



ارائه مدل تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری و حل مسئله رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران تازه‌وارد در بورس اوراق بهادار تهران

مسلم مرادزاده^۱

باقر کرد^۲

محمد قاسمی^۳

نورمحمد یعقوبی^۴

بهزاد ریگی کوته^۵

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۳/۱۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۲/۰۲

چکیده

امور مالی رفتاری به روان سرمایه‌گذاران و نقش آن در تصمیم‌گیری مالی مربوط می‌شود. ما می‌دانیم که انسان احساساتی دارد که می‌تواند در تصمیم‌گیری او اثر بگذارد. چنین تصمیماتی غالباً ناکارآمد و غیرمنطقی هستند و می‌توانند منجر به آسیب‌ها و فجایعی در بازار سهام شوند. هدف این پژوهش ارائه الگوی مناسبی جهت مهار نمودن رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران تازه‌وارد در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این پژوهش از نظریه داده بنیاد جهت پاسخ‌گویی به سؤالات استفاده گردیده است. این مطالعه بر اساس نمونه‌گیری نظری مطرح شده توسط کوربین و اشتراوس (۲۰۰۸) صورت پذیرفت. در گروه نمونه ۱۲ مصاحبه نیمه ساختاریافته با مدیران، معامله‌گران و مدرسان نهادهای مالی انجام شده است. نتایج بیانگر ۲۳۰ کد اولیه بود که در ۲۱ مقوله اصلی طبقه‌بندی شدند. آموزش و فرهنگ‌سازی، عرضه‌های سازمان‌یافته و با برنامه، مدیریت سرمایه، نوآوری و ساختاری، قوانین، مقررات و مجازات‌ها و اقتصادی و سیاسی راهبردهایی شناسایی شده‌ای هستند که اگر توسط سازمان و نهادهای مالی و سرمایه‌گذاران تازه‌وارد در اولویت قرار گیرند، آنگاه می‌توان انتظار کاهش رفتار هیجانی را در سرمایه‌گذاران تازه‌وارد داشت.

واژه‌های کلیدی: رفتار هیجانی، احساسات، مالی رفتاری، تصمیم‌گیری.

۱. گروه مالی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه سیستان و بلوچستان، زاهدان، ایران. Moslem.moradzadeh27@gmail.com

۲. گروه مدیریت دولتی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه سیستان و بلوچستان، زاهدان، ایران (نویسنده مسئول)

baqerkord@yahoo.co.uk

۳. گروه مدیریت دولتی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه سیستان و بلوچستان، زاهدان، ایران. m_ghasemi@mgmt.usb.ac.ir

۴. گروه مدیریت دولتی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه سیستان و بلوچستان، زاهدان، ایران. yaghoubi@mgmt.usb.ac.ir

۵. گروه روانشناسی بالینی، دانشکده پزشکی، دانشگاه علوم پزشکی زاهدان، زاهدان، ایران. b.rigikooteh@zaums.ac.ir



۱- مقدمه

پیش‌بینی رفتار سرمایه‌گذاران یک هدف مهم و چالش‌برانگیز در امور مالی است. بررسی مدل‌های تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذارانی که هدف آن‌ها حداکثر کردن سود است و برای قانون‌گذارها، از اهمیت بالایی برخوردار است. مدیران دارایی‌ها، شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت و بلندمدت یا سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای در حال تصمیم‌گیری در بازارهای سهام هستند. هر یک از آن‌ها اهدافی دارند و فرآیندهای تصمیم‌گیری متفاوتی را اعمال می‌کنند. آن‌ها هم‌چنین به اطلاعاتی از منابع مختلف دسترسی دارند. قیمت سهام، قابلیت اطمینان شرکت مربوطه و شاخص‌های عمومی بازار سهام عناصر کلیدی مؤثر در تصمیم‌گیری هستند. هم‌چنین اخبار منتشره توسط مطبوعات و نهادهای نظارتی و داده‌های تاریخی درباره سهام نیز بر تصمیمات اثرگذار هستند. علاوه بر تصمیم‌گیرندگان انسانی، معامله‌های خودکار بر اساس الگوریتم‌ها نیز بر بازار اثرگذار هستند. فعل‌وانفعالات میان فعالان بازار از جمله واکنش‌های بیش‌ازحد معمول و نگرش‌های نادرست، پیش‌بینی را بیش‌تر پیچیده می‌کند (رابین و بیرلار^۱، ۲۰۱۲). فرآیند تصمیم‌گیری یک فرآیند شناختی است که منجر به انتخاب یک مورد از میان چند گزینه می‌شود. در این فرآیند، تأکید بر تفکر درباره مسائل و هم‌چنین ارزیابی نتایج و گزینه‌ها قبل از رسیدن به تصمیم نهایی است. هر فرآیند تصمیم‌گیری یک انتخاب نهایی را خلق می‌کند. خروجی تصمیم‌گیری می‌تواند یک عمل یا یک نظر انتخابی باشد. تصمیمات سرمایه‌گذاری که در شرایط امروز اتخاذ می‌شوند به دلیل وجود خسارت‌های مالی بسیار زیاد و هزینه‌های بالای تجدیدنظر از یک تصمیم اشتباه سرمایه‌گذاری، برای امنیت سرمایه‌گذاری در زندگی مردم از اهمیت بسیار بالایی برخوردار است. بیش‌تر سرمایه‌گذاران شناخت کافی از مفاهیم اساسی اقتصادی لازم برای تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری ندارند. از این رو نیاز به پژوهش در مورد عواملی غیر از دانش است که می‌تواند تصمیمات سرمایه‌گذاری افراد را تحت تأثیر قرار دهد. تصمیم‌گیری فرآیند پیچیده‌ای است و پس از ارزیابی گزینه‌های مختلف به انتخاب یک گزینه از میان گزینه‌های مختلف منجر می‌شود. بنابراین تصمیم‌گیری به "فرآیند انتخاب یک گزینه خاص از میان تعدادی گزینه" اطلاق می‌شود (لوساردی و میچل^۲، ۲۰۰۷). پژوهش‌های بسیاری نشان می‌دهند که رفتار شخصی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران چندان منطقی نیست. به عنوان مثال، سرمایه‌گذاران همیشه نسبت به قضاوت‌های خود بیش از حد اعتماد به نفس دارند و هم‌چنین بر اساس تجربه خود در مورد سود یا زیان تصمیم‌گیری می‌نمایند. رفتارهای غیرعقلایی انسان نمی‌تواند فقط از طریق مدل یا نظریه قابل درک باشد، اما تأثیر مهمی در سیستم‌های اقتصادی دارد. بنابراین مالی رفتاری نقض اساسی اقتصاد نئوکلاسیک را نشان می‌دهد (جوسان و وویکو^۳، ۲۰۱۳). تفاوت مالی رفتاری و مالی کلاسیک در این است که مالی رفتاری، شخصیت‌های روان‌شناختی را تحت عنوان استعداد انسان، نقض شناختی، نفرت

¹ Robin and Bierlaire

² Lusardi and Mitchell

³ Josan and Voicu

از پشیمانی، فقدان خودکنترلی و احساسات سرمایه‌گذاران در نظریه قیمت‌گذاری که ترجیحات تصمیم‌گیری را به‌طور کلی چندوجهی و ناپایدار در نظر می‌گیرد، معرفی می‌نماید. سرمایه‌گذاران با تغییرات یا نوسانات بسیار، سازگار هستند و بنابراین می‌توانند کل فرآیند تصمیم‌گیری را مدیریت کنند (ماهران و محمد^۱، ۲۰۰۹). مالی رفتاری تغییرات روان‌شناختی و ویژگی‌های تصمیم‌گیری رفتاری سرمایه‌گذاران در فرآیند سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد که برای مطالعه رفتار سرمایه‌گذاران خرد دارای اهمیت است. در بازار سهام تغییر رفتار همه سرمایه‌گذاران، نیرو محرکه داخلی تغییر کلان بازار سهام است که مستقیماً روند جاری بازار سهام را تعیین می‌کند. بنابراین از منظر مالی رفتاری، مطالعه روانشناسی معاملاتی و رفتار سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران بازار سهام در شرایط مختلف به‌منظور مطالعه روند بازار و اجتناب از ریسک‌های بازار از اهمیت بالایی برخوردار است (ژو و همکاران^۲، ۲۰۲۱).

شناخت نوسانات رفتاری در بازارهای سهام یک موضوع چالش‌برانگیز در جهان است. تا به امروز یک روش یا مدلی که سرمایه‌گذاران را درگیر کند و در طی زمان ثابت باشد وجود نداشته است. از طرفی در طی دهه‌های گذشته به دلیل توسعه ابزارها و بازارهای مالی، طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران وارد بازارها شده‌اند. این دست از سرمایه‌گذاران به دلیل ریسک‌پذیری بازار سهام، بخش اعظمی از پول خود را از دست داده‌اند و بی‌ثباتی بازار را مسئول رفتارهای زیان‌آور می‌دانند. بسیاری از سرمایه‌گذاران حتی با داشتن صلاحیت و ضریب هوشی بالا به دلیل این که تصمیم‌گیری از ذهن آن‌ها نیست، بلکه از قلب آن‌هاست، عملکرد خوبی از خود در بازار سهام نشان نداده‌اند. بر اساس مباحث مطرح شده سرمایه‌گذاران با توجه به شناخت ویژگی‌های شخصیتی خاص خود و ویژگی‌های روان‌شناختی از قبیل منبع کنترل، هوش هیجانی و نگرش ریسک‌پذیری و توسعه بازارها و ارائه راهکارهای منطقی در زمینه بازارها توسط قانون‌گذار و فعالان بازار، امکان شناسایی دارایی‌های مناسب را خواهند داشت و خدمات مالی و سرمایه‌گذاری بر اساس این ویژگی‌ها به آن‌ها ارائه خواهد شد. از این رو در این پژوهش سعی بر آن است تا استراتژی و مدل مناسبی جهت سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران بر اساس نوع رفتار آن‌ها ارائه گردد تا نیازهای منحصربه‌فرد سرمایه‌گذاران به‌راحتی برآورده گردد.

چارچوب نظری و پیشینه پژوهش

مالی رفتاری حوزه جدیدی است که نظریه‌های رفتاری و روانشناسی را با مالی و اقتصاد ادغام می‌کند. مالی رفتاری علل ناهنجاری‌های مختلف بازار را شناسایی می‌کند و اشتباهات انسانی را که باعث این ناهنجاری‌ها می‌شوند معرفی می‌نماید. مالی رفتاری سعی می‌کند تصمیم و رفتار سرمایه‌گذاران را درک کند و توضیح دهد. مالی رفتاری فرض می‌کند که اطلاعات و ویژگی‌های عوامل بازار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و نتایج بازار سهام اثرگذار است. بر همین اساس در زمان تصمیم‌گیری، سرمایه‌گذاران به‌طور غیرمنطقی عمل می‌کنند و

¹ Maheeran and Muhammad
² Zhuo et al.

