نوعی نمونه-گیری هدفمند است که پژوهش‌گر را در خلق یا کشف

$$e^2 = 0.05, \text{ میزان خطا} = 0.025, S_x^2 = \text{واریانس نمونه}$$

یافته‌ها

تعریف، سه مرحله از کدگذاری وجود دارد (کرسول و کلارک^{۲۴}، ۲۰۰۷). 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

در رویکرد نظام‌مند در نظریه پردازی داده بنیاد بر استفاده از گام‌های تحلیل داده‌ها مشتمل بر کدگذاری باز، محوری و انتخابی، و تدوین یک الگوی منطقی با یک توصیف بصری از نظریه تولید شده تأکید دارد. در این

سرمایه گذاران رندوم بدست آمده است که در جداول (۱) و (۲) نشان داده شده است.

24 Creswell and Clark

جدول ۱: مقولات نهایی استخراج شده در بخش مومنوم

کدگذاری محوری		اهمیت هر مقوله
شرایط علی	عوامل فردی	چشم انداز سرمایه گذار
		ریسک پذیری
		تعداد سال های حضور در بورس
		جنسیت
		سن
		تحصیلات
		شغل
		درآمد
		دانش و سواد مالی
		عوامل روانی بازار
	سات سرمایه گذار در زمان:	ترس
		امید
		طمع
		اخبار و اطلاعات
رفتار سرمایه گذار مومنوم	رفتار هیجانی	رفتار توده وار
	رفتار عقلانی (تحلیل)	تحلیل ریسک – بازده
		تحلیل بنیادی و تکنیکال
		بهرمندی از مشاوران مالی (سببگردان)
		مدیریت سرمایه
		تنوع پرتفوی
شرایط مداخله گر		نقش دولت
		بازارهای موازی
		سیاست های سازمان بورس
شرایط زمینه ای		شرایط اقتصادی حاکم
راهبرد		افشای اطلاعات
پیامد		-

منبع: یافته های پژوهشگر

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
		شغل
		تحصیلات

	سن	۱
	دهک ها درآمدی	۴
	جنسیت	۱
	افق سرمایه گذاری	۳
لات و شرایط روحی و ر	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	رفتار گله ای	۱۷
	رفتار عقلانی (دانش مالی و سواد سرمایه گذاری)	۳۳
شرایط مداخله گر	بازارهای موازی	۱۷
شرایط زمینه ای	سیاست خارجی	۹
	سیاست گذاری دولت	۱۸
	عدم استقلال بورس از دولت	۴
شرایط اقتصادی	تورم	۹
	امنیت اقتصادی	۳
	بازار ناکارا	۵
	شرایط اجتماعی	۱
	شرایط فرهنگی	۲
راهبرد	-	۷
پیامد	-	۷

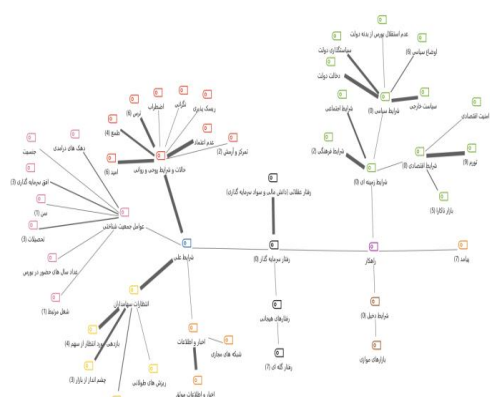
منبع: یافته های پژوهشگر

سهامداران، عوامل جمعیت شناختی، حالات و شرایط روحی و روانی و نیز اخبار و اطلاعات تحت عنوان شرایط علی شناسائی شده‌اند.

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

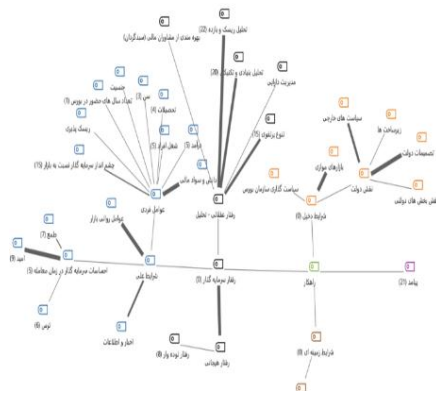
در ادامه مقولات استخراج شده طبق مدل استراوس و کوربین می‌بایست در ۴ بخش: شرایطی (علی، زمینه‌ای، مداخله گر)، مقوله اصلی، راهبردها (تعاملات) و پیامدها جایگذاری شوند. شرایط علی در بخش مومنتوم: عوامل فردی، عوامل روانی بازار، احساسات سرمایه گذار در زمان معامله و اخبار و اطلاعات تحت عنوان شرایط علی شناسائی شده‌اند. شرایط علی در بخش رندوم: انتظارات

