

نوع مقاله: پژوهشی

صفحات ۱۳۸ - ۱۱۵

الگوی رفتار شناسی معامله گران در بازار سرمایه

۱ رضا خضری
 ۲ عسگر پاک مرام
 ۳ رسول عبدی
 ۴ نادر رضایی

چکیده

معامله‌گران در شرایطی که احتمال ضرر و زیان وجود دارد، ریسک پذیر می‌شوند و در شرایطی که احتمال کسب سود وجود دارد، تا حد زیادی از ریسک‌پذیری آنها کاسته شده و تنها به سودهای قطعی بسنده می‌کنند. این شیوه رفتاری معکوس در انسان نوعی پدیده عصب شناختی است که هم در انسان و هم در حیوانات مشترک است. در حال حاضر شرایط علی، مداخله‌گر و زمینه‌ای، راهبردها و پیامدهای رفتارشناسی معامله گران موردبررسی و کنکاش قرارنگرفته است. بنابراین در این مطالعه تلاش شده است تا الگوی رفتارشناسی معامله گران به روش نظریه‌پردازی زمینه‌ای طراحی گردد. این پژوهش، از نوع کیفی و اکتشافی بوده و به‌وسیله مصاحبه با افراد خبره در حوزه مبانی نظری رفتارشناسی، حوزه بازار سرمایه و سایر حوزه‌های مرتبط با موضوع پژوهش اجرا شده و با انجام ۱۶ مصاحبه در سال ۱۴۰۰ به روش نمونه‌گیری گلوله برفی، به اشیاع رسیده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که مهم‌ترین شرایط علی که موجب شناخت رفتاری معامله گران می‌شوند، به ترتیب اثر ریسک (نظریه دورنما)، سطوح رفتار مالی، فرضیه بازار کارا، پدیده بیش / کم واکنشی، پدیده اطمینان بیش / کمتر از حد، پدیده آریبترژ، پدیده اخبار، پدیده تعصب، پدیده تفکر مثبت، پدیده صبر، پدیده رفتار توده‌ای (گله‌ای)، پدیده اورتردینگ، پدیده هیجان، حجم مبادلات، کمبود اطلاعات، سوگیری‌های رفتاری، سوگیری‌های شناختی، شاخص بورس، استراتژی معامله‌گری و ترس و طمع می‌باشند.

واژگان کلیدی

رفتارشناسی معامله گران، بازار سرمایه، نظریه زمینه بنیان.

۱. دانشجوی دکتری تخصصی حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران.
Email: Rezakhezri4819@gmail.com
۲. دانشیار، گروه حسابداری واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران. (نویسنده مسئول)
Email: Pakmaram@bonabiau.ac.ir
۳. استادیار گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران.
Email: abdi rasool@yahoo.com
۴. استادیار گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران.
Email: naderrezaeimindoab@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۱/۴ پذیرش نهایی: ۱۴۰۱/۲/۱

طرح مسأله

پژوهشگران متعددی تلاش کردند تا رابطه بین این مؤلفه‌های مؤثر و تأثیرگذار را بررسی کرده و طبقه‌بندی کنند و به نوبه خود عملکرد آن‌ها را نیز ارزیابی کنند. سهام به طور تنگاتنگی با سطح سرمایه‌گذاری در ارتباط بوده و شدیداً تحت تأثیر تصمیم‌گیری‌های افراد برای سرمایه‌گذاری در سهام مطمئن و غیرمطمئن می‌باشد (پومپیان^۱، ۲۰۰۶). تئوری مالی سنتی بیان می‌کند که قیمت سهام، ارزش بنیادی آن را نشان داده و منعکس کننده ارزش جریان‌های نقدی آتی است. از دیدگاه فرضیه بازار کارا، قیمت اوراق بهادار منعکس کننده تمام اطلاعات موجود در بازار است و انتظار می‌رود که تأثیر هر گونه اطلاعات جدید در بازار، سریعاً در قیمت سهام شرکت‌ها منعکس شود. بر پایه این تئوری، سرمایه‌گذاران دارای رفتار عقلایی بوده و به دنبال حداکثر ساختن مطلوبیت موردانتظار خود هستند. بر این اساس، تغییرات قیمت سهام به تغییرات سیستماتیک در ارزش‌های بنیادی شرکت مربوط می‌شود. اما شواهد حکایت از آن دارد که بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهامی که از ارزیابی ذهنی بالاتری برخوردارند، رابطه مثبت وجود دارد. در نتیجه باید بر اساس متغیرهای احساسی و محیطی، شرایط رفتاری فعالان بازار سرمایه بررسی گردد. به عبارتی دیگر، به جز عوامل، بنیادی، نیاز است تأثیر عوامل رفتاری و احساسی سرمایه‌گذاران را نیز بر قیمت سهام در نظر گرفت. این پژوهش در پی پاسخ به این سؤال است که چه الگویی برای رفتارشناسی معامله‌گران مناسب است؟ به منظور پاسخ به این سؤال، از رویکرد زمینه بنیان استفاده شده است. در حقیقت مطالعه حاضر مفهوم جدیدی از رفتارشناسی معامله‌گران را معرفی می‌کند. از این رو، انتظار می‌رود نتایج پژوهش حاضر بتواند به تحلیل‌گران مالی، سرمایه‌گذاران و سایر ذی‌نفعان در درک بهتر رفتارشناسی معامله‌گران کمک کرده و آن‌ها را در اتخاذ تصمیم‌ها کمک نماید. این پژوهش با طرح مبانی نظری و پیشینه پژوهش‌های مرتبط با موضوع و همچنین تبیین روش پژوهش و سوال‌های برگرفته از مسئله و مبانی نظری پژوهش ادامه یافته و سپس به تشریح نتایج آزمون سوالات پرداخته است؛ و در نهایت نتیجه‌گیری و پیشنهادها بیان می‌گردد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در بازار سهام سودمندی و منافع سرمایه‌گذاری زیادی از قبیل رشد بلندمدت سرمایه، تقسیم درآمد و کنترل روی تورم وجود دارد (اوح و همکاران^۲، ۲۰۰۸). نقدینگی بازار سهام برای سرمایه‌گذار به منظور اهداف سرمایه‌گذاری بسیار جذاب بوده و یک معیار مهم به شمار