تصمیمات نامعقولی را اتخاذ می‌کنند. این تصمیمات بر کارایی بازار سهام و ثروت شخصی افراد اثر می‌گذارد (سینگ و همکاران^۱، ۲۰۲۱). استاتمن^۲ (۲۰۱۴) سرمایه‌گذاران را به دو دسته تقسیم می‌کند که دسته اول افراد منطقی و دسته دوم افراد عادی هستند. افراد منطقی کسانی هستند که در تصمیم‌گیری منطقی هستند و افراد عادی کسانی هستند که تحت تأثیر سوگیری‌ها و میانبرهای شناختی هستند و کاملاً منطقی عمل نمی‌کنند. شیلر^۳ (۲۰۱۴) بیان داشت که مالی رفتاری یک انقلاب در اقتصاد و مالی در بیست الی سی سال گذشته است، این تنها ترکیبی از مالی و روانشناسی نیست. این یک مفهوم گسترده‌تر است که ترکیبی از مالی و علوم اجتماعی را نشان می‌دهد. مالی رفتاری می‌تواند بیان دارد که سرمایه‌گذاری چیست و چگونه سرمایه‌گذاری شکل می‌گیرد. این علوم جدید به ما نشان می‌دهد که چگونه عوامل روانی و اجتماعی می‌توانند بر سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری تأثیر بگذارند. به‌طور کلی مالی رفتاری بر پایه فرضیه بازار کارا استوار است. فرضیه بازار کارا فرض می‌کند که تمامی اطلاعات در قیمت یا ارزش بازار منعکس می‌شوند. بنابراین تمام قیمت‌های سهام منصفانه هستند (سول^۴، ۲۰۱۱). حامیان این نظریه معتقدند که یک معامله‌گر نمی‌تواند بر بازار فائق آید و سود اضافی را در مدت زمانی طولانی کسب کند. بنابراین آن‌ها معتقدند که سرمایه‌گذاران باید اعتراف کنند که بازار بی‌عیب است و شکست دادن قانون بازار غیرممکن است (یان^۵، ۲۰۱۸). غیرمنطقی بودن سرمایه‌گذار می‌تواند از طریق ترجیحات و باورهای سرمایه‌گذار توضیح داده شود. ترجیحات بدین معنی است که چگونه یک فعال اقتصادی با انتخاب‌های متفاوت دارای نتایج ریسکی تصمیم‌گیری می‌کند. بازوی دوم غیرمنطقی بودن سرمایه‌گذاران باورهای آن‌هاست. باور چگونگی شکل‌گیری انتظارات را از سوی فعالان اقتصادی توضیح می‌دهد. قیمت‌گذاری دارای رفتاری فرض می‌کند که تصمیمات سرمایه‌گذار غیرمنطقی تحت تأثیر سوگیری‌ها و میانبرهای ذهنی قرار دارند. بنابراین سوگیری‌ها و میانبرهای ذهنی در مقایسه با تصمیم‌گیری عقلایی نادرست در نظر گرفته می‌شوند. دو روش وجود دارد که نشان می‌دهند باورهای غلط چگونه ممکن است رخ دهند؛ افراد از اطلاعات غلط به‌درستی استفاده می‌کنند یا این که به طرز اشتباهی از اطلاعات صحیح استفاده می‌نمایند. در ادبیات رفتاری، باورهای غلط سرمایه‌گذاران غیرمنطقی به عنوان احساسات سرمایه‌گذار در نظر گرفته می‌شوند (نانایاکارا و همکاران^۶، ۲۰۱۹). برای داشتن یک سرمایه‌گذاری موفق، سرمایه‌گذار باید دارای توانایی تحلیلی، سطح عمومی هوش و از همه مهم‌تر کنترل احساسات باشد. دلیل این امر این است که احساسات به عنوان یک سوگیری در فرآیندهای شناختی هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری عمل می‌کند (لرنر و همکاران^۷، ۲۰۱۵). با افزایش احساسات یا تصمیم‌گیری‌های احساسی،

¹ Singh et al.

² Statman

³ Shiller

⁴ Sewell

⁵ Yan

⁶ Nanayakkara et al.

⁷ Lerner et al.

پویایی‌های بازار افزایش می‌یابد (حسینی و مرشدی، ۱۳۹۸). احساسات برخلاف قضاوت‌های شناختی یا حس‌های بدنی، ارزیابی‌شونده هستند. یک احساس ممکن است هیچ اساس شناختی نداشته باشد. هر فردی یک ارزیابی شخصی از اینکه آیا یک موضوع خوب یا بد است، دارد. احساسات از این نظر ارزیابی‌شونده هستند که ظرفیت‌های مثبت و منفی را فرامی‌خوانند؛ به طوری که از طریق مقیاس‌های دوقطبی که یک طیف خوشایند را از ناخوشایند (برای مثال، ناراحتی به شادی یا خوش‌بینانه تا بدبینانه) جدا می‌کند، توصیف می‌شود (تافلر^۱، ۲۰۱۸). هیجان، ترس، عصبانیت و خوشحالی تأثیر قابل‌توجهی بر فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری دارند؛ زیرا که یک سرمایه‌گذاری شامل ریسک می‌شود و احساسات بر درک سرمایه‌گذاران از ریسک اثر می‌گذارد. نظریه‌های مالی رفتاری نیز ارتباط احساسات بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند. یک سرمایه‌گذاری دارای ۴ مرحله است: ورودی، پردازش، خروجی و بازخورد. در این فرآیند، احساسات نقش به‌سزایی را ایفا می‌کند (داس و پنجا^۲، ۲۰۲۰). نتایج بازارهای مالی نشان می‌دهد که بازارها ذاتاً غیرقابل‌پیش‌بینی هستند و چنین عدم اطمینانی منجر به واکنش‌های احساسی با طبیعت روان‌شناختی و عصب‌شناختی می‌گردد. افراد به‌طور ناخودآگاه آن چیزی را که آن‌ها می‌خواهند درست باشد، احساس می‌کنند. واقعیت روانی یا ذهنی جهان درونی-جهان تخیلات و آرزوهای ناخودآگاه-کاملاً با دنیای واقعی یا بیرونی متفاوت است (تافلر، ۲۰۱۴).

شانموقام و رامیا^۳ (۲۰۱۲) اثرات عوامل اجتماعی مانند تعاملات اجتماعی، رسانه‌ها و اینترنت را بر رفتار سرمایه‌گذاران مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهشان نشان داد که ارتباطات اجتماعی و رسانه‌ها با نگرش به معامله رابطه مثبتی دارد؛ درحالی‌که اینترنت هیچ نگرش معاملاتی بر سرمایه‌گذاران ندارد. به‌علاوه در میان عوامل اجتماعی، تأثیر تعاملات اجتماعی اثر عمده را بر نگرش معاملاتی سرمایه‌گذار دارد. موشینادا^۴ (۲۰۲۰) با بررسی این که "آیا سرمایه‌گذاران حقیقی غیرمنطقی هستند یا با پویایی‌های بازار سازگار هستند؟" به ارزیابی این موضوع پرداخت که آیا سوگیری‌های خود اسنادی و اعتماد به نفس بیش از حد در بازار سهام هندوستان وجود دارند و این که سرمایه‌گذاران حقیقی با پویایی‌های بازار سازگار هستند یا خیر. وی در این پژوهش در تلاش برای پیوند تصمیم‌گیری منطقی با رفتارهای غیرعقلایی سرمایه‌گذاران بود و بیان داشت که بازارها باید با توجه به فرضیه بازار انطباقی در بلندمدت به سمت یک تعادل جدید هدایت شوند. این مطالعه نشان داد که هر یک از سرمایه‌گذاران ممکن است به‌طور هم‌زمان منطقی تفکر عقلایی و غیرعقلایی پیچیده‌ای را در رفتار سرمایه‌گذاری خود داشته باشند. احمد^۵ (۲۰۲۰) در پژوهشی به تجزیه و تحلیل اینکه آیا میزان احساسات سرمایه‌گذار بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران اثرگذار است یا خیر پرداخت. نتایج پژوهش

¹ Taffler

² Das and Panja

³ Shanmugham and Ramya

⁴ Mushinada

⁵ Ahmed

نشان داد که: ۱- احساسات سرمایه‌گذار واقعاً مهم است و گروهی از سرمایه‌گذاران احساساتی محور وجود دارند که نقش مهمی در جهت‌دهی به حرکات قیمت بازی می‌کنند. ۲- سرمایه‌گذاران به احتمال زیاد بر اساس محتوای اطلاعاتی که از تعامل با دیگر سرمایه‌گذاران به دست می‌آورند، معامله می‌کنند و ۳- سرمایه‌گذاری مبتنی بر احساسات با توجه به افزایش و کاهش احساسات در بازار، کاملاً نامتقارن است. این پژوهش هم‌چنین نشان داد که احساسات عامل مهمی در تغییرات قیمت سهام است و به تغییر در تحمل ریسک مرتبط است. جلیلوند و رستمی نوروزآباد (۱۳۹۷) با استفاده از مجموعه داده‌های گسترده‌ای در رابطه با رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۹۵ نشان دادند که شواهدی در مورد تأثیر سواد مالی بر روی ادراک ریسک سرمایه‌گذاران وجود ندارد. از سوی دیگر نتایج بیانگر این بود که سواد مالی، ادراک ریسک و احساسات به صورت جمعی و به طور قابل توجهی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر می‌گذارند. نتایج پژوهش ابراهیمی سروعلیا و همکاران (۱۳۹۶) نشان داد که ابعاد بیرونی (عوامل اقتصادی، سیاسی و روانی) تبیین بیش‌تری نسبت به رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار دارد. هم‌چنین در میان عوامل تشکیل‌دهنده بعد بیرونی، عوامل سیاسی بیش از سایر عوامل توانسته‌اند تبیین بعد بیرونی را داشته باشند و این بدین معنی است که بازار سرمایه ایران کماکان متأثر از عوامل سیاسی است. لذا اظهار نظر مقامات سیاسی عامل مهمی در تغییر روند سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران خواهد بود. قربانی بجنندی و شاهوردیانی (۱۳۹۹) به بررسی سوگیری‌های رفتاری افراد شامل فرا اعتمادی، افسوس‌گریزی و دیر پذیری با تأکید بر فرهنگ پرداختند. نتایج نشان داد که سوگیری افسوس‌گریزی در فرهنگ‌های مختلف یکسان است. این بدین معنی است که سرمایه‌گذاران افسوس‌گریز بدون توجه به این که در کدام شهر هستند و چه فرهنگی دارند، به موقعیت زبان ده خود تا مدت‌ها وفادار می‌مانند تا زبان محقق نشود. نتایج هم‌چنین نشان داد زمانی که سرمایه‌گذاران در معرض سوگیری دیر پذیری قرار می‌گیرند بدون توجه به فرهنگشان به یک نظر یا پیش‌بینی چسبندگی پیدا می‌کنند و هنگام مواجه با اطلاعات جدید، غیر منعطفانه رفتار می‌کنند. با حقیقت و اسماعیل زاده مقری (۱۴۰۰) عنوان نمودند که احساسات سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد و سرمایه‌گذار جهت سرمایه‌گذاری باید هر چند وقت یکبار احساسات سرمایه‌گذاران را اندازه‌گیری نماید و بر اساس آن اقدام به سرمایه‌گذاری نماید. هم‌چنین حرکات حقوقی‌ها و عرضه و تقاضای آن‌ها می‌تواند بر تصمیم سرمایه‌گذاران و حرکات توده‌ای اثرگذار باشد. برزگری خانقاه و همکاران (۱۳۹۵) اثر جایگاه اطلاعات بر تصمیمات سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه دست یافتند که رسانه‌های جمعی اثر معنی‌داری بر رفتار سرمایه‌گذاران و انتخاب نوع سهام دارد.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر الگوی مفهومی خاصی را با استفاده از داده‌ها و اطلاعات واقعی رفتار سرمایه‌گذاران مورد بررسی قرار می‌دهد و بر همین اساس از منظر هدف، در زمره پژوهش‌های کاربردی است. از آنجایی که هدف این