راهبردها در بخش رندوم: از دیدگاه سرمایه گذاران رندوم نیز راه کارهای متعددی ارائه شده است. اغلب بر کنترل رفتارهای هیجانی تمرکز داشته است. اغلب پیامدهای ذکر شده از سوی مصاحبه شونده‌ها بر خروج سرمایه از بورس، تورم در بازارهای موازی و بی اعتمادی سرمایه گذاران، بالاخص سرمایه گذاران با دانش و سواد سرمایه گذاری اندک، تاکید دارد. 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 مقوله و تحلیل و تبیین آن می‌پردازد.



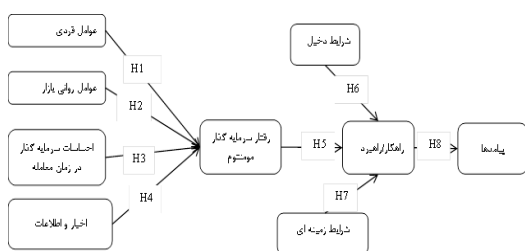
شکل ۳: مدل نهایی همراه با کدها در بخش رندوم

موازی تحت شرایط مداخله‌گر قرار می‌گیرد. شرایط زمینه‌ای در بخش مومنتوم: از دیدگاه سرمایه گذاران مومنتوم یکی از مهم‌ترین شرایط زمینه‌ای بر رفتار آن‌ها، شرایط اقتصادی حاکم است. شرایط زمینه‌ای در بخش رندوم: از دیدگاه سرمایه گذاران 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 در بخش مومنتوم: راه کارهای متعددی از دیدگاه سرمایه گذاران مومنتوم ارائه شده است و اغلب بر افزایش آگاهی و دانش بورسی تمرکز دارد. همچنین یکی از راه کارها، افشای اطلاعات می‌باشد.

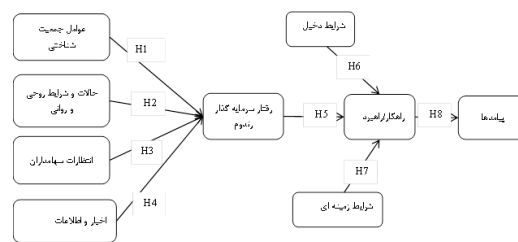


شکل ۴: مدل نهایی همراه با کدها در بخش مومنتوم

منبع: یافته های پژوهشگر



شکل ۵: مدل رفتار سرمایه گذاران مومنتوم در بورس اوراق بهادار



شکل ۶: مدل رفتار سرمایه گذاران مومنتوم در بورس اوراق بهادار

منبع: یافته های پژوهشگر

عوامل فردی بر رفتار سرمایه گذاران مومنتوم در تاثیر معنی دار دارد.

فرضیه های پژوهش

فرضیه های استخراج شده از مدل مومنتوم:

اخبار و اطلاعات بر رفتار سرمایه گذاران رندوم تاثیر معنی دار دارد.

عوامل روانی بازار بر رفتار سرمایه گذاران مومنوم تاثیر معنی دار دارد.

5. مدل یابی و پاسخ به فرضیه های پژوهش

احساسات سرمایه گذار در زمان معامله بر رفتار سرمایه گذاران مومنوم تاثیر معنی دار دارد.

5-1. آزمون نرمال بودن توزیع داده ها

اخبار و اطلاعات بر رفتار سرمایه گذاران مومنوم تاثیر معنی دار دارد.

در این مطالعه از پرسشنامه برای استخراج داده ها استفاده شده است. با توجه به اینکه بار عاملی تمامی سوال ها از ۰,۵ بیشتر است، لذا روائی تمامی سوال ها تأیید می گردد و سوالی حذف نمی شود. هم چنین با توجه به ضریب آلفای کرونباخ، شاخص *KMO* و آزمون بارتلت بیانگر اعتبار پرسشنامه از دو منظر روائی و پایایی است. با توجه به جدول (۳)، فرضیه صفر مبتنی بر نرمال بودن توزیع داده ها پذیرفته می شود و به عبارت دیگر توزیع داده های پژوهش نرمال هستند.

