



## تدوین مدل باور سرمایه‌گذار به روش نظریه‌پردازی زمینه‌بنیان

دکتر سمانه باری<sup>۱</sup>

دکترای حسابداری دانشگاه اصفهان

دکتر داریوش فروغی<sup>۲</sup> ©

دانشیار حسابداری دانشگاه اصفهان

دکتر عبدالحمید معرفی محمدی<sup>۳</sup>

استادیار اقتصاد دانشگاه اصفهان

(تاریخ دریافت: ۲۹ خرداد ۱۳۹۸؛ تاریخ پذیرش: ۲ آذر ۱۳۹۸)

هدف از پژوهش حاضر، ارائه مدلی برای باور سرمایه‌گذاران، با توجه به ویژگی‌های سیاسی، اجتماعی، اقتصادی و فرهنگی کشور می‌باشد. به این منظور با توجه به رویکرد اکتشافی پژوهش و شرایط خاص سرمایه‌گذاری و بازار سرمایه کشور، از روش تحقیق کیفی و رویکرد مبتنی بر نظریه‌پردازی زمینه‌بنیان و جهت انتخاب مصاحبه‌شوندگان از روش نمونه‌گیری گلوله‌برفی استفاده شده‌است. در این راستا، با اخذ نظرات فعالان بازار سرمایه، به شناسایی باورهای عمده سرمایه‌گذاران خرد پرداخته شده و پس از انجام ۲۴ مصاحبه و حصول اشباع نظری، «مدل باور سرمایه‌گذار» شامل شرایط علی، عوامل مداخله‌گر، بستر، راهبردها و پیامدهای حاصل از راهبردهای تعیین شده، ارائه گردیده‌است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد، در بستر موجود، عوامل «عدم تقارن اطلاعاتی، عدم آگاهی، عوامل فرهنگی، محدودیت ذهنی، عوامل اجتماعی و احساسات» به عنوان عوامل علی، بر مقوله محوری (باور سرمایه‌گذار) و مقوله‌های «نظام آموزشی، سیستم‌های اطلاعاتی، عوامل سیاسی، فساد، رسانه و عدم کارایی مؤسسات مالی واسط» به عنوان عوامل مداخله‌گر، بر راهبردها و پیامدهای منتج از باور سرمایه‌گذار مؤثرند. به منظور غنای هر چه بیشتر مدل، راهبردها و پیامدها در دو سطح مطلوب و موجود طبقه‌بندی و تفسیر گردیده‌اند.

**واژه‌های کلیدی:** باور، نظریه‌پردازی زمینه‌بنیان، مدل باور سرمایه‌گذار، سرمایه‌گذار خرد.

<sup>1</sup> s\_bari@ase.ui.ac.ir

<sup>2</sup> foroghi@ase.ui.ac.ir

<sup>3</sup> a.h.mohammadi@ase.ui.ac.ir

## مقدمه

باور<sup>۱</sup>، سازمانی باثبات از ادراک و شناختی نسبی درباره جنبه خاصی از دنیای یک فرد است. در تعریفی وسیعتر، باور را می‌توان سازمانی باثبات از ارزیابی‌های مثبت و منفی، احساسات و تمایلات موافق یا مخالف نسبت به موضوعات اجتماعی تعریف کرد [۱۷]. بر اساس دست‌آوردهای علم روانشناسی شناختی باور انسان نسبت به یک رویداد، پاسخ وی را در قبال پدیده روشن می‌کند. این پاسخ به محرک یا پدیده اقتصادی مبانی انتخاب و تصمیم‌گیری در اقتصاد را شکل می‌دهد.

با این حال، کل فرآیند شناخت انسان از محیط و به تبع آن، باورهای او، می‌تواند دستخوش خطا گردد. باور فرد می‌تواند انسان را از واقعیت دور کند و تصمیم، منعکس کننده باور هر فرد است [۱۰]. باربریس و تالر (۲۰۰۳) دریافتند اشتباهات منتج از یک باور نادرست صرفاً به سطح فرد محدود نمی‌شوند؛ بلکه تورش در باور افراد بر انتخاب ناشی از تصمیم‌گیری گروهی نیز ممکن است مؤثر باشد [۸]. باربر و اودن (۲۰۰۱) نیز تأیید نمودند که تهیه‌کنندگان گزارش‌های مالی، استفاده‌کنندگان از آنها، تدوین‌کنندگان مقررات و سایر گروه‌های درگیر در امر تصمیم‌گیری نتوانسته‌اند قضاوت‌هایی با کیفیت بالا نموده و تصمیماتی در آن سطح اتخاذ نمایند [۷].

باورهای یک سرمایه‌گذار و متعاقباً رفتار و تصمیم او نیز تحت تاثیر محیط سیاسی، اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی شکل می‌گیرد و شناسایی این باورها و تورش‌های احتمالی می‌تواند نقش حیاتی در درک صحیح رفتار و تصمیم آن‌ها و اصلاح فرآیند قضاوت و تصمیم‌گیری داشته باشد. اگر چه پژوهش‌های متعددی نظیر پژوهش اسلامگلو و همکاران (۲۰۱۵) به دنبال شناسایی عوامل مؤثر بر تصمیم سرمایه‌گذاران بوده‌اند اما ذکر این نکته ضروری است که مدل‌های تدوین شده در سایر کشورها متناسب با بستر همان کشور بوده و از قابلیت تعمیم و پیاده‌سازی در سایر بسترها برخوردار نمی‌باشند [۱۳]. پژوهش‌های داخلی نیز نظیر پژوهش سیف الهی و همکاران (۱۳۹۴)، مدل جامعی برای شناسایی باورهای سرمایه‌گذار در امر سرمایه‌گذاری و عوامل مؤثر بر آنها، راهبردها و پیامدهای منتج از آن باورها در بستر خاص سیاسی، اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی کشور ایران ارائه نموده‌اند [۶]. در همین راستا در این پژوهش سعی بر آن است با ارائه مدل جامع باور سرمایه‌گذار کاستی‌های ادبیات موجود در بستر حاضر مرتفع و مدل نهایی در راستای بهبود فرآیند و کیفیت قضاوت و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران به جهت بهره‌مندیمحققین، قانون‌گذاران و مراجع مسئول ارائه گردد.

## مبانی نظری

با پیدایش اقتصاد نئوکلاسیک، بشر اقتصادی به عنوان بازیگر اصلی صحنه اقتصاد خلق شد. بشر اقتصادی در نظریه‌های مبتنی بر عقلانیت کامل، به شخصی اطلاق می‌شود که ضمن برخورداری از قوه ادراکی یک انسان سالم به صورت عاقلانه رفتار کند؛ بی آنکه هیچ یک از امیال او نظیر خودخواهی، حسادت و زیاده‌خواهی در وی سرکوب شده باشد [۱۸]. رفتار عقلایی بیانی برای تبیین رفتار انسان اقتصادی است. با

<sup>1</sup> Belief

این وجود، اعتبار مفهوم انسان اقتصادی عقلایی از زمان مطرح شدن آن تاکنون، موضوع مباحثات زیادی بوده است. منتقدین متعددی نظیر ویلن (۱۸۹۹)، کانمن و تورسکی (۱۹۷۹) و تالر (۱۹۸۵) با حمله به مفروضات اساسی آن و طرح موضوع عدم توانایی انسان در کسب آگاهی کامل و حداکثر سازی مطلوبیت مفهوم انسان اقتصادی را مورد انتقاد قرار دادند [۲۸][۱۵][۲۷].