پژوهش ارائه مدل مدیریت رفتار سرمایه‌گذاران تازه‌وارد در بورس اوراق بهادار تهران است، پژوهشی بنیادی است. از نظر شیوه گردآوری و تحلیل اطلاعات، از آنجایی که پژوهش به مطالعه آنچه که هست می‌پردازد، از نوع توصیفی است. این پژوهش از نوع پژوهش‌های کیفی است. از آنجایی که در زمینه بررسی رفتار سرمایه‌گذاران تازه‌وارد پژوهش جامعی مشاهده نگردید، برای ارائه یک مدل جامع استفاده از تجربیات و دیدگاه‌های صاحب‌نظران می‌تواند مثمر ثمر باشد. از این رو روش‌های کیفی برای پاسخگویی به سؤالات پژوهش اکتشافی مناسب‌ترین روش در نظر گرفته شدند. به همین دلیل در این پژوهش از نظریه داده بنیاد جهت پاسخ‌گویی به سؤالات استفاده گردیده است. دلیل استفاده از نظریه داده بنیاد در این پژوهش این است که هدف نظریه داده بنیاد توسعه یک نظریه مشتق شده استقرایی از داده‌های پژوهش با دستیابی به ارتباط نزدیک میان نظریه تولیدشده و داده‌های جمع‌آوری‌شده است. نظریه داده بنیاد شامل منابع دیگری از قبیل مصاحبه‌ها، گزارش‌های مکتوب و اسنادی است که به پدیده پژوهش مربوط می‌شوند. این امر برای پژوهش‌های حسابداری، مالی و مدیریت که هر روز درگیر تولید یا پاسخ به مطالب مکتوب هستند بسیار مهم است (اسکاپینز^۱، ۱۹۹۰). نظریه داده بنیاد روش پژوهش مناسبی برای کشف موضوعی است که ناشناخته است و در گذشته تحقیقات محدودی در این زمینه صورت گرفته است (هولتون^۲، ۲۰۰۸). سه عنصری که پژوهشگر باید قبل از شروع پژوهش خود باید در مورد آن‌ها تصمیم‌گیری نماید، عبارت‌اند از: مفاهیم^۳، دسته‌ها^۴ و گزاره‌ها^۵ (کوربین و اشتراوس^۶، ۱۹۹۰). اشتراوس و کوربین (۱۹۹۸: ۱۰۳، نقل قول از پاندیت^۷، ۱۹۹۶) یک مفهوم را این‌گونه تعریف نمودند: "یک مفهوم، یک پدیده‌ی دارای برجسب است. آن یک نمایش انتزاعی از یک رویداد، شی و کنش یا واکنش است که توسط پژوهشگر برای اهمیت دادن به داده‌ها، تعیین می‌شود. هدف از نام‌گذاری این پدیده این است که پژوهشگر قادر باشد تا رویدادها، اتفاق‌ها و اشیا مشابه را تحت یک عنوان یا طبقه‌بندی مشترک، گروه‌بندی نماید. اگرچه رویدادها و اتفاق‌ها عناصر مجزایی هستند، اما واقعیت این است که آن‌ها ویژگی‌ها یا خصوصیات مشترک یا معنای مرتبطی دارند که آن‌ها را قادر می‌سازد تا با هم گروه‌بندی شوند."

عنصر دوم نظریه داده بنیاد، دسته‌ها هستند. کوربین و اشتراوس (۱۹۹۰: ۷، نقل قول از پاندیت، ۱۹۹۶) دسته‌ها را به صورت زیر تعریف نمودند:

"دسته‌ها از سطح بالاتر و انتزاعی‌تری از مفاهیم برخوردارند. آن‌ها از طریق فرآیند تحلیلی مشابهی از مقایسه‌ها برای برجسته‌سازی شباهت‌ها و تفاوت‌هایی که برای تولید مفاهیم سطح پایین استفاده می‌شوند،

¹ Scapens

² Holton

³ concepts

⁴ categories

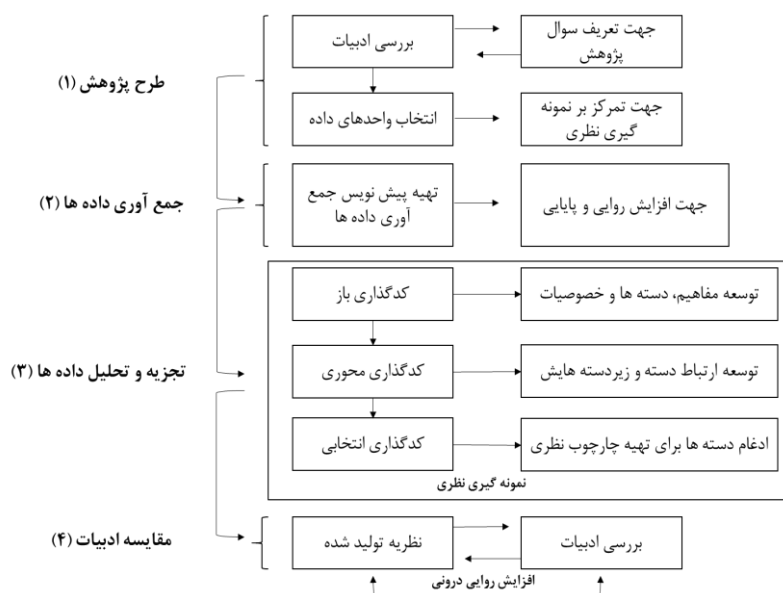
⁵ propositions

⁶ Corbin and Strauss

⁷ Pandit

تولید می‌شوند. دسته‌ها سنگ بنای توسعه نظریه هستند. آن‌ها ابزاری را فراهم می‌کنند که از طریق آن می‌توان نظریه را ادغام نمود."

سومین عنصر نظریه داده بنیاد گزاره‌ها یا به اصطلاح همان فرضیه‌های گلاسر و اشتراوس^۱ (۱۹۶۷) هستند که روابط تعمیم‌یافته میان یک دسته و مفاهیم آن و میان زیر دسته‌ها و دسته‌ها را نشان می‌دهند. اشتراوس و کوربین (۱۹۹۸) گزاره‌ها را به عنوان مواردی که نشان‌دهنده چگونگی روابط میان پدیده‌ها (مفاهیم اصلی) می‌باشند، تعریف نمودند. روند تولید نظریه داده بنیاد به شرح شکل ۱ می‌باشد (پاندیت، ۱۹۹۶):



شکل ۱- روند تولید نظریه داده بنیاد

منبع: پاندیت، ۱۹۹۶.

این مطالعه بر اساس نمونه‌گیری نظری مطرح شده توسط کوربین و اشتراوس (۲۰۰۸) صورت پذیرفت. نمونه‌گیری نظری یک گام اساسی در فرآیند نظریه داده بنیاد است. در این نوع از نمونه‌گیری، نمونه‌گیری در طی فرآیند پژوهش پیکربندی می‌شود؛ به عبارت دیگر محقق از قبل تعیین نمی‌کند که گروه‌های نمونه کدام‌اند؛ زیرا که داده‌ها هستند که می‌گویند چه مسیری باید دنبال شود. پژوهشگر باید برخی توانایی‌های حساس را

¹ Glaser and Strauss

به‌منظور حمایت از برخی تصمیمات توسعه دهد. برای مثال، انتخاب بهترین موارد با در نظر گرفتن داده‌های ظاهرشده (اشتراوس و کوربین، ۲۰۰۸). موفقیت نمونه‌گیری نظری در رسیدن به اشباع نظری نهفته است. اشباع نظری جایی است که هیچ داده دیگری به دست نیامده باشد تا پژوهشگر بتواند خصوصیات بیشتری به دست آورد. نمونه‌های بعدی، داده‌های مشابهی را ارائه می‌دهند که به یک نقطه اشباع رسیده است و جمع‌آوری داده‌ها در آن نقطه می‌تواند متوقف گردد (گلاسر و اشتراوس، ۱۹۶۷: ۶۱). در گروه نمونه یا نمونه‌گیری باز که اولین گام از پژوهش تجربی است، ۱۲ مصاحبه با مدیران، معامله‌گران، مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری و مدرسان شعب استانی چهار کارگزاری که سابقه بالای ۷ سال در بازار را دارا بودند، انجام شده است. در این مرحله مصاحبه‌های عمیق و نیمه ساختاریافته صورت پذیرفت. در این فرآیند اولیه از هدف و سؤالات پژوهش به عنوان راهنما استفاده گردید. در طول مصاحبه در چند لحظه پژوهشگر با سؤالاتی از قبیل چرا؟ چگونه؟ چه زمانی؟ چه اتفاقی افتاد؟ در روند مصاحبه دخالت نمود.

سؤالات استفاده شده در این پژوهش از نوع سؤالات باز می‌باشند. سؤالاتی که از مصاحبه‌شوندگان پرسیده شده است به شرح زیر می‌باشند: خودتان را معرفی نمایید. رفتار سرمایه‌گذاران تازه‌وارد را چگونه ارزیابی می‌کنید؟ لزوم بررسی رفتار سرمایه‌گذاران تازه‌وارد چیست؟ چه عواملی بر رفتار سرمایه‌گذاران تازه‌وارد اثرگذارند و این اثرات به چه صورت است؟ چه راهبردهایی جهت کنترل و هدایت این رفتارها پیشنهاد می‌کنید؟ پیامدهای اجرای راهبردها را چگونه ارزیابی می‌کنید؟ چه عواملی رسیدن به راهبردها را تسهیل می‌کنند یا مانعی برای آن هستند؟ تجربیات خود را در برخورد با سرمایه‌گذاران تازه‌وارد بیان کنید. پس از انجام مصاحبه با خبره‌ها و تدوین الگوی پژوهش بر اساس رویکرد نظریه داده بنیاد، پرسشنامه‌ای بر مبنای الگوی تدوین شده طراحی گردید و به‌منظور تعیین اهمیت مقوله‌ها و مفاهیم و اعتباریابی آن‌ها از رویکرد دلفی استفاده گردید.

هدف اصلی یک مطالعه دلفی ایجاد یک اجماع قابل اعتماد از نظرات گروهی از متخصصان با استفاده از یک سری پرسشنامه و بازخورد کنترل شده است (تانگراتینام و ردمن، ۲۰۰۵). اطلاعات با ارائه بازخورد از هر دور پرسشنامه توسعه می‌یابند (ویلیامسون، ۲۰۰۲). مطالعات دلفی معمولاً دارای سه دور جمع‌آوری داده‌هاست. دور اول توسط محقق توسعه داده می‌شود. دور دوم به شرکت‌کنندگان اجازه می‌دهد تا نظرات خود را در مورد پاسخ‌های مرحله اول ارائه دهند. دور سوم از دو دور قبلی توسعه یافته است و برای دستیابی به اجماع در این زمینه طراحی شده است (برادی، ۲۰۱۵). در پژوهش حاضر برای تعیین اتفاق نظر میان اعضای پانل دلفی از ضریب هماهنگی کندال استفاده شده است. ضریب هماهنگی کندال آماری است که میزان توافق میان چندین عضو پانل دلفی که مجموعه‌ای از n مورد را ارزیابی می‌کنند، اندازه‌گیری می‌کند (لجندر، ۲۰۰۵). اگر ضریب کندال بزرگ‌تر یا برابر با ۰.۷ باشد؛ آنگاه می‌توان آن را به‌عنوان یک اجماع قوی تفسیر نمود. اگر در حدود ۰.۵ باشد؛ آنگاه نشان‌دهنده اجماع متوسط است و در نهایت اگر کم‌تر از ۰.۳ باشد به معنی اجماع ضعیف است (گارسیا کرسپو و همکاران، ۲۰۱۰).

اعضای پانل دلفی به روش نمونه‌گیری هدفمند و نیز گلوله برفی از میان اساتید و خبرگان دانشگاهی و کارشناسان، معامله‌گران، تحلیل‌گران، مدیران صندوق و مدیران آموزش آگاه به رفتار سرمایه‌گذاران تازه‌وارد انتخاب شدند. ویژگی‌های اعضای پانل دلفی در جدول آورده شده است.