فرضیه های استخراج شده از مدل رندوم:

عوامل جمعیت شناختی بر رفتار سرمایه گذاران رندوم تاثیر معنی دار دارد.

حالات و شرایط روحی و روانی بر رفتار سرمایه گذاران رندوم تاثیر معنی دار دارد.

انتظارات سهامداران در زمان معامله بر رفتار سرمایه گذاران رندوم تاثیر معنی دار دارد.

جدول ۳: بارهای عاملی سوال های پرسشنامه، نرمال بودن متغیرها، آلفای کرونباخ، و شاخص *KMO* و سطح معنی داری آزمون بارتلت

متغیر	گویه ها	بار عاملی	آماره کولموگروف-اسمیرنوف	آلفای کرونباخ	شاخص <i>KMO</i>	سطح معنی داری (<i>sig</i>) آزمون بارتلت
عوامل جمعیت شناختی	<i>DM1</i>	۰,۸۰	۰,۹۷۶	۰,۸۰۸	۰,۸۷۹	۰,۰۰
	<i>DM2</i>	۰,۷۳				
	<i>DM3</i>	۰,۸۱				
	<i>DM4</i>	۰,۸۱				
	<i>DM5</i>	۰,۸۳				
	<i>DM6</i>	۰,۴۲				
	<i>DM7</i>	۰,۸۵				
حالات و شرایط روحی و روانی	<i>MP1</i>	۰,۹۵	۰,۸۲۵	۰,۹۱۲	۰,۹۴۷	۰,۰۰
	<i>MP2</i>	۰,۹۸				
	<i>MP3</i>	۰,۹۸				
	<i>MP4</i>	۰,۹۷				
	<i>MP5</i>	۰,۹۳				
	<i>MP6</i>	۰,۸۹				
	<i>MP7</i>	۰,۹۴				
	<i>MP8</i>	۰,۸۷				
انتظارات سهامداران	<i>EX1</i>	۰,۴۴	۰,۵۸۵	۰,۷۹۱	۰,۸۹۱	۰,۰۰
	<i>EX2</i>	۰,۳۰				
	<i>EX3</i>	۰,۶۸				

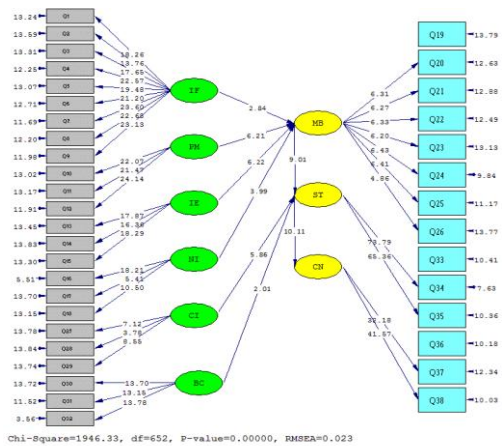
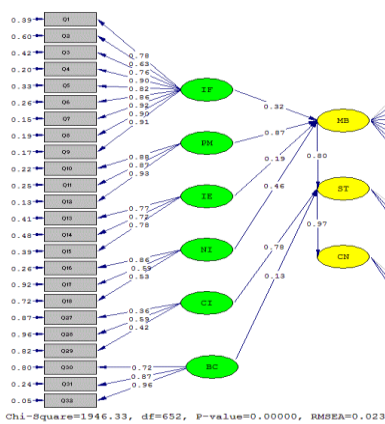
				۰,۳۶	EX4	
				۰,۸۶	NI1	اطلاعات اخبار و
۰,۰۰	۰,۸۳۱	۰,۷۰۶	۱,۰۴۷	۰,۵۹	NI1	
				۰,۵۳	NI1	
				۰,۷۸	IF1	عوامل فردی
				۰,۶۳	IF2	
				۰,۷۶	IF3	
				۰,۹۰	IF4	
۰,۰۰	۰,۸۱۱	۰,۹۵۳	۱,۰۲۰	۰,۸۲	IF5	
				۰,۸۶	IF6	
				۰,۹۲	IF7	
				۰,۹۰	IF8	
				۰,۹۱	IF9	
				۰,۸۸	PM1	عوامل روانی بازار
۰,۰۰	۰,۷۴۰	۰,۹۱۹	۰,۷۲۲	۰,۸۷	PM2	
				۰,۹۳	PM3	
				۰,۷۷	IE1	احساسات سرمایه گذار در زمان معامله
۰,۰۰	۰,۷۸۲	۰,۷۹۹	۰,۶۲۲	۰,۷۲	IE2	
				۰,۷۸	IE3	
				۰,۳۲	MB1	رفتار سرمایه گذار مومنتوم
				۰,۸۲	MB2	
				۰,۷۸	MB3	
				۰,۸۳	MB4	
۰,۰۰	۰,۷۹۹	۰,۸۹۵	۰,۷۱۱	۰,۷۴	MB5	
				۰,۹۳	MB6	
				۰,۹۰	MB7	
				۰,۳۶	MB8	
				۰,۵۷	RN1	رفتار سرمایه گذار رندوم
۰,۰۰	۰,۷۱۹	۰,۷۲۳	۰,۶۰۰	۰,۸۰	RN2	
				۰,۹۴	RN3	
				۰,۳۶	CI1	شرایط دخیل
۰,۰۰	۰,۸۷۴	۰,۸۰۶	۱,۰۱۰	۰,۵۹	CI2	
				۰,۴۲	CI3	
				۰,۷۲	BC1	شرایط زمینه ای
۰,۰۰	۰,۹۰۰	۰,۹۸۷	۰,۸۱۱	۰,۸۷	BC2	
				۰,۹۶	BC3	
				۰,۹۸	ST1	راهبرد
۰,۰۰	۰,۸۳۴	۰,۹۵۱	۰,۶۰۳	۰,۹۹	ST2	
				۰,۹۸	ST3	
۰,۰۰	۰,۷۲۱	۰,۷۹۱	۰,۶۸۳	۰,۹۵	CNI	ام