1. pompian

2. Oh

می‌رود (رایزی^۱، ۲۰۰۸). برای سرمایه‌گذاری پول در بازار سهام می‌تواند دلایل متعددی وجود داشته باشد. برخی از سرمایه‌گذاران به منظور اهداف کسب مالکیت یک شرکت سرمایه‌گذاری می‌کنند، برخی دیگر برای کسب سود و سایر سرمایه‌گذاران به منظور کسب سرمایه مالی به سرمایه‌گذاری مبادرت می‌کنند (دوجین و همکاران^۲، ۲۰۰۶). برخی از افراد با هدف کنترل شرکت مربوطه اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند. سرمایه‌گذاران نیازمند تعداد اصلی سهام به منظور تثبیت موقعیت خویش از نظر اعضای هیئت‌مدیره و اتخاذ تصمیم‌گیری‌های اصلی در شرکتی دارند که می‌خواهند در آن سرمایه‌گذاری کنند. بسیاری از پژوهشگران اذعان دارند که سرمایه‌گذاری رفتاری از جمله حوزه‌های خوبی برای درک و تعریف احساسات، هیجانات و دیگر مؤلفه‌های رفتاری مؤثر بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد به حساب می‌آیند (عزیز و همکاران^۳، ۲۰۱۶). نظریه‌ها و تئوری متعددی استدلال می‌کنند که سرمایه‌گذاری‌های رفتاری در ظهور و پیدایش بازارها در مقایسه با بازارهای توسعه‌یافته بسیار مهم هستند. روانشناسی که بخشی از علوم اجتماعی می‌باشد بر رفتارهای سرمایه‌گذاران همان اشخاصی که در بازار سهام مبادرت به سرمایه‌گذاری می‌کنند، تأثیرگذار بوده و از جمله استدلال‌های قوی سرمایه‌گذارانی به شمار می‌آید که بر این باورند تئوری سرمایه‌گذاری رفتاری از جمله مؤلفه‌های رفتاری هستند که برجوش و فروش و سقوط بازار مؤثر می‌باشند (اندرسون^۴، ۲۰۰۵). اثرات و تبعات مؤلفه‌های رفتاری به‌طور مؤثر و اثربخش در تبادلات سهام پاکستان اجرا گشته و از اولویت بالایی برای سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی چه به‌صورت فردی و چه شرکتی در سرمایه‌گذاری‌هایشان برخوردار است. این موارد از جمله دلایلی هستند که در پشت بررسی‌های مؤلفه‌های رفتاری در تبادلات سهام جا گرفته است. اولین دلیل این است که حوزه و زمینه جدید پژوهشی بوده و ثانیاً، ما می‌توانیم به استناد با آمار و تحلیل‌ها ادعا کنیم که تعصبات روان‌شناختی بسیار مهم بوده و در تبادلات سهام آسیا از قبیل تبادلات سهام اجرایی شده است. بنابراین ما نمی‌توانیم مؤلفه‌های رفتاری در تبادلات سهام را حذف کرده و از آن‌ها چشم‌پوشی کنیم. تئوری سرمایه‌گذاری‌های مالی در بازارهای توسعه‌یافته از قبیل بازارهای ایالات متحده آمریکا و اروپایی از محبوبیت ویژه‌ای برخوردار است (رای و همکاران^۵، ۲۰۰۴). چشم‌پوشی از مؤلفه‌های رفتاری برای تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌ای بسیار مخرب است؛ زیرا زمانی سرمایه‌گذار منطقی بوده و عقلایی سرمایه‌گذاری می‌کند، و تصمیماتی را بدون دانش نسبت به مؤلفه‌های رفتاری از قبیل احساسات و تعصبات