ظهور پژوهش‌های با رویکرد آزمایشگاهی در اواخر دهه ۱۹۵۰ و اوایل دهه ۱۹۶۰، مفروضات زیربنایی انسان اقتصادی را مورد تردید قرار داد و جنبه‌های جدیدی از ابعاد تصمیم‌گیری‌های اقتصادی انسان آشکار گردید. نهایتاً این تلاش‌ها زمینه ورود مجدد روانشناسی و بالاکس روانشناسی شناختی به علوم اقتصاد و مالی را فراهم گردانید. روانشناسی شناختی کمک می‌کند علوم مالی با باورهای انسان آشنا شده و تورش‌هایی که عمدتاً به شکل ذاتی همراه آن باورها شده‌اند را بشناسند. از این طریق می‌توان به نظریه‌هایی واقع‌گرایانه و با قدرت توضیح‌دهندگی بیشتر در مالی و اقتصاد دست یافت.

در راستای درک صحیح از باورها و شیوه تصمیم‌گیری، رایفا (۱۹۶۸) سه روش تحلیلی جهت اتخاذ تصمیم معرفی نمود که دیدگاه دقیقی در مورد فرآیند تفکر افراد تبیین می‌نمایند [۲۱]. دیدگاه اول «تحلیل هنجاری» است که با حل منطقی مساله سروکار دارد و ایده‌آلی را تعریف می‌کند که تصمیمات باید برای رسیدن به آن جهت‌گیری شود. دیدگاه دوم «تحلیل توصیفی»<sup>۲</sup> به روش‌هایی می‌پردازد که افراد در تصمیم‌گیری‌های واقعی خود چگونه عمل می‌کنند و دیدگاه سوم «تحلیل تجویزی»<sup>۳</sup> با توصیه‌های عملی و ابزارهایی سروکار دارد که از آنها می‌توان برای دستیابی به نتایج استفاده کرد به نحوی که با دقت بیشتری نتایج تحلیل‌های هنجاری را برآورده سازد. کانمن و ریپ (۱۹۹۸) با بهره‌مندی از یافته‌های پژوهش رایفا به این نتیجه رسیدند که به منظور شناخت بیشتر سرمایه‌گذار و غنای هر چه بیشتر مشاوره مالی، مشاوران باید تصویر درستی از باورهای سرمایه‌گذاران و نقاط ضعف عاطفی و شناختی آنان که با تصمیم‌گیری‌های آنها در زمینه سرمایه‌گذاری ارتباط دارد، داشته باشند [۱۶]. بر اساس یافته‌های این پژوهش، این نقاط ضعف عبارتند از: ارزیابی بعضاً نادرست سرمایه‌گذاران از علایق و خواست‌های واقعی خود، واقعیت‌های مربوطی که سرمایه‌گذاران عموماً تمایل به نادیده گرفتن آنها دارند و محدودیت‌های توانایی آنان در پذیرش مشاوره و استفاده از آن در تصمیم‌گیری. کانمن و ریپ (۱۹۹۸) انحراف در باورهای سرمایه‌گذاران را در سه نوع طبقه‌بندی کردند: سوگیری در قضاوت، اشتباه در اولویت‌بندی، سوگیری‌های مرتبط با زندگی در کنار پیامدهای تصمیمات. تورسکی و کانمن (۱۹۷۹) به اشتباهات مربوط به تصمیمات شهودی پرداخته و در نهایت نظریه دورنما را مطرح کردند که تأثیر زیادی بر حوزه مالی گذارد. آنها نظریه خود را با مشخصات: وابستگی به مرجع، گریز از زیان و حساسیت نزولی تبیین کردند. تالر و شفرین (۱۹۸۱) رفتار پس‌انداز و خودکنترلی را مورد مطالعه قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران در معرض وسوسه بوده و به دنبال ابزارهایی برای بهبود خودکنترلی هستند [۲۶]. دیبوت و تالر (۱۹۸۵)

<sup>1</sup> Normative

<sup>2</sup> Descriptive

<sup>3</sup> Prescriptive

به بیش‌واکنشی سرمایه‌گذاران در مقابل خبرهای خوب و بد هنگامی که در گذشته زیان ایجاد شده‌باشد اشاره می‌کنند و اینکه افراد به تجارب اخیر خود وزن بیشتری می‌دهند [۱۱].

اودن (۱۹۹۸) نشان داد افراد بیشتر تمایل دارند خود را به عنوان برنده نشان دهند تا بازنده [۱۹]. باربریس و هانگ در سال ۲۰۰۱ تعادل بازده‌های سهام در سطح شرکت را در دو حالت مورد بررسی قرار دادند؛ آیا سرمایه‌گذاران به نوسانات پرتفوی سهامشان واکنش نشان می‌دهند (این حالت با مفروضات انسان عقلایی سازگار است) و یا در ازای نوسانات تک تک سهم‌هایی که مالکشان هستند حساسیت دارند. نتایج تحقیق نشان داد سرمایه‌گذاران عمدتاً روش دوم را مبنای عمل قرار می‌دهند. در واقع آنها به جای اینکه عملکرد پرتفوی خود را به صورت یک مجموعه مورد سنجش قرار دهند عملکرد تک تک سهم‌های پرتفوی را مد نظر قرار می‌دادند [۹].

بونر (۲۰۰۸)، متغیرهای موثر بر باور و کیفیت قضاوت و تصمیم را در سه طبقه قرار می‌دهد [۱۰]. متغیرهای مربوط به شخص، متغیرهای مربوط به محیط و شیوه پردازش اطلاعات توسط افراد، کادوس و سدور (۲۰۰۴) نیز نشان می‌دهند که افراد در فرآیند پردازش اطلاعات مرتکب خطاهای سیستماتیک می‌شوند و این بدان معنی است که این فرآیندها می‌توانند بر باور افراد اثر بگذارند و این چیزی متفاوت از اثری است که آنها به عنوان تعدیل‌کننده بر شخص و متغیرهای محیطی می‌گذارند [۱۴].

بر اساس پژوهش‌های انجام شده توسط پاکدل و همکاران (۱۳۹۷) به کمک تحلیل عاملی تاییدی و تکنیک ویکور نیز مشخص گردید که عوامل لنگر انداختن و تعدیل، خطای دسترسی به اطلاعات، خطای تایید اطلاعات، خطای فرافکنی، اثر هاله‌ای، احساسات بازار، تصورات خوش‌بینانه، تئوری افسوس، اثر ناهنجاری قیمت‌ها و دیدگاه محدود بر تصمیم سرمایه‌گذاران بیشترین تاثیر را دارند [۲] [۳].

### سوالات پژوهش

بر اساس مبانی نظری ارائه شده و شرایط اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی، اقتصادی و سیاسی خاص بستر موجود سوال اصلی پژوهش حاضر به شرح زیر مطرح می‌گردد:

- مدل مناسب برای باور سرمایه‌گذاران با توجه به شرایط اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی، اقتصادی ایران چگونه است؟
- در راستای پاسخ به سوال اصلی، سوالات فرعی زیر مطرح می‌گردند:
- باورهای عمده سرمایه‌گذاران خرد در بازار سرمایه ایران کدامند؟
- عوامل اثرگذار بر باور سرمایه‌گذاران در تصمیمات سرمایه‌گذاری با توجه به بستر موجود چه عواملی هستند؟
- چه راهبردهایی به منظور بالا بردن کیفیت باورها و فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران توصیه می‌گردند؟
- پیامدهای حاصل از راهبردهای شناسایی شده کدامند؟

**روش پژوهش**

پژوهش حاضر به لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ ماهیت از نوع کیفی است. در این پژوهش برای ارائه الگوی باور سرمایه‌گذار از نظریه داده‌بنیان استفاده شده‌است. در نظریه داده‌بنیان داده‌ها می‌توانند از منابع مختلفی مانند مصاحبه با افراد، مقالات منتشر شده در مجله‌های علمی، سمینارها، همایش‌ها و سخنرانی‌های علمی، گزارش‌های روزنامه‌ای و نیز کتب تالیف شده تهیه شوند [۲۴]. در این پژوهش، برای شناسایی مؤلفه‌ها و ساخت الگوی باور سرمایه‌گذار از مصاحبه عمیق و نیمه‌ساختار یافته با کارشناسان و محققان، مدیران سرمایه‌گذاری، تحلیلگران، اساتید دانشگاه فعال در حوزه علوم رفتاری و سرمایه‌گذاران خرد که مستقیماً درگیر امر سرمایه‌گذاری هستند استفاده شده‌است. در این پژوهش تمامی مصاحبه‌ها به صورت چهره به چهره بود و پس از کسب اجازه از مصاحبه‌شوندگان، تمامی مصاحبه‌ها با استفاده از دستگاه **MP3 Player** ضبط شدند و سپس متن مصاحبه‌ها به طور کامل تایپ و به صورت فایل متنی پیاده‌سازی شد و به شکل دستی تجزیه و تحلیل گردید.