				۰,۸۹	CN2	
				۰,۹۵	CN3	

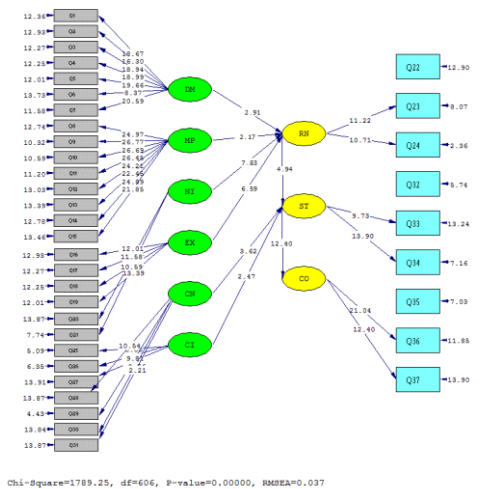
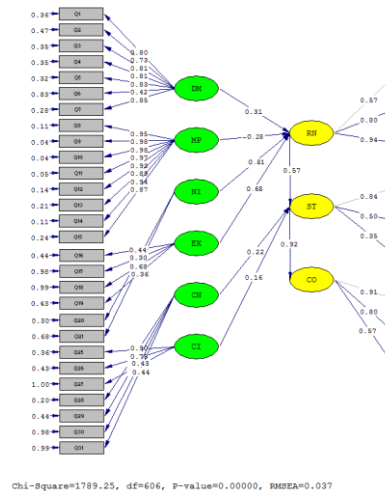
منبع: یافته های پژوهشگر

۲-۵. تخمین مدل

مدل مومنتوم: شکل های (۶) و (۷) مدل در حالت معناداری و مدل در حالت تخمین استاندارد را نشان می دهند.



مدل رندوم: شکل های (۸) و (۹) مدل در حالت معناداری و مدل در حالت تخمین استاندارد را نشان می دهند.



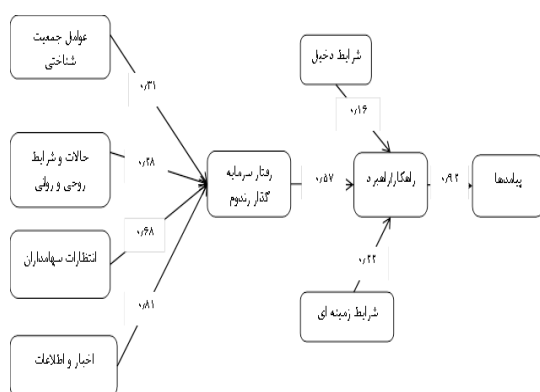
شکل ۹: مدل تخمین استاندارد (تحلیل مسیر)