جدول ۱- ویژگی‌های اعضای پانل دلفی

کارشناس، معامله‌گر، تحلیل‌گر، مدیر صندوق و مدیر آموزش				عضو هیئت علمی			
درصد	تعداد	سابقه	سمت	درصد	تعداد	مرتبۀ علمی	تحصیلات
۰.۳۰۷۶	۸	۱۵-۱۰ سال	معامله‌گر، مدیر شعبه و مدرس	۰.۰۷۶	۲	دانشیار	دکتری
۰.۳۸۴۶	۱۰	۱۰-۸ سال	معامله‌گر، مدیر شعبه و مدرس	۰.۱۵۳۸	۴	استادیار	دکتری
۰.۰۷۶	۲	۱۵ سال به بالا	معامله‌گر، مدیر شعبه و مدرس				
۰.۷۷	۲۰	جمع		۰.۲۳	۶	جمع	
۲۶ نفر							کل

تجزیه و تحلیل یافته‌ها

پس از انجام مصاحبه‌ها، مرحله تجزیه و تحلیل داده‌ها آغاز گردید. در گام اول به کدگذاری باز پرداخته شده است. در مرحله کدگذاری باز، از واحد معنایی جهت واحد کدگذاری استفاده گردید و کدهای دارای مفهوم مشابه در یک زیرمجموعه طبقه‌بندی شدند. در این مرحله متن به متن رونوشت‌ها خوانده می‌شود و محقق افکار و مفاهیم اولیه را شناسایی می‌کند و یادداشت‌های برچسب‌گذاری شده را در گوشه‌ای می‌نویسد. این یادداشت‌ها توصیفات مصاحبه‌شوندگان را به تصویر می‌کشند. سپس مفاهیم برای ایجاد دسته‌بندی‌ها، گروه‌بندی می‌شوند. مفاهیم خاص در یک برچسب دسته‌بندی اصلی خلاصه می‌شوند. برای نشان دادن سازگاری در برچسب زدن به دسته‌ها، به هر دسته تعاریفی داده می‌شود. خصوصیات و ابعاد هر دسته مشخص می‌شود. بدین ترتیب پژوهشگر از مجموع ۱۲ مصاحبه عمیق و نیمه ساختاریافته با خبرگان و پس از تعدیلات لازم، در مجموع ۲۳۰ کد اولیه به دست آورده است. در مرحله کدگذاری اولیه، پژوهشگر بر اساس ادبیات پژوهش، نظر خبرگان و داده‌های پژوهش کیفی به بررسی ارتباط معنایی کدهای استخراج‌شده و دسته‌بندی آن‌ها در واحدهای معنایی مفهومی و انتزاعی‌تر تحت عنوان مقوله اقدام می‌نماید. در این مرحله کدهای استخراج‌شده به منظور تفسیر منسجم‌تر، در قالب مقوله‌هایی دسته‌بندی می‌شوند. بر طبق دسته‌بندی‌های انجام شده، ۲۳۰ کد اولیه در ۵۱ مقوله فرعی قرار داده شده‌اند. در ادامه پژوهشگر مقوله‌های شناسایی شده را به صورت عمیق‌تر مورد بررسی قرار داده و در نهایت بر اساس درجه انتزاع، آن‌ها را در آخرین درجه از یک

واحد مفهومی طبقه‌بندی می‌کند که طبق نظر کوربین و اشتراوس (۱۹۹۰) به آن کدگذاری محوری گفته می‌شود. در مرحله کدگذاری محوری پیوند دسته‌ها باعث شکل‌گیری دسته مرکزی خواهد شد. در کدگذاری محوری پژوهشگر به بررسی این موضوع می‌پردازد که شرایطی که منجر به خلق این مقوله‌ها شده است کدام‌اند و زیرمجموعه‌های این مقوله‌ها کدام‌اند. بر اساس کنش و واکنش‌هایی که میان مقوله‌های مختلف وجود دارد مقوله مرکزی شناسایی می‌شود و سرانجام پیامدهای موردنظر شناسایی می‌شوند. مقوله‌های شناسایی شده که از مفاهیم برگرفته از کدهای باز شکل گرفته‌اند، بر اساس شباهت‌ها و محتوای یکپارچه در قالب برچسب‌های مفهومی انتزاعی‌تری تحت عنوان مقوله‌های محوری دسته‌بندی می‌شوند؛ این مقوله‌ها باعث شکل‌گیری کدگذاری محوری خواهند شد. بر همین اساس مقوله‌های شناسایی شده در جدول فوق پس از برقراری ارتباط میان آن‌ها و خلق شبکه ارتباطی بر اساس الگوی کدگذاری محوری باعث شکل‌گیری خروجی مبتنی بر موضوع و سؤال‌های پژوهش می‌گردد. در این مرحله هر یک از مقوله‌های شناسایی شده با توجه به ماهیتشان در قسمتی از الگوی کدگذاری محوری در قالب مقوله محوری، شرایط علی، عوامل زمینه‌ای، عوامل مداخله‌گر، راهبردها و پیامدها جاگذاری می‌شوند و ارتباط منطقی میان آن‌ها برقرار خواهد شد (کوربین و اشتراوس، ۱۹۹۰). جاگذاری هر یک از مقوله‌های شناسایی شده در الگوی کدگذاری محوری در جدول ۲ به‌طور کامل تشریح شده است.

جدول ۲- جاگذاری مقوله‌های شناسایی شده در الگوی کدگذاری محوری

ردیف	عوامل اصلی	مقوله‌های اصلی	مقوله‌های فرعی
۱	عوامل علی	عوامل اقتصادی	وضعیت اقتصادی، وضعیت اشتغال و وضعیت بازار سرمایه
		عوامل آموزشی	مالی عمومی و مالی تخصصی
		عوامل سازمانی، ساختاری و مقرراتی	فرآیند کدگیری، ذات بازار، سیستم معاملات، ضعف نظارت و قوانین و مقررات
		سیاست کلان و عوامل سیاسی	سیاست عرضه سهام و سیاست دخالت دولت
		ارتباطات و رسانه‌های جمعی	فضای مجازی و ارتباطات و اخبار
		اصول و قواعد سرمایه‌گذاری	تفکر نادرست، معامله نادرست و سیستم معاملاتی نادرست
۲	عوامل زمینه‌ای	ساختار تأمین مالی و مدیریت سرمایه	ساختار تحلیل و سرمایه، ساختار عرضه‌های اولیه، ساختار صندوق و سبد و سیاست جذب سرمایه
		منافع شخصی	منافع مستقیم و منافع غیرمستقیم
		محدودیت آموزشی	سطح آموزشی افراد و ساختار دوره‌های آموزشی
۳	عوامل مداخله‌گر	عوامل فرهنگی، اجتماعی و فردی	فرهنگ اجتماعی، روان‌شناختی و جمعیت‌شناختی
		نهادی و دولتی	ضعف دولت و سیاست زدگی و ضعف نهادهای وابسته
		تحریم و فشارهای خارجی	ریسک‌های سیاسی و روابط تجاری

ردیف	عوامل اصلی	مقوله‌های اصلی	مقوله‌های فرعی
۴	راهبردها	آموزش و فرهنگ‌سازی	فرهنگ‌سازی سرمایه‌گذاری، آموزش مقدماتی، آموزش تخصصی و آموزش رسانه‌ای
		عرضه‌های سازمان‌یافته و با برنامه	عرضه‌های عمومی، عرضه‌های دولتی و افزایش سرمایه
		مدیریت سرمایه	سرمایه‌گذاری غیرمستقیم و سرمایه‌گذاری مستقیم
		نوآوری و ساختاری	تغییرات سطح نهادی و تغییرات سطح بازاری
		قوانین، مقررات و مجازات‌ها	تغییر در قوانین و مقررات و اجرای قوانین و مقررات
		اقتصادی و سیاسی	اقتصادی، سیاسی
۵	پیامدها	پیامدهای برون بازاری	بهبود وضعیت اقتصادی و بهبود مدیریت نقدینگی
		پیامدهای درون بازاری	بهبود مدیریت سرمایه و کارایی و کنترل رفتار سرمایه‌گذار
۶	پدیده محوری	رفتار هیجانی و گله‌ای	-----

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بر اساس تحلیل داده‌ها، پنج عامل شرایط علی، شرایط زمینه‌ای، شرایط مداخله‌گر، راهبردها و پیامدها به شرح زیر شناسایی شدند:

شرایط علی

با توجه به مصاحبه‌های انجام شده، سیاست‌های کلان و عوامل سیاسی یکی از مهم‌ترین عوامل شکل‌گیری رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران تازه‌وارد می‌باشد. بلا تکلیفی‌های سیاست‌گذارها، عرضه نادرست سهام دولتی در قالب صندوق‌های قابل معامله در بورس بدون مدیریت حرفه‌ای، آزادسازی غیراصولی سهام عدالت، اظهارنظر مثبت حاکمیت نسبت به بازار سرمایه و دعوت عمومی از مردم، نوسان‌گیری سیاست‌گذار از مردم به دلیل کسری بودجه، مدیریت‌های شبه‌دولتی در سازمان و نهادهای مالی و نهایتاً درگیری‌های داخلی سیاسی میان دولتمردان از مهم‌ترین مفاهیم شناسایی شده در این بخش می‌باشند. از نظر مصاحبه‌شوندگان اظهارنظر مثبت حاکمیت در این بخش یکی از مهم‌ترین عوامل در شکل‌گیری رفتار هیجانی می‌باشد که باعث گردید سرمایه‌گذاران بدون بررسی وضعیت بازار به صورت هیجانی اقدام به معامله نمایند. هم‌چنین عوامل دیگری نیز بر اساس نظر مصاحبه‌شوندگان به عنوان عوامل علی شناسایی شدند: ۱- عوامل اقتصادی: وضعیت اقتصادی در قالب چاپ پول بدون پشتوانه و ذهنیت عقب ماندن از تورم و سرازیر شدن نوسانات اقتصاد کلان به بازار سرمایه از قبیل تغییرات نرخ ارز، تغییرات نرخ بهره؛ وضعیت اشتغال و جواب‌گو نبودن فعالیت‌های اقتصادی و وضعیت کلی بازار سرمایه از قبیل کاهش نقدشوندگی در ریزش، رشد پرشتاب بازار عوامل اقتصادی اثرگذار بر