روش نمونه‌گیری مبتنی بر نمونه‌گیری نظری گلوله‌برفی<sup>۱</sup> است. نمونه‌گیری گلوله‌برفی یعنی انتخاب شرکت‌کنندگانی که به نحوی با یکدیگر پیوند دارند و پژوهشگر را به دیگر افراد همان جامعه راهنمایی می‌کنند [۴]. به همین منظور ابتدا تعدادی از اشخاص صاحب‌نظر و دارای تحصیلات و تجربه کافی مرتبط با موضوع انتخاب شدند و در پایان مصاحبه از آنها درخواست شد که سایر افراد مطلع و صاحب‌نظر در خصوص موضوع تحقیق را معرفی نمایند و یا در مواردی که برای تکمیل مدل و خلق نظریه، در زمینه خاصی نیاز به دریافت نظرات اشخاص با تجارب خاص بود از مصاحبه‌شوندگان درخواست شد تا افراد صاحب‌نظر با تجارب متناسب را معرفی نمایند. این پژوهش با مصاحبه با ۲۴ فعال بازار سرمایه به شرح نگاره (۱) و کدگذاری هم‌زمان مصاحبه‌ها به اشباع نظری رسید.

نگاره (۱) - ویژگی مصاحبه‌شوندگان

تعداد	سمت / موقعیت شغلی
۷	محقق بازار سرمایه (استاد دانشگاه، مدیر و کارشناس واحد مطالعات مؤسسات سرمایه‌گذاری)
۳	تحلیلگر / مدیر سبدگردان
۳	مدیرعامل
۹	سرمایه‌گذار خرد
۲	سرپرست فرابورس تهران
۲۴	جمع

<sup>۱</sup> Snowball Sampling

### یافته‌های پژوهش

با توجه به ماهیت کیفی روش نظریه داده‌بنیان، از روش‌های مربوط به کدگذاری باز، کدگذاری محوری و کدگذاری گزینشی استفاده می‌شود.

#### کدگذاری باز<sup>۱</sup>

در این پژوهش پس از انجام هر مصاحبه و پیاده‌سازی آن، ابتدا متن هر مصاحبه مورد مطالعه قرار می‌گرفت و بر مبنای تحلیل خط به خط و بند به بند، مفاهیم اولیه و نکات اساسی تعیین و کدگذاری باز انجام می‌شد (کدگذاری باز - سطح اول). این روش تا زمان جمع‌آوری نتایج و رسیدن به اشباع نظری ادامه یافت. برای مثال برخی از مفاهیم اولیه استخراج شده در مرحله کدگذاری باز از مصاحبه شماره (۱) عبارتند از: کارایی ضعیف بازار سرمایه، مربوط نبودن اطلاعات، کم عمق بودن بازار سرمایه، وجود اطلاعات محرمانه، سیاستزدگی بورس.

پس از کدگذاری سطح اول و تشکیل مفاهیم، کدگذاری باز برای شکل‌گیری مقوله‌ها انجام شد (کدگذاری باز - سطح دوم). هدف از مقوله‌بندی کردن، استفاده از بیشترین یا معنادارترین کدهای اولیه برای غربالگری و تقلیل انبوه داده‌ها بود. در این مرحله، ضمن مراجعه به متن عبارتی که هر کد از آن استخراج شده و مقایسه کدها با هم، سعی در شناسایی کدهای مشابه گردید و با تعیین و مرتب کردن کدها یا مفاهیم اولیه، کدهای مشابه یا مشترک در قالب یک مقوله واحد قرار گرفتند؛ بنابراین انبوهی از داده‌ها و مفاهیم اولیه به مقوله‌هایی مشخص و محدود کاهش یافت. برای مثال با مقایسه مفاهیم مختلف، پژوهشگر دریافته‌است مفاهیم «سن»، «جنسیت»، «وضعیت تأهل»، «جایگاه فرد در جامعه»، «تجربیات شخصی»، «نوع تعاملات و روابط» اشاره به یک چیز دارند مبنی بر آنکه «عوامل اجتماعی» یکی از مقوله‌های اثرگذار بر باور سرمایه‌گذار و در فرآیند تدوین مدل جامع باور سرمایه‌گذار است. این مفاهیم در سطح بالاتری از مفاهیم فوق بوده و هر یک از مفاهیم قبلی را پوشش می‌دهد.

#### کدگذاری محوری<sup>۲</sup>

کدگذاری محوری نامی است که به عملیات ثانوی در تحلیل نظریه‌پردازی زمینه‌بنیان داده شده‌است که در آن مقوله‌های اصلی برگرفته از مرحله کدگذاری باز با یکدیگر مرتبط می‌شوند. با توجه به توضیحات فوق، در کدگذاری محوری، مقوله‌ها با توجه به میانی نظری موجود، مصاحبه‌های انجام شده و نظر محقق در قالب پنج دسته شرایط علی، بستر و مداخله‌گر، راهبردها و پیامدها حول محور مقوله اصلی (در این پژوهش: باور سرمایه‌گذار) دسته‌بندی گردیدند. پس از مشخص شدن اقلام هر دسته، زمینه برای تدوین یک الگوی انگاره‌ای شامل دسته‌ها و روابط میان آنها در مرحله کدگذاری گزینشی فراهم آمد.

<sup>۱</sup> Open coding

<sup>۲</sup> Axial Coding

**کدگذاری گزینشی<sup>۱</sup>**

در این مرحله، با استناد به پژوهش استراوس و کوربین (۱۹۹۰) مقوله‌های عمده در قالب یک مدل پارادایمی حول مقوله هسته به یکدیگر ارتباط داده‌و روابط موجود تشریح شدند [۲۴]؛ به عبارتی در این مرحله یک مدل از روابط فیما بین مقوله‌های موجود در مرحله کدگذاری محوری به نگارش درآورده شد. همانطور که اشاره شد در این الگو «باور سرمایه‌گذار» به عنوان مقوله هسته‌ای شناسایی شده‌است. بدین معنا که بیشترین مفهوم مورد اشاره مصاحبه‌شوندگان، دیدگاهها و نگرش‌های سرمایه‌گذاران تحت عنوان «باور» آنها بود. در این پژوهش، باور خود از اجزایی تشکیل می‌گردد که این اجزا به طور مداوم در مصاحبه‌های انجام شده مورد تأکید قرار می‌گرفتند.

**مقوله محوری:**

بر اساس مصاحبه‌ها و فراوانی مفاهیم اشاره شده «باور سرمایه‌گذار» به عنوان مقوله هسته برگزیده شد. در این پژوهش، شاخص‌ترین باورهای سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران از مصاحبه‌های انجام شده استخراج گردید و شرح مختصری از هر یک بر اساس مبانی نظری موجود در نگاره (۲) ارائه شده‌است.