شکل ۸: مدل در حالت معناداری

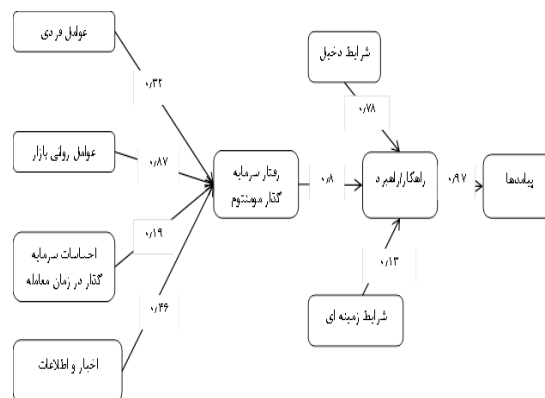
منبع: یافته های پژوهشگر

علی برای سرمایه گذاران رندوم، عوامل جمعیت شناختی، حالات و شرایط روحی و روانی، انتظارات سهامداران و اخبار و اطلاعات می باشد. رفتار آن ها بر استراتژی ها اثر گذار بوده است و در نهایت منتج به پیامدهایی برای اقتصاد کشور دارد. در این میان عواملی تحت عنوان شرایط دخیل و شرایط زمینه ای نیز بر راهبردها اثر می گذارند. در واقع استراتژی ها تنها متأثر از رفتار سرمایه گذاران نیست بلکه شرایط زمانی و جغرافیایی بازار سهام نیز تعیین کننده هستند.

با توجه به نتایج حاصل از تخمین مدل مومنوم و مدل رندوم مشخص گردید؛ در هر دو جامعه آماری پارادایم استراس و کوربین صادق است. به گونه ای که رفتار سرمایه گذاران تحت شرایط علی قرار گرفته است. شرایط علی برای سرمایه گذاران مومنوم متفاوت با سرمایه گذاران رندوم است. شرایط علی شناسایی شده برای گروه مومنوم عبارت است از عوامل فردی، عوامل روانی بازار، احساسات سرمایه گذار در زمان معامله و اخبار و اطلاعات است. در حالی که شرایط



شکل ۱۱: تخمین مدل رندوم



شکل ۱۰: تخمین مدل مومنوم

منبع: یافته های پژوهشگر

۶. نتیجه گیری

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 (سب‌گردان‌ها) مشورت می‌گیرند و همچنین به مدیریت سرمایه اهمیت می‌دهند و تنوع پرتفوی را نیز در نظر می‌گیرند. اگرچه گاهی دچار رفتارهای هیجانی مانند رفتار توده‌وار می‌شوند، ولی این رفتار غالب نیست و عمدتاً سعی می‌کنند رفتار عقلانی داشته باشند. در حالی که 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 شده 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 داده‌اند. سرمایه‌گذاران مومنتوم به 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. در بخش کمی نتایج حاصل از تخمین مدل مومنتوم نشان داده است که عوامل روانی بازار با شدت ۸۷ درصد بیشترین تأثیر را داشته است و احساسات سرمایه‌گذار در زمان معامله با شدت ۱۹ درصد کمترین تأثیر را داشته است. در حالیکه در مدل رندوم، اخبار و اطلاعات با شدت ۸۱ درصد بیشترین تأثیر را داشته است و حالات و شرایط روحی و روانی با شدت ۲۸ درصد کمترین تأثیر را داشته است.

منابع

اسلامی بیدگلی، غلامرضا و حمیدرضا کردلوئی (۱۳۸۹).
مالی رفتاری، مرحله گذر از مالی استاندارد تا نورو
فایننس، مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی،
شماره ۱، صص ۳۶-۲۰.

Choi, Jaehyung (2014). *Physical approach to price momentum and its application to momentum strategy.* *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications* 415 (2014), pp. 61-72.

Fieger, J. (2017). *Behavioral Finance and Its Impact on Investing, A Senior Thesis submitted in partial fulfillment of the requirements for graduation in the Honors Program Liberty University*, pp. 1-43.

Creswell JW, Clark VL. (2007). *Designing and conducting mixed methods research*, Thousand Oaks, CA: Sage.

Liu, Xiaqun. Zhuang, Yaming. Li, Jinsheng (2020). *A Model for Evolution of Investors Behavior in Stock Market Based on Reinforcement Learning in Network*, wiley Hindawi Complexity journal, Article ID 3561538

<https://doi.org/10.1155/2020/3561538>

Mahmood, T., Muhammad, R. Ayyub, M., Imran, S. & Naeem, Wasim Abbas (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>

Mokhtar, A. (2016). *An empirical examination of the behavioral CAPM.* *Journal of Finance and Investment Analysis*, 5 (3), pp. 15-57.