شکل‌گیری رفتار هیجانی بوده‌اند. ۲- عوامل آموزشی: منبع دانش کسب شده و هوش مالی پایین در بخش مالی عمومی و فقدان اطلاعات پایه‌ای سرمایه‌گذاری و عدم آشنایی با مفهوم ریسک در بخش مالی تخصصی به عنوان عواملی مهمی شناسایی شدند که اثر زیادی بر رفتار سرمایه‌گذاران داشته‌اند. ۳) عوامل سازمانی، ساختار و مقرراتی: نبود سازوکار بازارگردانی در دو سمت عرضه و تقاضا و منافع شخصی آن‌ها در جهت کسب سود، تمایل کارگزاری‌ها به افزایش سهم از بازار و جذب سرمایه‌گذاران از هر درگاهی و دادن تمامی اختیارات با تمامی امکانات بدون اخذ آزمون ساختاریافته بدون توجه به سود و ماندگاری سرمایه‌گذاران در بازار باعث ورود عامه مردم و هجوم پول‌های تازه‌وارد به سرمایه‌گذاری مستقیم و رخ دادن رفتار هیجانی خواهد بود. در این بخش وجود ربات‌ها و معاملات الگوریتمی، هنگی سامانه‌ها و نبود زیرساخت قوی، نظارت سلیقه‌ای توسط ناظر، جامع و پیشگیرانه نبودن قوانین و مقررات و تغییرات بی‌رویه آئین‌نامه‌ها و دستورالعملی‌ها از عوامل مهم دیگر تأثیرگذار بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران می‌باشد. یکی دیگر از عواملی که در این بخش باعث تشدید هیجانات در بازار گردید، فروش دستوری اوراق بدهی به صندوق‌های سرمایه‌گذاری است. صندوق‌های سرمایه‌گذاری در برهه‌هایی به دلیل عدم تقاضا برای خرید اوراق بدهی دولت با توجه به نرخ تورم بالا و رشد بازار سرمایه ملزم به خرید اوراق بدهی دولت شدند و به دلیل محدود بودن منابعشان مجبور به نقد نمودن سهام در قیمت‌های روز بازار شدند و این خود عاملی بر شکل‌گیری بخشی از رفتار هیجانی بازار بود. ۴- ارتباطات و رسانه‌های جمعی: وجود افراد کم‌تجربه و منفعت‌طلب در فضای مجازی و شکل‌گیری گروه‌ها و کانال‌ها و اظهارنظرهای شخصی در آن‌ها باعث شکل‌گیری رفتارهای توده‌ای و خریدوفروش‌های گروهی بدون توجه به عملکرد سهام موردنظر می‌باشد. از طرفی تبلیغات دوستان و آشنایان و تبلیغات در صداوسیما نیز به این رفتار دامن زده است. ۵- اصول و قواعد سرمایه‌گذاری: بسیاری از سرمایه‌گذاران با تفکر جا ماندن از بازار و انتظار سود مطلق و ورود پول‌های ضروری دست به معامله‌های هیجانی در بازار می‌زدند. عدم استفاده از تحلیل‌ها و نداشتن استراتژی معاملاتی به دلیل تجربه کم و ورود در بازار مثبت و دید سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت باعث گردید سرمایه‌گذاران اقدام به خرید سهامی نمایند که بدون دلیل رشدهای بسیار بالایی داشتند. بنابراین معامله بر اساس بازدهی اخیر یکی از عوامل شکل‌گیری رفتار هیجانی بوده است.

عوامل زمینه‌ای

عوامل زمینه‌ای در پژوهش حاضر به‌عنوان موانع در راه رسیدن به راهبردها می‌باشند که در سطح خرد مورد بررسی قرار گرفته‌اند. با ساخت مفاهیم انتزاعی از کدهای مستخرج از مصاحبه‌ها، چهار مقوله اصلی شناسایی شدند که عبارت‌اند از: ساختار تأمین مالی و مدیریت سرمایه، منافع شخصی، محدودیت آموزشی، عوامل فرهنگی، اجتماعی و فردی. مفاهیم انتزاعی نیز عبارت‌اند از ساختار عرضه‌های اولیه، ساختار صندوق و سبد، سیاست جذب سرمایه، ساختار تحلیل و سرمایه، منافع مستقیم، منافع غیرمستقیم، سطح آموزشی افراد، ساختار دوره‌های آموزشی، فرهنگ اجتماعی، روان‌شناختی، جمعیت‌شناختی. مفاهیم ساختار عرضه‌های اولیه، ساختار صندوق و سبد، سیاست جذب سرمایه و ساختار تحلیل و سرمایه مفاهیم شکل دهنده ساختار تأمین

مالی و مدیریت سرمایه بودند. منافع مستقیم و منافع غیرمستقیم جزو مفاهیم فرعی منافع شخصی هستند. مفاهیم سطح آموزشی افراد و ساختار دوره‌های آموزشی به‌عنوان مقوله‌هایی در نظر گرفته شدند که با در کنار هم قرار دادن آن‌ها مقوله اصلی محدودیت آموزشی معرفی گردید. عوامل فرهنگی، اجتماعی و فردی در قالب مفاهیم فرهنگ اجتماعی، روان‌شناختی و جمعیت‌شناختی ایجاد شد.

شرایط مداخله‌گر

مقوله‌های نهادی و دولتی و تحریم‌ها و فشارهای خارجی جزو عوامل مداخله‌گر در راه رسیدن به راهبردها می‌باشند. مفاهیم ضعف دولت و سیاست زدگی و ضعف نهادهای وابسته مقوله‌های تشکیل دهنده نهادی و دولتی هستند. ریسک‌های تجاری و روابط تجاری تعریف‌کننده مقوله تحریم و فشارهای خارجی هستند.

راهبردها

به‌منظور تعیین راهبردهای رفتار هیجانی و گله‌ای به فرآیند کدگذاری سه‌گانه باز، محوری و انتخابی مصاحبه‌های انجام شده استناد گردید و مفاهیم استخراج شده با مبانی نظری تطبیق داده شد و پس از اصلاحات و تعدیلات لازم، در نهایت مقوله‌های آموزش و فرهنگ‌سازی، عرضه‌های سازمان‌یافته و با برنامه، مدیریت سرمایه، نوآوری و ساختاری، قوانین و مقررات و مجازات‌ها و اقتصادی و سیاسی تعیین گردیدند:

آموزش و فرهنگ‌سازی: بر طبق نظر مصاحبه‌شوندگان آموزش و فرهنگ‌سازی شعار همیشگی دولت و سازمان بورس اوراق بهادار بوده است، اما پیشنهاد اصلی برای نهادهای مالی از قبیل کارگزاری‌های بورس و صندوق‌های سرمایه‌گذاری که ارتباط مستقیمی با سرمایه‌گذاران دارند، می‌باشد. در این بخش برگزاری دوره‌های ریسک‌سنجی جهت تحلیل سطح تاب‌آوری ریسک با پنج مرحله شناسایی توانایی ریسک، نیاز به پذیرش ریسک، رفتار در زمان زیان، دانش مالی و تجربه سرمایه‌گذاری و در نهایت آموزش انتخاب استراتژی سرمایه‌گذاری متناسب با سطح تاب‌آوری ریسک و برگزاری دوره‌های آشنایی با انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند بخش عمده‌ای از مشکلات رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران تازه‌وارد را برطرف نماید. هم‌چنین برگزاری دوره‌های ماهانه با حضور سرمایه‌گذاران جهت تحلیل و بررسی بازارها و صنایع مختلف توسط نهادهای مالی در شهرهای دارای شعب به صورت حضوری و برای تمامی سرمایه‌گذاران به صورت آنلاین می‌تواند به سرمایه‌گذاران دید سرمایه‌گذاری بهتری بدهد. سرمایه‌گذارانی که با رویکرد آموزشی جدید و درک مسئله مدیریت هیجان و روانشناسی بازار، شناخت صورت‌های مالی و تابلوی بازار وارد بازار شوند، آن‌گاهی می‌توان انتظار داشت بخشی از رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران در بازار کاهش یابد. یکی از مهم‌ترین عوامل دیگر در بخش آموزش، آموزش ضمن خدمت کارکنان نهادهای مالی است که در زمان کدگیری و مراجعات سرمایه‌گذاران می‌توانند مسیر منطقی‌تر به آن‌ها پیشنهاد دهند. در بخش سواد و آموزش رسانه‌ای که در سال‌های اخیر از حوزه‌های مغفول در بازار سرمایه بوده است، ایجاد رسانه‌های دارای مجوز در فضای مجازی و ارتقای سواد رسانه‌ای می‌تواند باعث استفاده بهینه‌تر از داده‌های تحلیلی درست گردد.

عرضه‌های سازمان‌یافته و با برنامه: یکی دیگر از راهبردهایی که از دید مصاحبه‌شوندگان می‌تواند اثر مثبتی بر کنترل رفتار هیجانی و گله‌ای سرمایه‌گذاران داشته باشد، موضوع عرضه‌های اولیه است. بررسی و تأکید بر عرضه‌های اولیه از چند بعد دارای اهمیت است: افزایش عرضه‌های اولیه بزرگ، ورود کارخانه‌های دولتی و افزایش تعداد عرضه‌ها و تغییر در قیمت‌گذاری و روش ارائه عرضه‌ها در بازار. یکی از عواملی که باعث شکل‌گیری نقدینگی بالا در بازارها گردیده است و به عنوان عوامل رفتار هیجانی شناسایی گردید، چاپ پول بدون پشتوانه می‌باشد. دولت می‌تواند جهت رفع کسری بودجه خود به توسعه بازار بدهی بپردازد و تأمین مالی خود را به جای فروش سهام دولتی در قالب صندوق‌های دولتی به قیمت بالا به سرمایه‌گذاران، از طریق عرضه اوراق بدهی تأمین نماید. همچنین واگذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و خروج از بنگاه‌داری سازمان‌های دولتی می‌تواند باعث دستیابی به نقدینگی بالایی شوند و دست بردن به جیب سرمایه‌گذار به واسطه بازار سرمایه از طرف دولت کاهش یابد. صدور مجوز افزایش سرمایه از محل تجدید ارزیابی دارایی‌ها جو روانی منفی بسیاری را در بازار ایجاد نمود و سرمایه‌گذاران صرفاً بر اساس قیمت پایین تعدیل‌شده سهام اقدام به معامله نمودند؛ اما افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و سود انباشته می‌تواند برای شرکت‌ها در جهت سودسازی بسیار مفید باشد و سرمایه‌گذاران در بلندمدت از این سود بهره‌مند شوند.

مدیریت سرمایه: راهبرد مهم دیگری که باید بدان اشاره نمود موضوع سرمایه‌گذاری غیرمستقیم به عنوان بخش مهمی از بازار سرمایه است. بازاری سرمایه‌بازاری است که سرمایه‌گذاران فاقد تجربه و علم، روزانه به آن گام می‌نهند و اقدام به سرمایه‌گذاری می‌نمایند. از این رو به نهادهای مختلف مالی باید تأکید شود تا سرمایه‌گذاران جدید را به سمت سرمایه‌گذاری‌های غیرمستقیم از قبیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سبدگردان‌های اختصاصی سوق دهند. الزام به داشتن واحد مشاوره سرمایه‌گذاری و صندوق‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های کارگزاری‌ها باعث می‌شود که کارگزاری‌ها صرفاً به دنبال افزایش سهم از بازار نباشند. راه‌اندازی شعب مشاوره سرمایه‌گذاری و حضور مشاورین متخصص سرمایه‌گذاری در شعب می‌تواند بخش اعظمی از سرمایه‌های سرمایه‌گذاران خرد را به سمت صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سبدگردانی اختصاصی هدایت نماید. در زمان ثبت‌نام سرمایه‌گذاران جدید و مراجعه سرمایه‌گذاران قبلی، این سرمایه‌گذاران به صورت حضوری، آنلاین و تلفنی به مشاورین متخصص سرمایه‌گذاری ارجاع داده شوند تا متناسب با ابعاد روان‌شناختی سرمایه‌گذار به آن‌ها پیشنهاد سرمایه‌گذاری داده شود. سرمایه‌گذاران با ویژگی‌های شخصیتی و نیازهای متفاوت به دارایی‌های با ریسک‌های متفاوت نیاز دارند. از این رو وجود صندوق‌های سرمایه‌گذاری متنوع و سهولت در صدور مجوز از طرف سازمان برای تأسیس و پذیره‌نویسی صندوق‌های بخشی، اهرمی، شاخصی، صندوق در صندوق، پوششی، املاک و مستغلات و انواع صندوق‌های کالایی باعث تنوع‌بخشی بیش‌تری در صندوق‌ها خواهد شد و مشاورین سرمایه‌گذاری با رویکرد بهتری می‌توانند به انتخاب استراتژی سرمایه‌گذاری متناسب با سطح تاب‌آوری ریسک بپردازند.