**نگاره (۲) - باور سرمایه‌گذار (منبع تعاریف ارائه شده: [۲۰])**

باور	تعریف
تازه‌گرایی <sup>۲</sup>	سرمایه‌گذاران به نحو بارزی بیشتر از رویدادهای گذشته، رویدادها و مشاهدات اخیر را به یاد می‌آورند و بر آنها تمرکز می‌کنند.
باورگرایی <sup>۳</sup>	سرمایه‌گذاران ایده‌هایی را تأیید می‌کنند که مؤید باورهای آنها باشد و در مقابل، هر آنچه را که با نظرات ایشان در تضاد است بی‌اهمیت جلوه می‌دهند.
کوتاه‌نگری <sup>۴</sup>	این سوگیری سبب نادیده گرفتن اهداف بلندمدت برای بدست آوردن رضایتمندی موقتی و زودگذر از جانب سرمایه‌گذاران می‌گردد.
دولت؛ بیمه‌کننده ضررها و زیان‌های متحمل شده	باور به اینکه در صورت متحمل شدن زیان ناشی از سرمایه‌گذاری، دولت یا نهادهای وابسته به دولت موظف هستند ضررها را جبران نموده و سرمایه از دست رفته سرمایه‌گذاران را به آنان باز گردانند.
پشیمان‌گریزی <sup>۵</sup>	این سوپیه سبب می‌شود سرمایه‌گذاران رنج و عذاب تأسفی را که از تحقق یک زیان یا از دست دادن یک سود نشأت می‌گیرد پیش‌بینی کرده و از آن هراس داشته باشند.

<sup>1</sup> Selective Coding<sup>2</sup> Recency<sup>3</sup> Confirmation<sup>4</sup> Self - Control<sup>5</sup> Regret Aversion

تعریف	باور
این باور سبب می‌شود زیان بیش از سود حساسیت سرمایه‌گذار را تحریک کند و به همین علت تمایل به پرهیز از زیان از تمایل به کسب سود بیشتر است.	زیان‌گریزی <sup>۱</sup>
سرمایه‌گذاران به توانایی‌های خود در قضاوت و پیش‌بینی بیش از اندازه اعتماد دارند.	بیش‌اطمینانی <sup>۲</sup>
منجر به نسبت دادن موفقیت‌ها به ویژگی‌های ذاتی و شکست‌ها به عوامل بیرونی می‌گردد.	خوداسنادی <sup>۳</sup>
باعث می‌شود سرمایه‌گذاران در مورد بازارها و پتانسیل عملکرد مطلوب سرمایه‌گذاری خود بیش از اندازه خوش‌بین باشند.	بهینه‌بینی <sup>۴</sup>
سبب مینا قرار دادن یک رقم اولیه ذهنی بر اساس سوابق گذشته توسط سرمایه‌گذاران و انجام تعدیل منفی و مثبت روی این رقم می‌گردد.	اتکاء و تعدیل <sup>۵</sup>
سرمایه‌گذاران به یک موقعیت خاص بر اساس نحوه (شکل) ارائه آن، واکنش‌های متفاوتی نشان می‌دهند.	شکل‌گرایی <sup>۶</sup>
سرمایه‌گذاران برای یک دارایی زمانی که از حقوق مالکیت آن برخوردار هستند در مقایسه با زمانیکه آن دارایی مایملک آنها نیست ارزش بیشتری قائل می‌شوند.	داشته بیش‌نگری <sup>۷</sup>
یک گزینه زمانی که با حفظ موقعیت موجود طراحی می‌شود در مقایسه با زمانی که اینگونه طراحی نشده باشد خوشایندتر به نظر می‌رسد.	دگرگون‌گریزی <sup>۸</sup>
موجب می‌شود سرمایه‌گذار احتمال وقوع یک پیامد را بر اساس میزان شیوع یا رواج آن در زندگی و تجربیات خود تخمین بزنند.	آشناگرایی <sup>۹</sup>

شرایط علی: در این بخش به شرح رویدادها و وقایعی پرداخته می‌شود که بر مقوله هسته‌ای اثر گذاشته یا موجب گسترش آن می‌شوند.

عدم تقارن اطلاعاتی: یکی از مهمترین دلایلی که از دید مصاحبه‌شوندگان بر باور سرمایه‌گذاران و متعاقبا تصمیم آنها در بازار سرمایه ایران تاثیرگذار می‌باشد وجود عدم تقارن اطلاعاتی و اطلاعات محرمانه

<sup>1</sup> Loss Aversion

<sup>2</sup> Over confidence

<sup>3</sup> Self - Attribution

<sup>4</sup> Optimism

<sup>5</sup> Anchoring and Adjustment

<sup>6</sup> Framing

<sup>7</sup> Endowment

<sup>8</sup> Status Quo

<sup>9</sup> Availability



در دست عده خاصی از فعالان بازار سرمایه است که منجر به کسب بازده غیر نرمال برای عده‌ای محدود و زیان برای سایر سرمایه‌گذاران و یا در نهایت سود جزئی برای آنان می‌گردد. بنابراین سرمایه‌گذار با عدم اعتماد به صورتهای مالی ارائه شده و با تکیه بر توانایی‌های محدود خود و اتکاء به عددهایی از پیش تعیین شده و تعدیل آنها قادر به در نظر گرفتن بلندمدت برای سرمایه‌گذاری خود نبوده و به زیان یا نهایتاً سودهای جزئی اکتفا می‌نماید و با تکرار این رویداد باورهایی چون زیان‌گریزی و پشیمان‌گریزی در او ایجاد و یا تقویت می‌گردد.

**عدم آگاهی:** یکی از مهمترین دلایلی که سبب ایجاد باور در سرمایه‌گذار می‌گردد و تاثیر آن بر رفتار و تصمیم او بارها توسط مصاحبه شونده‌گان تاکید گردیده‌است عدم آگاهی عمده سرمایه‌گذاران نسبت به اصول اولیه اقتصاد، مالی و سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذار ناآگاه با به اصطلاح بی‌گدار به آب زدن و نداشتن درک صحیحی از ریسک و بی‌اطلاعی از مکانیزم دقیق افزایش و کاهش قیمت یک سهم، صرفاً به دنبال کسب بازده بیشتر بوده و محدودیت منابع و توانایی‌های دولت را نمی‌پذیرد. این عدم آگاهی سبب بروز باوری به نام خوداسنادی در سرمایه‌گذار می‌گردد. او سودهای کسب شده را ناشی از توانایی‌های خود و شکستهایش را ناشی از عوامل خارجی می‌بیند؛ بنابراین هیچ‌گونه انگیزه یا نیازی برای مطالعه بیشتر و کسب آگاهی احساس نمی‌کند و از آنجا که زبان‌گریز است بدن فکر و استدلال با جمعیت همراه شده تا ضمن کاهش میزان درد ناشی از زیان‌های آتیقدرتش جهت اعمال فشار به دولت در صورت زیان افزایش یابد.

**عوامل فرهنگی:** بر اساس مصاحبه‌های انجام شده عواملی چون تاجر مسلک بودن و عدم توجه کافی به تولید، ترجیح بازارهای جایگزین نظیر مسکن و طلا به بازار سرمایه به جهت ثبات بیشتر، دهن بین بودن، شکایت مداوم از اوضاع موجود، نگرش‌های موجود در زمینه ارتباط میان فقر و ثروت با تقدیر افراد (جبر باوری)، افراط در مصرف منابع و الگوی مصرف غالب افراد جامعه میتواند سبب شود افراد صرفاً ایده‌هایی را تایید کنند که موید باورهای آنها باشد و با تکیه بر دولت به دنبال حمایت او تحت هر شرایطی باشند و در صورتی که در ازای زیان‌های هنگفت که ناشی از بی‌تدبیری خود سرمایه‌گذار بوده این حمایت را دریافت نکنند به شکایت از اوضاع می‌پردازند.