دارابی، رویا، چناری بوکت، حسن و ولی خانی، محمدجعفر (۱۳۹۴). ابعاد و رویکردهای نظریه مالی رفتاری، پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی، پرتال جامع علوم انسانی، صص ۲۵-۱.

رهنمای رودپشتی، فریدون و زندیه، وحید (۱۳۹۱). مالی رفتاری و مالی عصبی (پارادایم نوین مالی) از تئوری تا عمل، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی، سازمان چاپ و انتشارات.

کبریایی، آتنا و دهقان، عبدالمجید (۱۳۹۹). ارزیابی عوامل تعیین کننده مومنتوم قیمت در بازار سهام، فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره چهل و سوم، صص ۴۵۰-۴۳۱.

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

Birnberg, J. (2011). *A proposal framework for behavioral accounting research.* *Behavioral research in accounting. Vo123. No.1.* pp1-43.

Bakar, S. and Chui Yi, A. (2016). *The Impact of Psychological Factors on Investors' Decision Making in Malaysian Stock Market: A Case of Klang Valley and Pahang*, *Procedia Economics and Finance*, 35, pp 319-328.

Buccioli, Aless andro & Zarri, Luca (2017). *Do Personality traits influence Investors Portfolios?* *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, No.68, pp.1-12.

- behavior of Individual Investors: Evidence from India". *Economic and management*, 6(1), pp.115-127.
- Tanaka-Yamawaki, Mieko (2011). *Cross Correlation of Intra-Day Stock Prices in Comparison to Random Matrix Theory*, *Intelligent Information Management*, 2011, 3, pp.65-70 doi:10.4236/iim.2011.33008 Published Online May 2011 (<http://www.SciRP.org/journal/iim>).
- Teplova, Tamara, & Evgeniya Mikova (2015). *New evidence on determinants of price momentum in the Japanese stock market.* *Research in International Business and Finance* 34 (2015), pp. 84-109.
- Thomas, S. Goel a, M. & Agrawal, D. (2020). *A framework for analyzing financial behavior using machine-learning classification of personality through handwriting*
- 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, Ch., Miranda Tabak, B. & Ferreira, I. M. (2019). *Modeling Investor Behavior Using Machine Learning: Mean-Reversion and Momentum Trading Strategies*, Volume 2019, and Article ID 4325125, pp. 1-14.
- Singh, J.E., Babshetti, V. & Shivaprasad, H.N. (2021). *Efficient Market Hypothesis to Behavioral Finance: A Review of Rationality to Irrationality*, *Materials Today: Proceedings*, pp 1-10.
- Tauni, M. Z., Rao, Z. U. R., Fang, H., Mirza, S.S., memon, Z.A. & Jebran, K.H. (2017). *Do Investors Big Five Personality traits influence the association between Information acquisition and stock trading behavior?* *China Finance Review International Emerald Publishing Limited* 1398-2044.
- Thomas, T. C. and Rajandran, G. (2012). *BB&K Five- way model and Investment*

Comparison of antecedents and consequences of financial behavior of momentum and random investors (mixed approach)

Fatemeh Jafari¹

*Reza Aghajan Nashtaei^{*2}*

Mohammad Hassan Gholizadeh³

Abstract

The main goal of this research is to present the behavioral model of momentum and random investors in the Iranian stock market and to estimate the factors affecting it. In this way, the antecedents and consequences of the financial behavior of momentum and random investors can be compared. Applied research has been done in a mixed method. Qualitative part of foundation data theory and quantitative part of structural equation technique. The data collected through semi-structured interviews and questionnaires, theoretical sampling continued until the categories were saturated, and interviews conducted with 24 Momentum and Random investors. Then, based on the theoretical systematic approach of Strauss and Corbin in the three main steps of open coding, central coding and selective coding, the behavioral model of both types of investors presented in terms of components, antecedents and consequences. In the following, research hypotheses formulated and tested in the quantitative part of the hypotheses. The results indicate that among the causal conditions of momentum investors' behavior, individual factors, psychological factors of the market, investor's feelings during the transaction and news and information have a significant effect. In addition, among the causal conditions of random investors' behavior, demographic factors, mental and emotional states and conditions, shareholders' expectations and news and information have a significant impact.

Keywords: *behavioral finance, momentum investment, random investment, mixed method.*

¹ PhD student of Financial engineering, Department of Management, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran. fatemeh.jafari0067@gmail.com

²Department of Business Management, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran. Nashtaei@iaurasht.ac.ir

³ Department of Management, University of Guilan, Rasht, Iran. gholizadeh@guilan.ac.ir