نوآوری و ساختاری: تغییرات سطح نهادی و تغییرات سطح بازاری از الزامات این بخش می‌باشند. اخذ مجدد آزمون‌های ساختاریافته در بدو ورود سرمایه‌گذاری، ارتباط مستمر نهادهای مالی با سرمایه‌گذار از طریق راه‌اندازی مراکز تماس با افراد باتجربه و آشنا به ابزارهای مالی و از همه مهم‌تر تشکیل کانون سهامداران خرد در بخش تغییرات سطح نهادی می‌توانند در بلندمدت رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران را کنترل نمایند. در بخش تغییرات سطح بازاری، حذف تدریجی دامنه نوسان، توسعه ابزارهای معاملاتی و تحلیلی جدید، دوطرفه کردن بازار و اصلاح زیر ساختارهای بازار از معدود مفاهیم اولیه جهت تغییر در رفتار بلندمدت سرمایه‌گذاران می‌باشند.

قوانین، مقررات و مجازات‌ها: یکی از اصلی‌ترین عوامل ثبات در بازار سرمایه وجود قوانین به‌روز و مناسب بازار سرمایه می‌باشد. کشورهای درحال توسعه و توسعه‌یافته همواره در پی اصلاح ساختارهای قانونی و اجرای دقیق آن در بازارهای سرمایه بالاخص بازارهای اوراق بهادار هستند. قانون اوراق بهادار بیش از هر چیزی به توزیع اوراق بهادار جدید مربوط است و دو هدف را دنبال می‌کند. هدف اول این است که این قانون عنوان می‌دارد که سرمایه‌گذاران از اطلاعات کافی و دقیق درباره اوراق بهادار توزیع‌شده میان عامه مردم مطلع شوند. هدف دوم نیز این است که قانون اوراق بهادار اقدامات و اعمال فریبکارانه اطلاعات نادرست و کلاهبرداری در فروش اوراق بهادار را غیرقانونی و ممنوع می‌داند (عبده تبریزی، ۱۳۷۶:۷۶). تغییرات به‌روز و متناسب در قوانین و مقررات، آئین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌ها از قبیل دریافت مالیات از سود سرمایه‌ای و معاف نمودن صندوق‌های سرمایه‌گذاری از پرداخت مالیات سپرده‌های بانکی، استفاده از افراد باسواد در قانون‌گذاری، اصلاح دستور بازارگردانی و طرح لایحه حمایت از حقوق سهامداران خرد در مجلس شورای اسلامی با تأکید بر منافع بلندمدت سهامداران می‌تواند دستیابی به اهداف نامبرده را میسر نماید. حضور ریاست سازمان بورس اوراق بهادار در هیئت دولت و داشتن حق رأی طبق اصلاح در آئین‌نامه‌ها و عدم اتخاذ تصمیم و قوانین جدید تأثیرگذار بر بازار سرمایه بدون هماهنگی با شورای عالی بورس نشان از اهمیت این ارکان نظارتی بر بازار سرمایه خواهد بود. از طرفی صرف تغییرات در قوانین و مقررات نمی‌تواند مثمر‌ثمر باشد. اجرای درست قوانین و مقررات و ارتقاء اثربخشی، کارایی و هوشمندی نظام نظارتی، وجود کارشناس بازار سرمایه در دادگستری، رصد و کنترل معاملات افراد خاص و راه‌اندازی سامانه هوش مصنوعی جهت کشف تخلفات و اعمال جریمه‌های مالی متناسب با جرائم و دست‌کاری قیمت و معاملات برای افرادی که سعی در تخلف در بازار دارند می‌تواند دستیابی به این اهداف را میسر نماید.

اقتصادی و سیاسی: تغییرات و نوسانات شدید در نرخ بهره از عوامل اثرگذار بر نوسانات بازار سرمایه می‌باشد و این خود باعث شکل‌گیری رفتار هیجانی گردیده است. از این رو کاهش تدریجی نرخ بهره و ثبات آن می‌تواند بازار سرمایه را بدون نوسانات شدید به سمت مسیر اصلی هدایت نماید. عدم قیمت‌گذاری دستوری و تشویق رقابت توسط وزارت صنعت، معدن و تجارت باعث سودسازی خوبی برای شرکت‌ها خواهد شد و نتیجه‌ی آن در قالب سود و رشد قیمت سهام به سرمایه‌گذاران خواهد رسید. عدم دخالت دولت به عنوان یکی

از مهم‌ترین پیشنهادهای در این پژوهش نیز باعث خواهد شد تا بازار مسیر اصلی خود را طی نماید و عدم اظهار نظر مسئولین دولتی و وجود ثبات در سیاست‌های کلی باعث اعتماد بیشتر مردم به بازار سرمایه خواهد شد.

۵-۴- پیامدها

در نهایت، خبرگان و صاحب‌نظران به این نتیجه رسیدند که در صورت اجرایی شدن راهبردهای ارائه شده، می‌توان بهبود وضعیت اقتصادی و بهبود مدیریت نقدینگی را به‌عنوان پیامدهای برون‌بازاری در بلندمدت متصور بود. به‌طوری‌که در صورتی که راهبردهای ارائه شده در بخش‌های مختلف اجرایی شوند می‌توان انتظار داشت که با سرمایه‌گذاران جدید و ورود سرمایه‌های راکد به سمت جریان‌های اقتصادی و خط تولید شرکت‌ها و صنایع بزرگ، شکوفایی اقتصادی در بلندمدت رخ دهد و تولید افزایش یافته و حتی دولت نیز با ورود نقدینگی به بازار سرمایه و ماندگاری آن بتواند تورم را تا حدودی کنترل نماید و از این‌رو از بحران تورم خارج شود. هم‌چنین جریان نقدینگی زمانی که به بازاری وارد شود که هم سرمایه‌گذار سود کند هم صنایع سر پا بمانند و هم از کشور خارج نشود، به بازارهای دیگر آسیبی وارد نخواهد شد و در نهایت عدالت اقتصادی برای همه برقرار خواهد شد. هم‌چنین در صورت اجرایی شدن راهبردهای ارائه شده می‌توان بهبود مدیریت سرمایه و کارایی و کنترل رفتار سرمایه‌گذار را به‌عنوان پیامدهای درون‌بازاری متصور بود. بهبود مدیریت سرمایه و کارایی از این لحاظ به‌عنوان یک پیامد درون‌بازاری معرفی می‌گردد که حرکت سرمایه‌ها به سمت شرکت‌ها و صنایع بزرگ و هم‌چنین به سمت صندوق‌ها و سبدهای دارای تحلیل‌گران خبره در جریان خواهد بود. در این حالت ریسک سرمایه‌گذاران تازه‌وارد از سرمایه‌گذاری کاهش خواهد یافت و بازار سرمایه پایداری را بدون رشد حبابی قیمت‌ها خواهیم داشت. در نهایت سرمایه‌گذاری که وارد بازار سرمایه شود و سرمایه آن به سمت سرمایه‌گذاری بلندمدت هدایت شود و در بلندمدت بازدهی بیشتر از بازارهای دیگر کسب نماید، آنگاه دیگر رفتار هیجانی از خود نشان نخواهد داد و سرمایه خود را به معاملات سوداگرانه وارد نخواهد نمود. در نهایت بر اساس مقوله‌های شناسایی شده الگویی برای کنترل رفتار سرمایه‌گذاران تازه‌وارد استخراج گردید که در شکل ۲ نشان داده شده است.

جدول ۳- نتایج شاخص‌های اتفاق نظر دوره‌های پانل دلفی

عوامل	مقوله‌های اصلی	ضریب کندهال		
		دور اول	دور دوم	دور سوم
عوامل علی	عوامل اقتصادی	۰.۳۹۸	۰.۷۳۰	۰.۷۷۵
	عوامل آموزشی	۰.۱۱۱	۰.۵۶۶	۰.۸۰۸
	عوامل سازمانی، ساختاری و مقرراتی	۰.۰۸۶	۰.۷۵۷	۰.۷۱۱
	سیاست کلان و عوامل سیاسی	۰.۱۵۴	۰.۶۱۵	۰.۷۳۱
	ارتباطات و رسانه‌های جمعی	۰.۰۱۰	۰.۴۸۳	۰.۷۳۷
	اصول و قواعد سرمایه‌گذاری	۰.۰۷۹	۰.۵۴۹	۰.۷۰۷
راهبردها	آموزش و فرهنگ‌سازی	۰.۲۰۵	۰.۶۶۵	۰.۷۳۴
	عرضه‌های با برنامه و سازمان‌یافته	۰.۰۷۸	۰.۶	۰.۷۰۴
	مدیریت سرمایه	۰.۰۹۹	۰.۷۳۱	۰.۸۴۶
	نوآوری و ساختاری	۰.۱۱۱	۰.۶۱۵	۰.۸۰۸
	قوانین، مقررات و مجازات‌ها	۰.۰۹۹	۰.۶۹۹	۰.۸۸۵
عوامل زمینه‌ای	اقتصادی و سیاسی	۰.۰۰۳	۰.۶۱۵	۰.۷۶۹
	ساختار تأمین مالی و مدیریت سرمایه	۰.۵۲۹	۰.۴۹۶	۰.۶۵۹
	منافع شخصی	۰.۰۸۷	۰.۴۷۱	۰.۸۰۸
	محدودیت آموزشی	۰.۰۲۶	۰.۶۵۴	۰.۶۹۹
عوامل مداخله‌گر	عوامل فرهنگی، اجتماعی و فردی	۰.۴۹۲	۰.۶۵۰	۰.۷۸۷
	دولتی و نهادی	۰.۱۱۵	۰.۵۲۹	۰.۷۶۹
	تحریم و فشارهای خارجی	۰.۰۶۲	۰.۵۸۵	۰.۸۴۶
پیامدها	پیامدهای برون بازاری	۰.۰۲۰۵	۰.۵۷۷	۰.۷۳۱
	پیامدهای درون بازاری	۰.۰۰۵	۰.۸۸۵	۰.۹۲۳
کل		۰.۱۹۵	۰.۶۱۳	۰.۷۵۲

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بحث و نتیجه‌گیری

مواردی از قبیل اثرات تورمی، کسب بازدهی و کنترل رفتار سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کند تا بررسی و کنترل رفتار سرمایه‌گذاران از ابعاد هیجانی و گله‌ای در کانون توجه عوامل بازار قرار گیرد؛ زیرا در صورتی که اگر سرمایه‌گذاران به‌طور منطقی عمل کنند می‌تواند انتظار اثرات مثبتی بر کلیت بازار سرمایه و نهایتاً از ابعاد مختلف بر سرمایه‌گذاران داشته باشد. بر اساس اهمیتی که این موضوع دارد و نیز تمایل پژوهشگر