**محدودیت ظرفیت ذهنی:** محدودیت ظرفیت ذهنی سرمایه‌گذار در پردازش اطلاعات متنوع موجود به منظور انجام سرمایه‌گذاری سبب می‌شود فرد به نحو بارزی رویدادها و مشاهدات اخیر خود را به یادآورده و بر آنها متمرکز شود (تازه‌گرایی) و قادر به انجام برنامه‌ریزی‌های بلندمدت و در نظر گرفتن اهداف بلندمدت نباشد (کوتاه‌نگری). فرد سرمایه‌گذار به دلیل اینکه درک جامعی از شرایط موجود ندارد و نمی‌تواند ابعاد یک رویداد را به طور کامل تحلیل و بررسی نماید در مورد عملکرد سرمایه‌گذاری و پرتفوی خود بیش از اندازه خوش بین است (بهینه‌بینی) و به یک موقعیت خاص، صرفاً بر اساس نحوه (شکل) ارائه رویدادها و اطلاعات واکنش‌های متفاوتی نشان می‌دهد (شکل‌گرایی) و احتمال وقوع یک پیامد را بر اساس میزان شیوع یا رواج آن در زندگی و تجربیات خود تخمین می‌زند (آشناگرایی).

**عوامل اجتماعی:** عوامل متعددی چون سن، جنسیت، وضعیت تاهل، جایگاه اجتماعی، تعاملات و تجارب سرمایه‌گذار بر میزان حساسیت سرمایه‌گذار نسبت به زیان در مقابل سود و گریز از شرایط ریسکی (زیان‌گریزی) و تمایل به حفظ شرایط فعلی به جای پذیرش موقعیت‌های جدید (دگرگون‌گریزی) تاثیر گذار بوده و نقشی تعیین کننده دارند.

**احساسات:** بر اساس مصاحبه‌های انجام شده برداشت محقق این بود که احساساتی چون ترس، طمع، غرور، تنبلی و تمایل به هدایت شدن عواملی هستند که در ایجاد باورهای گوناگون در فرد سرمایه‌گذار نقش مهمی ایفا می‌نمایند. برای مثال احساسی چون ترس سبب پیدایش باورهایی چون داشته‌بیش‌نگری، دگرگون‌گریزی و زیان‌گریزی می‌گردد. احساسی چون غرور سبب می‌گردد فرد بیش از اندازه بر توانایی‌های خود در پیش‌بینی و قضاوت اتکا نموده و از در نظر گرفتن سایر عوامل مهم و اثر گذار باز ماند. تنبلی و تمایل به هدایت شدن فرد سرمایه‌گذار را از تلاش جهت کسب علم و دانش باز داشته و سبب می‌شود انتظارات غیر معقولانه و عمدتاً بدون پاسخ نسبت به دولت و نهادهای وابسته به آن داشته باشد. **شرایط مداخله‌گر:** منظور از شرایط مداخله‌گر شرایط ساختاری مربوط به راهبردهای عمل / تعامل است که به یک پدیده ربط دارد. آنها تسهیلگر یا محدود کننده راهبردهایی هستند که درون یک بستر خاص قرار دارند [۱]. در این پژوهش بر اساس تحلیل اظهارات مصاحبه‌شوندگان شرایط مداخله‌گر ذیل در پیدایش باورها و فرآیند تصمیم‌گیری و اتخاذ راهبردها استخراج گردید:

**نظام آموزشی:** یکی از مواردی که علاوه بر وقوع راهبردهای موجود و اتخاذ راهبردهای مطلوب بر عوامل علی نیز تاثیرگذار است نظام آموزشی کشور ایران است. آموزش و گنجاندن دوره‌هایی برای یادگیری اصول اولیه اقتصاد و مالی جهت انجام سرمایه‌گذاری ایمن نه تنها باعث بالا بردن آگاهی سرمایه‌گذار بلکه سبب رشد ذهنی فرد می‌شود و به مرور زمینه‌ساز پیدایش فرهنگ صحیح سرمایه‌گذاری می‌گردد.

**سیستم‌های اطلاعاتی:** وجود سیستم‌های اطلاعاتی به روز و کامل این امکان را برای سرمایه‌گذار فراهم می‌کند تا اطلاعات مورد نیاز خود را جهت تصمیم‌گیری استخراج نماید. سیستم‌های اطلاعاتی قابل اعتماد ضمن کاهش عدم تقارن اطلاعاتی زمینه را جهت ایفای مسئولیت پاسخگویی مدیران و پایبندی به ویژگی‌های کیفی اطلاعات را هموار می‌سازد.

**عوامل سیاسی و دیپلماتیک:** تاثیر سیاستها و بیانیه‌های کشورهای توسعه یافته تاثیر بسزایی در راهبردهای اتخاذ شده جهت اصلاح فرآیند تصمیم‌گیری و باور سرمایه‌گذاران دارد. در اغلب موقعیت‌ها کنش‌های سایر کشورها با واکنش‌های احساسی از جانب سرمایه‌گذاران مواجه شده و همین مساله سبب غیر قابل پیش‌بینی شدن رفتارها، فراواکنشی و یا فروواکنشی توسط آنان، عدم دستیابی به مقررات باثبات و دارای ضمانت اجرایی و نهایتاً بی نتیجه ماندن راهبردهای مورد نظر خواهد شد.

**فساد و سوء استفاده:** وجود فساد و سوء استفاده و مهندسی اطلاعات توسط تهیه و توزیع کنندگان اطلاعات ضمن ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی سبب کسب بازده غیر عادی توسط عده‌ای خاص در بازار سرمایه گردیده و بخش عمده‌ای از راهبردهای مطلوب به منظور اصلاح باورها و فرآیند قضاوت و تصمیم‌گیری را

تحت تاثیر خود قرار می‌دهد. در واقع مادامی که فساد بر بازار سرمایه ایران حاکم باشد ایفای مسئولیت پاسخگویی توسط مدیران شرکتهای، انتصاب مدیران کارآمد، تهیه صورتهای مالی منطبق با ویژگی کیفی اطلاعات، اهتمام جدی به توییح متقابلان متناسب با جرم، عملکرد صحیح حرفه حسابرسی، تدوین مقررات دارای ضمانت اجرایی، خصوصی سازی و پاکسازی بازار سرمایه از اهداف سیاسی با محدودیت اساسی مواجه خواهد بود.

**رسانه:** یکی دیگر از عوامل مداخله‌گر شناسایی شده در مصاحبه‌ها رسانه است. رسانه ضمن فراهم سازی امکان آموزش و اصلاح باورهای فرهنگی، سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه را به مطالعه و کسب دانش ترغیب می‌نماید. بنابراین رسانه به عنوان ابزاری قدرتمند، دستیابی به راهبردهای مطلوب در مدل جامع باور سرمایه‌گذار را تسهیل می‌نماید.