به موضوع مالی رفتاری، پژوهش حاضر با طرح این سؤال محوری که "مدل تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران تازه‌وارد در بورس اوراق بهادار تهران دارای چه مختصاتی است؟" آغاز شد. کنترل رفتار هیجانی و گله‌ای سرمایه‌گذاران تازه‌وارد در جهت بهبود فضای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار ضرورتی انکارناپذیر است. لذا سؤالی که در این مرحله مطرح می‌شود این است که: راهبردهای کنترل رفتار هیجانی و گله‌ای سرمایه‌گذاران تازه‌وارد در بورس اوراق بهادار تهران کدام‌اند؟ در راستای پاسخ‌گویی به این سؤال، دیدگاه‌ها و نظرات صاحب‌نظران مورد ارزیابی دقیق قرار گرفت. راهبردهای بسیار زیادی توسط خبرگان ارائه شده است که اهمیت و اجرایی نمودن هر کدام با دیگری متفاوت است. آموزش و فرهنگ‌سازی باعث آگاهی بخشی در زمینه‌های مختلف در میان سرمایه‌گذاران تازه‌وارد خواهد شد و به عنوان اصل اول ورود به بازار سرمایه باید مدنظر قرار گیرد. اصل آموزش و فرهنگ‌سازی می‌تواند اثرات مثبت بلندمدتی را برای تمامی سرمایه‌گذاران چه تازه‌وارد و چه قدیمی داشته باشد و ماندگاری سرمایه‌گذاران را در بازار طولانی‌تر نموده و نهایتاً باعث کاهش رفتار هیجانی گردد. در رابطه با این اصل، بازار سرمایه را نباید به عنوان یک شغل برای کسب درآمدی زایی در نظر گرفت. بازار سرمایه بازاری است که می‌توان در آن با سرمایه مازاد وارد شد و دید سرمایه‌گذار باید سرمایه‌گذاری باشد نه درآمدزایی. ارسال پیامک آموزشی نیز از نکات آموزشی و فرهنگ‌سازی مهمی است که نقش مفیدی در فرهنگ‌سازی سرمایه‌گذاران دارد. آموزش مسائل سرمایه‌گذاری از دوره‌های کودکی نیز می‌تواند مسیر همواری جهت سرمایه‌گذاری درست را در مقابل سرمایه‌گذار قرار دهد. در ادامه باید برای تمامی افرادی که به‌تازگی وارد بازار می‌شوند در دوره‌های مقدماتی آشنایی با بازار و هم چنین دوره های ریسک سنجی سطح تاب آوری ریسک و دوره های آشنایی به صندوق های سرمایه گذاری شرکت نمایند تا آشنایی حداقلی در زمینه سرمایه‌گذاری داشته باشند. نتایج به‌دست‌آمده در این زمینه همسو با پژوهش لوپوس و همکاران (۲۰۱۹) می‌باشد. عرضه‌های اولیه و دیگر عرضه‌ها به دلیل ایجاد هیجان در سرمایه‌گذاران جهت ورود نقدینگی به بازار سرمایه از مواردی می‌باشد که اثر مثبتی بر بازار دارد. به‌عبارت‌دیگر رشد و ادامه حیات بازار سرمایه به چنین عرضه‌هایی بستگی دارد. اصولاً این راهبرد باعث جذب و ماندگاری سرمایه در بازار سرمایه خواهد شد. حیات و رشد بازار و ماندگاری سرمایه‌گذاران در بازار به ادامه‌دار بودن عرضه‌های اولیه، علی‌الخصوص عرضه‌های اولیه بزرگ بستگی دارد. در بازارهای سرمایه، سرمایه‌گذاران در زمان خرید عرضه‌های اولیه به روند کلی بازار توجه نمی‌کنند. هرچه عرضه اولیه بزرگ‌تر باشد و سرمایه بیش‌تری را جذب نماید می‌تواند اثر مثبتی بر رفتار سرمایه‌گذاران داشته باشد؛ زیرا که از سفته‌بازی در بازار جلوگیری نموده و سرمایه افراد به سمت شرکت‌های جدید عرضه‌شده در بازار هدایت خواهد شد. نقش سازمان بورس اوراق بهادار و دولت در ورود شرکت‌های بزرگ و حمایت از این شرکت‌ها جهت عرضه اولیه از اهمیت به‌سزایی برخوردار است. از آنجایی که عرضه‌های اولیه از گزینه‌های کم ریسک سرمایه‌گذاری می‌باشند، سرمایه‌گذاران علاقه‌مند به سرمایه‌گذاری آن هستند؛ به‌طوری‌که حتی یک سرمایه‌گذار بسیار بزرگ عرضه‌های اولیه را از دست نمی‌دهد. عرضه شرکت‌ها در شرایط مناسب و قیمت‌گذاری پایین باعث انگیزه بیش‌تر سرمایه‌گذاران جهت

مشارکت می‌گردد (براوو و فاوست، ۲۰۰۶). اما به علت این که طبق اطلاعیه عرضه اولیه‌ها هر کد محدودیت خرید دارد و پس از آن در معاملات امکان خرید مجدد به دلیل صف خرید شدن وجود ندارد، سرمایه‌گذاران امکان سرمایه‌گذاری و کسب بازدهی بیش‌تر را ندارند. راه‌حل موردنیاز در این زمینه خرید واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد؛ زیرا که صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهم مشخصی در خرید عرضه اولیه‌ها دارند. حال آنکه اگر سهمیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری از مشارکت در عرضه‌های اولیه افزایش یابد، سرمایه بسیاری به سمت صندوق‌ها به عنوان بخش و حوزه متخصص بازار سرمایه هدایت خواهد شد. در این رابطه نقش سازمان بورس اوراق بهادار با اصلاح دستورالعمل پذیره‌نویسی و عرضه اولیه اوراق بهادار در راستای افزایش سهم مشارکت صندوق‌های سرمایه‌گذاری بسیار حائز اهمیت است. مدیریت سرمایه از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سبد گردانی اختصاصی همیشه یک بستر امن‌تر از ورود مستقیم سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه است و دو مزیت عمده برای سرمایه‌گذاران دارد: بازدهی مناسب در بلندمدت نسبت به بازارهای موازی و کنترل رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران تازه‌وارد. به آن دسته از سرمایه‌گذاران تازه‌وارد که با مفاهیم اولیه بورس آشنایی ندارد توصیه می‌شود به صورت غیرمستقیم به واسطه صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سبدگردان‌های اختصاصی وارد بازار شوند. جان دافی و همکاران (۲۰۲۱) و لی و همکاران (۲۰۲۱) نقش صندوق‌های سرمایه‌گذاری را در این زمینه تأیید نمودند. بورس اوراق بهادار به عنوان اولین رکن بازار سرمایه باید برنامه‌ریزی استراتژیکی را جهت ایجاد انسجام و یکپارچگی و توسعه و به‌روز نمودن ابزارها و راه‌های معاملاتی در دستور کار قرار دهد. بورس به عنوان شاهراه تأمین مالی در اقتصاد باید به سمت نوآوری در فناوری و فرآیندهای به‌روز، توسعه دانش مالی و توسعه مستمر دارایی‌های فیزیکی حرکت نماید. نتایج به‌دست‌آمده با پژوهش هووا (۲۰۲۱) همسو می‌باشد.

اصلاح و به‌روز شدن قوانین و مقررات می‌تواند منجر به بازگشت فضای شفاف به بورس و جریان معاملاتی بازار سرمایه شود و زمینه‌ساز کاهش معاملات سفته‌بازانه و برخورد با اشخاصی خواهد بود که قصد جهت‌دهی نامتعارف به بازار را دارند. از این رو اثر مثبت آن مستقیماً بر رفتار سرمایه‌گذاران مشهود خواهد بود قوانین و مقررات، اصلی‌ترین ضامن پایداری، نقد شوندگی و مولد بودن بازار سرمایه است. مقررات بازار سرمایه ایران تحت عنوان قانون بازار اوراق بهادار، ناکارآمد و نامتناسب با نقدینگی فعلی و حجم معاملات بالا است. اصلاح و به‌روز کردن این قوانین و مقررات با در نظر گرفتن تجربه دنیا گامی ضروری در جهت حفظ رونق و ثبات بازار و ماندگاری سرمایه‌گذار در بازار است. هم‌چنین از تصویب قانون بازار اوراق بهادار حدود ۱۶ سال گذشته است و یکی از دلایلی که باعث می‌شود بازنگری در قانون صورت پذیرد این است که میان جرائم بورسی و مجازات‌های مندرج چه از لحاظ جرائم مالی و چه جرائم غیرمالی تناسبی وجود ندارد. هم‌چنین ممکن است با توجه به شرایط روز بازار جرائمی در بازار سرمایه رخ دهد که محمل قانونی جهت برخورد با این دسته از جرائم وجود نداشته باشد و نمی‌توان بر اساس قوانین موجود مصوب به آن‌ها رسیدگی نمود. موضوع مهم‌تر از تصویب

و به‌روز کردن قوانین و مقررات جدید، اجرای این قوانین و مقررات و برخورد جدی با خاطی‌های بازار سرمایه است. سلیم و شه‌ریاری (۱۳۸۸) این نتایج را تأیید می‌کنند.

همه‌چیز در اقتصاد به نرخ بهره مرتبط است و از آنجایی که بانک‌ها رقیب بازار سرمایه می‌باشند، کاهش نرخ بهره می‌تواند باعث ورود نقدینگی به بازار سرمایه گردد و از این طریق ساختار اقتصادی اصلاح می‌شود. نوسانات زیاد نرخ بهره که در سال‌های اخیر بدون شفافیت رخ داده است باعث ایجاد خلل در بازارها شده است. تغییرات نرخ بهره باعث نوسانات زیاد جریان نقدینگی در میان بازارهای مختلف می‌شود. مسئله‌ای که در این زمینه وجود دارد این است که برای کاهش نرخ بهره باید بانک‌ها از بنگاه‌داری خارج شوند. بنابراین بالا بودن نرخ بهره بانک‌ها عامل اصلی مشکلاتی از قبیل حذف تولید، هدایت منابع به سمت فعالیت‌های غیر مولد و سوداگرانه و گردش پی‌درپی در میان بازارها و دامن زدن به رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران است. با کاهش نرخ بهره بانکی و ثبات و شفافیت در تغییرات، پول به‌راحتی از سپرده‌های بانکی به سمت بازارهای مولد حرکت خواهد نمود و در بازارها ماندگار خواهد شد و شاهد رونق بازارها از قبیل بازار سرمایه خواهیم بود. بانک مرکزی نقش مهمی در کاهش و کنترل نرخ بهره بر عهده دارد. جهت اجرایی نمودن این راهبردها نقش نهادها و ارگان‌هایی از قبیل شرکت‌های کارگزاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سازمان بورس اوراق بهادار، شرکت مدیریت فناوری بورس تهران، بورس اوراق بهادار تهران، کانون کارگزاران، بورس‌های منطقه‌ای، صداوسیما، وزارت آموزش و پرورش، وزارت علوم، تحقیقات و فناوری، مؤسسات و مراکز آموزشی، وزارت امور اقتصاد و دارایی، بانک مرکزی، شرکت‌های تأمین سرمایه، ناشران بورسی، سبدگردان‌های اختصاصی، مجلس شورای اسلامی، شورای عالی بورس اوراق بهادار، هیئت داور، هیئت رسیدگی به تخلفات، دادگستری، مدیریت نظارت بر نهادهای مالی، وزارت صنعت، معدن، تجارت و دولت بیش از پیش دارای اهمیت است. درنهایت، خبرگان و صاحب‌نظران به این نتیجه رسیدند که در صورت اجرایی شدن راهبردهای ارائه‌شده، می‌توان بهبود وضعیت اقتصادی و بهبود مدیریت نقدینگی را به عنوان پیامدهای برون‌بازاری در بلندمدت متصور بود. به‌طوری‌که در صورتی‌که راهبردهای ارائه‌شده در بخش‌های مختلف اجرایی شوند می‌توان انتظار داشت که با سرمایه‌گذاران جدید و ورود سرمایه‌های راکد به سمت جریان‌های اقتصادی و خط تولید شرکت‌ها و صنایع بورسی بزرگ، شکوفایی اقتصادی در بلندمدت رخ دهد و تولید افزایش‌یافته و حتی دولت نیز با ورود نقدینگی به بازار سرمایه و ماندگاری آن بتواند تورم را تا حدودی کنترل نماید و از این رو از بحران تورم خارج شود. هم‌چنین جریان نقدینگی زمانی که به بازاری وارد شود که هم سرمایه‌گذار سود کند هم صنایع سر پا بمانند و هم از کشور خارج نشود، به بازارهای دیگر آسیبی وارد نخواهد شد و درنهایت عدالت اقتصادی برای همه برقرار خواهد شد. هم‌چنین در صورت اجرایی شدن راهبردهای ارائه‌شده می‌توان بهبود مدیریت سرمایه و کارایی و کنترل رفتار سرمایه‌گذار را به عنوان پیامدهای درون‌بازاری متصور بود. بهبود مدیریت سرمایه و کارایی از این لحاظ به عنوان یک پیامد درون‌بازاری معرفی می‌گردد که حرکت سرمایه‌ها به سمت شرکت‌ها و صنایع بزرگ و هم‌چنین به سمت صندوق‌ها و سبدهای دارای تحلیل‌گران خبره در جریان خواهد بود. در

این حالت ریسک سرمایه‌گذاران تازه‌وارد از سرمایه‌گذاری کاهش خواهد یافت و بازار سرمایه پایداری را بدون رشد حبابی قیمت‌ها خواهیم داشت. در نهایت سرمایه‌گذاری که وارد بازار سرمایه شود و سرمایه آن به سمت سرمایه‌گذاری بلندمدت هدایت شود و در بلندمدت بازدهی بیش‌تر از بازارهای دیگر کسب نماید، آنگاه دیگر رفتار هیجانی از خود نشان نخواهد داد و سرمایه خود را به معاملات سوداگرانه وارد نخواهد نمود.

فهرست منابع

- ابراهیمی سروعلیا، محمد حسن، باباخانی، جعفر، حنفی زاده، پیام، و عبادپور، بهرام. (۱۳۹۶). عوامل تعیین‌کننده رفتار سرمایه‌گذاران جزء در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل‌سازی معادلات ساختاری. *دانش سرمایه‌گذاری*، شماره ۲۲، صص ۱۳۱-۱۴۵.
- باحقیقت، الهام، و اسماعیل زاده مقری، علی (۱۴۰۰). تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران با نقش تعدیلگر اعتماد عمومی بر قیمت سهام. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، شماره ۵۱، صص ۲۱-۴۰.
- برزگری خانقاه، جمال، حجازی، رضوان، و رضازاده، فرزانه (۱۳۹۶). اثر پوشش رسانه‌ای بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، شماره ۳۳، صص ۱۰۷-۱۲۴.
- جلیوند، ابوالحسن، و رستمی نوروزآباد، مجتبی (۱۳۹۶). تعاملات سواد مالی، احساسات سرمایه‌گذاران، ادراک ریسک و تمایل به سرمایه‌گذاری: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *دانش سرمایه‌گذاری*، شماره ۲۷، صص ۱۴۱-۱۶۹.
- حسینی، سید علی، و مرشدی، فاطمه (۱۳۹۸). تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر پویایی معاملات بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، شماره ۴۴، صص ۰۱-۲۲.
- فبوزی، فرانک، مودیلیانی، فرانکو، و فری، مایکل (۱۳۷۶). "مبانی بازارها و نهادهای مالی". مترجم: حسین عبده تبریزی، تهران، انتشارات آگه، (۱۹۹۷).
- قربانی بجندی، شهلا، و شاهوردیانی، شادی (۱۳۹۹). عوامل رفتاری موثر بر رفتار سرمایه‌گذاران در فرهنگ‌های مختلف ایران. *دانش سرمایه‌گذاری*، شماره ۳۵، صص ۱۲۱-۱۳۲.
- Ahmed, B. (2020). Understanding the impact of investor sentiment on the price formation process: A review of the conduct of American stock markets. *The Journal of Economic Asymmetries*, 22, e00172.
- Brady, S. R. (2015). Utilizing and adapting the Delphi method for use in qualitative research. *International Journal of Qualitative Methods*, 14(5), 1609406915621381.
- Brau, J. C., & Fawcett, S. E. (2006). Initial public offerings: An analysis of theory and practice. *The Journal of Finance*, 61(1), 399-436.
- Corbin, J. M., & Strauss, A. (1990). Grounded theory research: Procedures, canons, and evaluative criteria. *Qualitative sociology*, 13(1), 3-21.
- Corbin, J., & Strauss, A. (2008). Strategies for qualitative data analysis. *Basics of Qualitative Research. Techniques and Procedures for Developing Grounded Theory*, 3 (10), 4135.

- Das, A. R., & Panja, S. (2020). Exploring the Influence of Emotion in Investment Decision-Making: A Theoretical Perspective. In *The Financial Landscape of Emerging Economies: Current State, Challenges and Solutions* (pp. 71-78). Cham: Springer International Publishing.
- Duffy, J., Rabanal, J. P., & Rud, O. A. (2021). The impact of ETFs in secondary asset markets: Experimental evidence. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 188, 674-696.
- García-Crespo, Á., Colomo-Palacios, R., Soto-Acosta, P., & Ruano-Mayoral, M. (2010). A qualitative study of hard decision making in managing global software development teams. *Information Systems Management*, 27(3), 247-252.
- Glaser, B. G., Strauss, A. L., & Strutzel, E. (1967). The discovery of grounded theory; strategies for qualitative research. *Nursing research*, 17(4), 364.
- Holton, J. A. (2008). Grounded theory as a general research methodology. *The grounded theory review*, 7(2), 67-93.
- Josan, A., & Voicu, C. (2013). Neoclassical economic orthodoxy and the need for a new post-crisis economic paradigm. *Theoretical and Applied Economics*, 20(8), 69-84.
- Lee, C. C., Chen, M. P., & Lee, C. C. (2021). Investor attention, ETF returns, and country-specific factors. *Research in International Business and Finance*, 56, 101386.
- Legendre, P. (2005). Species associations: the Kendall coefficient of concordance revisited. *Journal of agricultural, biological, and environmental statistics*, 10, 226-245.
- Lerner, J. S., Li, Y., Valdesolo, P., & Kassam, K. S. (2015). Emotion and decision making. *Annual review of psychology*, 66, 799-823.
- Lopus, J. S., Amidjono, D. S., & Grimes, P. W. (2019). Improving financial literacy of the poor and vulnerable in Indonesia: An empirical analysis. *International Review of Economics Education*, 32, 100168.
- Lusardi, A., & Mitchell, O. S. (2007). Baby boomer retirement security: The roles of planning, financial literacy, and housing wealth. *Journal of monetary Economics*, 54(1), 205-224.
- Muhammad, N. M. N., & Maheeran, N. (2009). Behavioural finance vs traditional finance. *Adv. Manage*, 2(6), 1-10.
- Mushinada, V. N. C. (2020). Are individual investors irrational or adaptive to market dynamics?. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 25, 100243.
- Nanayakkara, N. S., Nimal, P. D., & Weerakoon, Y. K. (2019). Behavioural asset pricing: a review. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(4), 101.
- Pandit, N. R. (1996). The creation of the theory: A recent application of the grounded theory method. *The qualitative report*, 2(4), 1-15.
- Robin, T., & Bierlaire, M. (2012). Modeling investor behavior. *Journal of Choice Modelling*, 5(2), 98-130.
- Scapens, R. W. (1990). Researching management accounting practice: the role of case study methods. *The British Accounting Review*, 22(3), 259-281.
- Sewell, M. (2011). History of the efficient market hypothesis. *Rn*, 11(04), 04.
- Shanmugham, R., & Ramya, K. (2012). Impact of social factors on individual investors' trading behaviour. *Procedia Economics and Finance*, 2, 237-246.
- Shiller, R. J. (2014). Speculative asset prices. *American Economic Review*, 104(6), 1486-1517.
- Singh, J. E., Babshetti, V., & Shivaprasad, H. N. (2021). WITHDRAWN: Efficient Market Hypothesis to Behavioral Finance: A Review of Rationality to Irrationality.
- Statman, M. (2014). Behavioral finance: Finance with normal people. *Borsa Istanbul Review*, 14(2), 65-73.
- Strauss, A., & Corbin, J. (1990). *Basics of qualitative research*. Sage publications, 1-312.
- Taffler, R. (2014). Emotional finance: theory and application. *Warwick Business School*, 14.

- Taffler, R. (2018). Emotional finance: investment and the unconscious. *The European Journal of Finance*, 24(7-8), 630-653.
- Thangaratinam, S., & Redman, C. W. (2005). The delphi technique. *The obstetrician & gynaecologist*, 7(2), 120-125.
- Van Hove, L. (2021). The role of financial innovations in consumer behaviour in the Russian retail payments market: A comment on Krivosheya. *Technological Forecasting and Social Change*, 172, 121033.
- Williamson, K. (2002). *Research methods for students, academics and professionals: Information management and systems*. Elsevier.
- Yan, F. (2018). Behavioral finance strategic application in risk investment based on the Chinese and European Financial Market.
- Yang, X., Fan, W., & Yang, S. (2020). Identifying the influencing factors on investors' investment behavior: an empirical study focusing on the Chinese P2P lending market. *Sustainability*, 12(13), 5345.
- Zhuo, J., Li, X., & Yu, C. (2021). Parameter behavioral finance model of investor groups based on statistical approaches. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 80, 74-79.

Abstract

<https://doi.org/10.30495/FAAR.1403.1073264>

Presenting an Investment Decision Model and Solving the Problem of Emotional Behavior of Novice Investors in Tehran Stock Exchange

Moslem Moradzadeh ¹

Baqer Kord ²

Mohammad Ghasemi ³

Noor Mohammad Yaghoubi ⁴

Behzad Rigi Koteh ⁵

Received: 21 // April / 2024 Accepted: 01 / June / 2024

Abstract

The Behavioral Finance Affairs Are Related to Investors' Spirit and Its Role in Financial Decisions. We Know that Humans Have Feelings That Can Affect Their Decisions. Such Decisions are Commonly Inefficient and Unreasonable and Can Result in Some Damages and Disasters in Stock Markets. The Present Study Is Aimed to Present an Appropriate Model for Bridling The Emotional Behaviors of The New Investors in Tehran Stock Exchange. In This Study, The Grounded Theory Is Used for Answering The Questions. This Study is Conducted Based on The Theoretical Sampling Introduced by Strauss and Corbin (2008). In The Sample Group, 12 Semi-Structured Interviews Were Conducted with Managers, Traders, and Instructors of Financial Institutions. The Obtained Results Indicated 230 Primary Codes, Which Were Classified Into 21 Main Categories. Education And Culture-Creation, Planned and Organized Offering, Capital Management, Innovation and Structural Factors, Rules, Regulations, and Punishments, and Economic and Political Factors Are The Identified Strategies That in The Case of Being Prioritized by Organizations, Financial Institutions, and New Investors, Then We Can Expect Reduction in The Investors' Emotional Behaviors.

Key Words: Emotional Behavior, Emotions, Behavioral Finance, Decision Making

¹ Department of Finance, Faculty of Management and Economics, University of Sistan and Baluchistan, Zahedan, Iran Moslem.moradzadeh27@gmail.com.

² Department of Public Administration, Faculty of Management and Economics, University of Sistan and Baluchistan, Zahedan, Iran (corresponding author) baqerkord@yahoo.co.uk

³ Department of Public Administration, Faculty of Management and Economics, University of Sistan and Baluchistan, Zahedan, Iran m_ghasemi@mgmt.usb.ac.ir

⁴ Department of Public Administration, Faculty of Management and Economics, University of Sistan and Baluchistan, Zahedan, Iran. yaghoubi@mgmt.usb.ac.ir

⁵ Department of Clinical Psychology, Faculty of Medicine, Zahedan University of Medical Sciences, Zahedan, Iran b.rigikooteh@zaums.ac.ir

<http://faar.iauctb.ac.ir>

50



Creative Commons – Attribution 4.0
International – CC BY 4.0
Creativecommons.org