**عدم کارایی موسسات مالی واسطه:** عامل دیگری که بر اساس مصاحبه‌های انجام شده به عنوان عامل مداخله‌گر شناسایی شد عدم کارایی موسسات مالی (نظیر کارگزاری‌ها، سیدگردان‌ها، صندوق‌ها و ...) در انجام وظایف محول شده به این نهادها بود. عملکرد نامطلوب سبب بروز بی‌اعتمادی نسبت به این نهادها و اقدام خودسرانه افراد به سرمایه‌گذاری می‌شود. پیامد این اقدام خودسرانه غالباً با زیان‌های غیر قابل جبران یا سودهای بسیار جزئی همراه است که عمدتاً سبب طرد شدن سرمایه‌گذار از بازار سرمایه می‌گردد. **شرایط زمینه‌ای:** بر اساس مصاحبه‌های انجام شده عمق کم و کارایی در سطح ضعیف بازار سرمایه، نقش پررنگ دولت در مالکیت و اثرگذاری بر اداره بخش عمده‌ای از شرکتهای حاضر در بورس اوراق بهادار سرمایه، عملکرد ضعیف نهاد ناظر، مجری و قضاء در راستای توییح قانون‌شکنان و عدم وجود مجازات متناسب با جرم، نظام قانونی موجود و عدم حمایت دلگرم‌کننده از سرمایه‌گذاران و وضعیت نامناسب اقتصادی بخش عمده‌ای از کشور، بستری است که در آن عوامل علی، مداخله‌گر، راهبردی و پیامد متولد می‌شوند و مختص مکان و زمان فعلی کشور ایران هستند.

**راهبردها:** پس از بررسی شرایط علی موثر بر باور سرمایه‌گذار، توجه به راهبردها و کنش و واکنش‌های مقتضیه منظور دستیابی به کیفیت در قضاوت و تصمیم‌گیری، امری ضروریست. استراوس و کوربین (۱۹۹۸) راهبردها را کنش‌ها و واکنش‌هایی برای کنترل، اداره و برخورد با پدیده موردنظر (در این پژوهش، باور سرمایه‌گذار) تعریف کردند (راهبردهای مطلوب) [۲۵]. دانایی‌فر و امامی (۱۳۸۶) راهبردها را کنش‌ها یا بر هم کنش‌های منتج از پدیده محوری دانستند (راهبردهای موجود) [۵]. در این پژوهش، بر اساس تعاریف ارائه شده و تحلیل نظرات مصاحبه‌شوندگان دو دسته راهبردی (راهبردهای موجود و راهبردهای مطلوب) ارائه گردید. راهبردهای استخراج شده به تفکیک در ادامه مطرح می‌شوند.

**دسته اول: راهبردهای موجود-** بر اساس یافته‌های حاصل از مصاحبه‌ها و باورهای شناخته شده در بازار سرمایه ایران، سرمایه‌گذاران با تأثیرپذیری از نحوه بیان جملات و اقدام خودسرانه به انجام سرمایه‌گذاری، منحصر و محدود بودن به سهام آشنا، دلباختگی نسبت به یک سهم و وفاداری به موقعیت‌های سودده و زیان‌ده، عدم سرمایه‌گذاری در سهام بلندمدت و فروش زودهنگام سهام سودده، پیش بینی قیمت‌ها در

بازه ارائه شده و نادیده گرفتن ارزش‌های بنیادی و تمرکز بر عملکرد اخیر شرکت و مربوط دانستن موفقیت‌ها به توانایی و تخصص خود و شکست‌ها به عوامل خارجی به باورهای خود پاسخ می‌دهند.

**دسته دوم: راهبردهای مطلوب** - بر اساس مصاحبه‌های انجام شده، تحلیل نظرات مصاحبه‌شوندگان و گردآوری پیشنهادات آنان، به منظور بهبود وضعیت موجود و اصلاح باورهای عمدتاً نادرست سرمایه‌گذاران راهبردهای متعددی پیشنهاد شد. بسته به زمان لازم جهت پیاده‌سازی، این راهبردها به سه دسته کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت به شرح زیر تقسیم شده‌اند:

**راهبردهای مطلوب - کوتاه‌مدت:** ارائه گزارش شفاف از عملکرد، فعالیتها و چشم انداز شرکت (احیای پاسخگویی)، انتصاب مدیران کارآمد، آموزش از طریق رسانه ملی، آموزش اصول اولیه اقتصاد و سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاران به صورت رایگان و قابل فهم، اهتمام جدی به توییح و جریمه متقلب متناسب با جرم، پایبندی کامل به ویژگی‌های کیفی اطلاعات، ارائه صورتهای مالی متناسب با شرایط تورم، نظارت جدی بر معاملات اشخاص وابسته، شفاف سازی پیشینه مدیران.

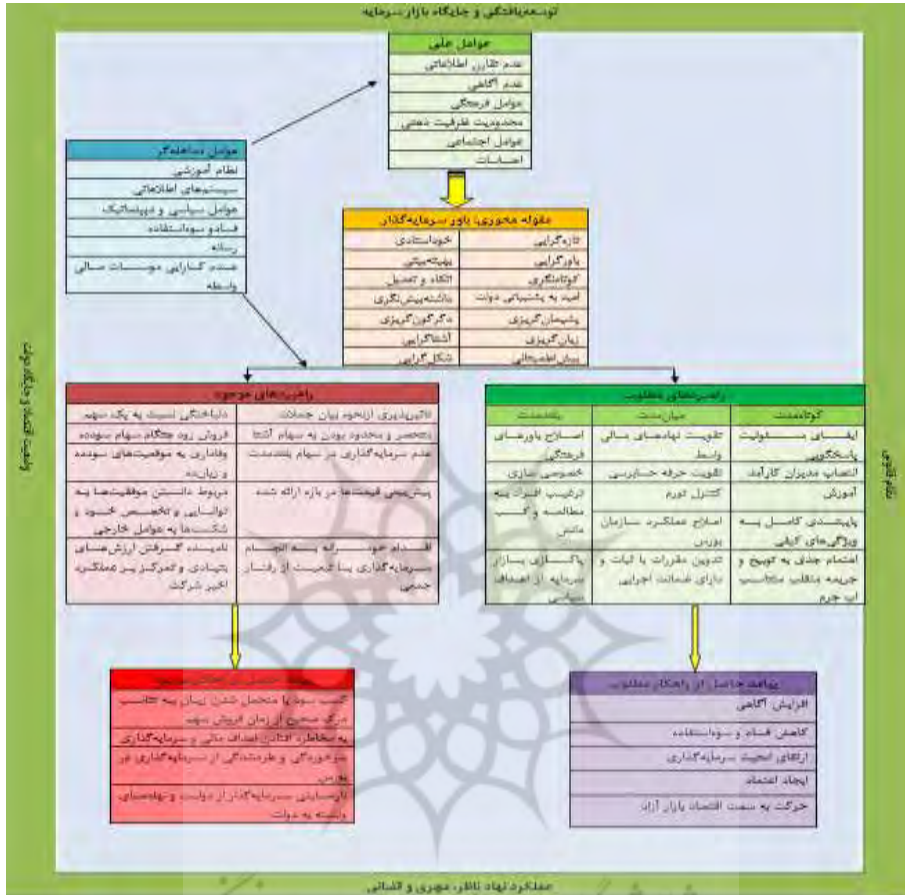
**راهبردهای مطلوب - میان‌مدت:** تقویت و معرفی ماهیت نهادهای مالی واسط و کارکرد آنها و نظارت مستمر، دقیق و همه‌جانبه بر روی عملکرد این مؤسسات توسط سازمان بورس، تدوین مقررات بایات و دارای ضمانت اجرایی در جهت حفظ امنیت سرمایه‌گذاری، ایجاد نهادهایی صرفاً جهت مشاوره در زمینه مسائل مالی و سرمایه‌گذاری، اصلاح ساختارهای بازار از طریق اصلاح عملکرد سازمان بورس و اعطای اختیارات و استقلال لازم، کنترل تورم جهت ایجاد ثبات اقتصادی، تقویت حرفه حسابرسی و نظارت جهت افزایش اعتماد سرمایه‌گذار.

**راهبردهای مطلوب - بلندمدت:** اصلاح باورهای فرهنگی، خصوصی سازی، ترغیب و تشویق افراد به مطالعه و کسب دانش اقتصادی و آگاهی نسبت به سویه‌ها، پاکسازی بازار سرمایه از اهداف سیاسی.

**پیامدها:** یافته‌های حاصل از مصاحبه‌ها گویای آن بود که راهبردهای موجود - مطلوب مطرح شده پیامدهایی نیز به دنبال خواهد داشت. بر اساس تحلیل نظرات مصاحبه‌شوندگان، کسب سود یا متحمل شدن زیان به تناسب درک صحیح از زمان فروش سهم، به مخاطره افتادن اهداف مالی و سرمایه‌گذاری، سرخوردگی و طردشدگی از سرمایه‌گذاری در بورس، نارضایتی سرمایه‌گذار از دولت و نهادهای وابسته به دولت پیامدهای منتج از راهبردهای موجود خواهد بود. در مقابل، از دیدگاه مصاحبه‌شوندگان، پیامدهای منتج از پیاده‌سازی راهبردهای مطلوب نیز افزایش آگاهی نسبت به امور مالی و اقتصاد، کاهش فساد و سوء استفاده، ارتقای امنیت سرمایه‌گذاری و گرایش بیشتر به بازار سرمایه، ایجاد اعتماد به صورتهای مالی، گرایش بیشتر به سمت صندوق‌ها، سبگردان‌ها و سایر نهادهای مالی واسط، افزایش اعتماد به نهادهای مسئول (ناظر، مجری، قضاء) و حرکت به سمت اقتصاد بازار آزاد خواهد بود.

براساس یافته‌های پژوهش الگوی جامع باور سرمایه‌گذار در کشور به شرح شکل (۱) ارائه می‌شود:

شکل (۱) - مدل باور سرمایه‌گذار



نحوه ارزیابی و اعتبار بخشی به مدل باور سرمایه‌گذاران

از نظر استراوس و کوربین (۱۹۹۸)، معیارهای ارزیابی روایی و پایایی خاص مطالعات نظریه داده‌بنیان عبارت‌اند از آنکه روش‌ها به روشنی بیان شده باشند که خوانندگان بتوانند آنها را بسنجند و آنچه بیشتر از همه به این امر کمک می‌کند آن است که تحلیل و جمع‌آوری داده‌ها هم‌زمان انجام شود. با توجه به مطالب عنوان شده، در این پژوهش سعی شد موارد یاد شده برای ارتقای کیفیت پژوهش رعایت شود. همچنین به منظور ارزیابی کیفیت الگوی بدست آمده در کدگذاری‌ها، نظریه حاصل به پنج نفر از مشارکت‌کنندگان ارائه و نظرات تکمیلی آنها دریافت، اعمال و تایید شد [۲۵].

نتیجه‌گیری

درک باور سرمایه‌گذاران، در شناخت رفتارها و متعاقباً تصمیمات افراد ضروری است. علاوه بر این، لازمه رشد و توسعه اقتصادی کشور، افزایش میل و رغبت افراد به سرمایه‌گذاری و متعاقباً تقویت تولید داخلی است

که این مهم، با شناخت سرمایه‌گذاران، تدوین مقررات لازم و اتخاذ سیاستهای مناسب و متناسب با بستر موجود امکان‌پذیر است. به همین جهت در پژوهش حاضر از طریق مصاحبه با فعالان بازار سرمایه و بر اساس روش نظریه‌پردازی زمینه‌بنیان مدل باور سرمایه‌گذاران در ایران تدوین و ارائه شد. در این پژوهش ضمن شناسایی عوامل علی که غالباً مورد تأیید پژوهشگرانی چون استتمن (۲۰۰۸)، هافستد (۲۰۱۱)، زیملک (۲۰۰۳) قرار گرفته بود، شاخص‌ترین باورها در بستر خاص موجود شناسایی شدند و با توجه به دو تعریف ارائه شده از راهبرد در پژوهش‌های پیشین، کنش‌ها و راهکارهای موجود و مطلوب مطرح و متناسب با راهبردهای مطرح شده، پیامدهای پیش‌بینی شده نیز ارائه گردیدند [۲۳][۱۲][۲۹]. علاوه بر عوامل شناسایی شده تحت عنوان «بستر» که تمامی مقوله‌ها در آن متولد می‌شوند و تحت تأثیر آن قرار می‌گیرند عواملی دیگری به نام شرایط مداخله‌گر معرفی گردیدند که بر مقوله‌های مدل و شدت و ضعف آنها تأثیرگذار هستند.

علیرغم اینکه تقریباً تمامی «مقوله‌های محوری» نامبرده تحت عنوان باور سرمایه‌گذار در پژوهش‌های پیشین به اثبات رسیده‌است، برخی از مؤلفه‌ها و عوامل خاص بستر موجود در این مدل برای اولین بار معرفی و مورد تأکید قرار گرفته‌است که به عنوان نمونه می‌توان به نقش دولت به عنوان بیمه‌کننده و حامی، عدم آگاهی، سیاستزدگی بازار سرمایه، انزوای سیاسی، ضعف نظام آموزشی، عدم اعتماد به نهادهای مسئول اشاره نمود. بر اساس مصاحبه‌های انجام شده، عامل کسب دانش و آگاهی نسبت به مبانی علم اقتصاد و سرمایه‌گذاری، به عنوان مهمترین عامل در راستای اصلاح باورهای نادرست و به تبع آن رفتار و تصمیم آگاهانه و انجام سرمایه‌گذاری موفق نامبرده شد که به منظور ارتقای اهمیت آموزش همگانی چشم‌گیر و قابل توجه است. با این وجود، این راهبرد، نیازمند صرف زمان و هزینه بوده و برنامه‌ریزی منسجم و جامعی می‌طلبد. در کنار آموزش به منظور کسب آگاهی، دخالت دولت و سیاستزدگی بازار سرمایه و به تبع آن فساد و سوءاستفاده با بازار سرمایه کشور عجین گشته و باعث بر هم خوردن معادلات و بی‌ثمر بودن تجزیه و تحلیل‌های بنیادی علمی تحلیلگران گشته‌است. نتیجه بخش بودن آموزش و امید به افزایش آگاهی تنها زمانی میسر خواهد بود که موارد نامبرده کنترل گشته و به حداقل ممکن برسد.

### پیشنهادات پژوهش

نظریه پدیدار شده از این پژوهش در رابطه با باور سرمایه‌گذار و عوامل مؤثر بر آن می‌تواند در پرداختن عمیق‌تر به این مفهوم در پژوهش‌های آتی و بهبود فرآیند قضاوت و تصمیم‌گیری نقش داشته باشد. از این رو پیشنهادات پژوهش به شرح زیر ارائه می‌شوند:

### پیشنهادات مبتنی بر یافته‌های پژوهش

- آموزش همگانی و ایجاد نهادهایی صرفاً جهت مشاوره و افزایش آگاهی
- حمایت از حقوق سرمایه‌گذار و منافع او از طریق تدوین مقررات با ثبات و دارای ضمانت اجرایی

## پیشنهادات برای پژوهش‌های آتی

- سنجش میزان اهمیت تأثیرگذاری عوامل علی بر باور سرمایه‌گذاران و تعیین شاخص‌ترین باورها در بازار سرمایه به منظور بررسی بیشتر تأثیرات آن بر ابعاد مختلف عملکرد شرکت - فرد (در سطح مدیر - در سطح سرمایه‌گذار)
- سنجش میزان تأثیر پیاده‌سازی راهکارهای مطلوب بر عملکرد سرمایه‌گذاران

## فهرست منابع

۱. ازکیا، مصطفی؛ ایمانی جاجرمی، حسین. (۱۳۹۰). **روش‌های کاربردی پژوهش (کاربرد نظریه بنیانی)**. جلد دوم، تهران: کیهان.
۲. پاکدل، عبدالله؛ ایزدی‌نیا، ناصر؛ دستگیر، محسن. (۱۳۹۵). "رتبه‌بندی عوامل موثر بر حسابداری ذهنی در تشکیل پرتفوی توسط سرمایه‌گذاران کم‌تجربه به کمک تکنیک ویکور"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران. زمستان ۹۵، شماره ۳۲، صص ۹۰-۱۰۷
۳. پاکدل، عبدالله؛ ایزدی‌نیا، ناصر؛ دستگیر، محسن. (۱۳۹۷). "رتبه‌بندی عوامل موثر بر حسابداری ذهنی در تشکیل پرتفوی توسط سرمایه‌گذاران کم‌تجربه به کمک تحلیل عاملی تاییدی"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران. زمستان ۹۷، شماره ۴۰، صص ۱۲۷-۱۴۶
۴. حریری، نجلا. (۱۳۸۵)، **اصول و روش‌های پژوهش کیفی**، چاپ اول، تهران، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد علوم و تحقیقات
۵. داناوی‌فرد، حسن؛ امامی، سعید مجتبی (۱۳۸۶). "استراتژی‌های پژوهش کیفی: تأملی بر نظریه‌پردازی داده‌بنیاد"، **اندیشه مدیریت**، ۱، ۲، صص: ۶۹-۹۷.
۶. سیف‌اللهی، راضیه، کردلویی، حمیدرضا و دشتی، نادر (۱۳۹۴). "بررسی مقایسه‌ای عوامل رفتاری در سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی"، **دانش سرمایه‌گذاری**، دوره ۴، شماره ۱۵، صص ۳۳-۵۲
7. Barber, B., and Odean. T. (2001). "Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment." **The Quarterly Journal of Economics**. Pages: 261-292.
8. Barberis, N & Thaler, R (2003). "**A survey of behavioral finance**", Handbook of the Economics of Finance, North-Holland, Amsterdam.
9. Barberis, N. & Huang, M (2001). "Mental Accounting, Loss Aversion, and Individual Stock Returns." **Journal of Finance**, Vol 56, Pages: 1247-1292.

10. Bonner, S. (2008). "**Judgment and Decision Making in Accounting**", 1st Edition, Published by Prentice Hall.
11. De Bondt, W, Thaler, R. H (1985). "Does the Stock Market Overreact?", **Journal of Finance**. Vol 40. P.p 793 – 805.
12. Hofstede, G (2011). "Dimensionalizing cultures: The Hofstede model in context". **Online readings in psychology and culture**. Vol2, Pages: 8-26.
13. Islamoğlu, M. Apan, M & Ayvali, Adem. (2015), "Determination of Factors Affecting Individual Investor Behaviours: A Study on Bankers", **International Journal of Economics and Financial Issues**, Vol 5, pp. 531-543.
14. Kadous, k & L Sedor (2004). "The Efficacy of Third – party Consultation in Preventing Managerial Escalation of Commitment", **Contemporary Accounting Research**. 55-82
15. Kahneman, D & Amos, T (1979). "Prospect Theory, an Analsis of Decision under Risk", **Econometrica**, Vol. 47, Pages: 25-42.
16. Kahneman, D. and Riepe, M, (1998) . "Aspects of Investor Psychology: Beliefs, Preferences, and Biases Investment Advisors Should Know About". **Journal of Portfolio Management**. Vol 24. Pages: 52-65.
17. Krech, D, Crutchfield, R & Ballachey, E (1962). "**Individual in society**", Beverly Hills, CA: Sage.
18. Mill, John S. (1836). "**On the Definition of Political Economy and on the Method of Investigation Proper to It.**" London and Westminster Review IV and XXVI: Pages:1-29.
19. Odean, T. (1998), "Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average." **The Journal of Finance**. Pages: 1887 – 1934.
20. Pompian, M (2006). "**Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases**", Wiley finance.
21. Raiffa, H. (1968). "**Decision Analysis: Introductory Lectures on Choices Under Uncertainty**". Oxford, England: Addison-Wesley.
22. Schmidt, f., j hunter (2004) "general mental ability in the word of work: occupational attainment and job performance" **journal of personality and social psychology**. 162 – 173.
23. Statman, M. (2008), "Countries and culture in behavioral finance". **CFA Institute Conference Proceedings Quarterly**, Vol 25, Pages: 38-44.



24. Strauss, A., & Corbin, J (1990). "**Basics of qualitative research: Grounded theory procedures and techniques**". London: Sage Publications.
25. Strauss, A. & Corbin, J. (1998), "**Basics of Qualitative Research**", 2nd edn, London: Sage Publications.
26. Thaler, R & Shefrin, H (1981). "An Economic Theory of Self-Control," **Journal of Political Economy**, University of Chicago Press, vol. 89(2), Pages: 392-406.
27. Thaler, R.H. (1985). "Mental Accounting and Consumer Choice". **Marketing Science** Vol 4, 199-214.
28. Veblen, Thorstein (1899). "**Some Neglected Points in the Theory of Socialism**", Annals of AAPSS.
29. Ziemek, S., (2003). "**The Economics of Volunteer Labor Supply: An Application to Countries of a Different Development Level**". Peter Lang, New York.

تهران، میرداماد، نرسیده به میدان محسنی، خیابان حصار، نبش کوچه دهم پلاک ۳۴

کد پستی: ۱۵۴۷۷۳۳۹۱۱

تلفن: ۲۲۲۲۷۲۲۱

فکس: ۲۲۹۰۷۶۷۲

وبسایت

[www.iaaaar.com](http://www.iaaaar.com)

ایمیل

[iranianiaa@yahoo.com](mailto:iranianiaa@yahoo.com)



## Designing a Model for Investor's Belief Using Grounded Theory Method

**Samaneh Bari (PhD)<sup>1</sup>**

PHD of accounting, University of Isfahan, Isfahan, Iran

**Daruosh Foroughi (PhD)<sup>2</sup>©**

Associate professor of accounting, University of Isfahan, Isfahan, Iran

**Abdolhamid Moarefi Mohammadi (PhD)<sup>3</sup>**

Assistant professor of economy, University of Isfahan, Isfahan, Iran

(Received: 19 June 2019; Accepted: 23 November 2019)

The purpose of this study is providing a model for investors' beliefs, considering the political, social, economic and cultural characteristics of the country. So, regarding the exploratory approach of the research and the specific conditions of investments and capital market of the country, in this study is used qualitative research method and grounded theory approach and the interviewees are selected by snowball sampling method. Taking into account the views of capital market participants, the main beliefs of micro investors have been identified. After conducting 24 interviews and obtaining theoretical saturation, "Investor's belief model" including the causal and intervening conditions, context, strategies and consequences is presented. The research findings show that in the present context, the factors of "information asymmetry, lack of awareness, cultural factors, mental constraints, social factors and emotions" as causal factors affect the core category (investor's belief) and the categories of "education system, information systems, Political factors, corruption, media and inefficiency of intermediary financial institutions" as intervening factors, affect the strategies and consequences resulting from investor beliefs. To maximize the richness of the model, strategies and consequences are categorized and interpreted at two levels.

**Keywords:** Belief, Grounded Theory, Investor Belief Model, Individual Investor.

---

<sup>1</sup> s\_bari@ase.ui.ac.ir

<sup>2</sup> foroughi@ase.ui.ac.ir © (Corresponding Author)

<sup>3</sup> a.h.mohammadi@ase.ui.ac.ir