-
1. Rizzi
 2. Doojin
 3. Aziz
 4. Anderson
 5. Raee

فردی اتخاذ نماید، نتیجه‌ای که در پایان کسب خواهد کرد، سرزنش و نکوهش خویش در شرایطی است که ارزش سهام خویش را به پایین کشیده است (دوزرت و همکاران^۱، ۲۰۰۱). مؤلفه‌های رفتاری دربرگیرنده دو تئوری است، تئوری ادراکی و تئوری انتظار. تئوری ادراکی دربرگیرنده اعتماد بیش از حد، جانشینی، احساس امنیت، سفسطه‌گرایی شرطی و دخیل بودن تعصبات شخصی و همچنین تئوری انتظار شامل تنفر از باخت، تنفر از پشیمانی و نکوهش و حسابرسی ذهنی می‌باشد. مؤلفه‌هایی وجود دارند که رفتار سرمایه‌گذاران شخصی را توجیه کرده و متعاقباً بر عملکرد و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار تأثیرگذار می‌باشند. تئوری‌های ادراکی از سوی سرمایه‌گذارانی بکار گرفته می‌شود که در محیط نامطمئن و غیرعادی مبادرت به تصمیم‌گیری کرده و این تئوری روند مزبور را تسهیل می‌بخشد (نگوس^۲، ۲۰۱۳). این سرمایه‌گذاران احتمالات را نادیده انگاشته و تصمیم‌گیری‌هایی را برحسب پیش‌بینی‌های شخصی خویش انجام می‌دهند (کاهنمن و توسکی^۳، ۱۹۷۴). در یک دوره کوتاه‌مدت، رویکرد سرمایه‌گذاری ادراکی سرمایه‌گذاران بسیار مفید و کارا می‌باشد (واورو^۴، ۲۰۰۸).

مدیران مالی با قرار گرفتن در تمامی شرایط بازار درمی‌یابند که محیطی برای آن‌ها ایجاد شده است که به راحتی می‌توانند در آن برای برنامه‌ریزی‌های مالی مطمئن تصمیم‌گیری کرده و به سمتی سوق پیدا کنند که به نحو احسن تصمیمات خوبی اتخاذ نمایند (ساموئل^۵، ۱۹۹۶). سهام از بهترین جایگاه شناخته شده در شرکت‌ها به شمار می‌رود که سرمایه شرکت در قالب آن رشد می‌کند (زوراویکی^۶، ۲۰۰۶). سرمایه‌گذاری‌های فردی در سهام از جمله دلایلی می‌باشد که آن‌ها می‌خواهند از این طریق سرمایه، نرخ سود و سودمندی و منفعت خویش را افزایش داده و در نقطه مقابل خطر در سرمایه‌گذاری سهام خود را کاهش دهند (تولز و باردلی^۷، ۱۹۹۹). همچنین، دلایل دیگری وجود دارد که افراد به موجب آن ترجیح می‌دهند در حوزه‌های مختلف دیگری سرمایه‌گذاری کرده که از نقدینگی بالایی برخوردارند (گوپالان و همکاران^۸، ۲۰۰۹). نه تنها افراد می‌خواهند سرمایه‌گذاری در سرمایه در دسترس خویش را افزایش دهند، بلکه آن‌ها همچنین می‌خواهند به مالکیت قسمت مشخصی از یک شرکت برسند و برای ذی‌نفعان خویش هنگام تعدد، سود خالص ایجاد نمایند، به‌طور کلی اگر منفعت و سود یک بخش

1. DeZoort
2. Ngoc
3. Kaheeman & Tversky
4. Waweru
5. Samuel
6. Zoraviky
7. Tewels & Bardly
8. Gopalan

تجاری افزایش یابد، افراد به‌سوی آن گرایش پیدا کرده و سهام خویش را در آن بخش سرمایه‌گذاری می‌کنند (واندر و باریوس^۱، ۲۰۲۰). مدیریت یک بنگاه به این منظور در سهام خویش مبادرت به سرمایه‌گذاری می‌کند که از این طریق کنترل شرکت خویش را بالا ببرد. به‌منظور تبدیل شدن به بخشی از یک کسب‌وکار و کسب آگاهی در مورد تصمیم‌گیری از سوی مدیران شرکت و یا دیگر مجریان، سرمایه‌گذاران نیز باید در پرتفوی خود دارای بخشی از سهام عمده آن شرکت باشند. در این روش آن‌ها می‌توانند بخش درونی یک شرکت محسوب شده و اطلاعاتی را در مورد برگزاری جلسات در سطح اجرایی به دست بیاورند (کافایات^۲، ۲۰۱۴). هدف عمده معامله‌گران از سرمایه‌گذاری در بازار سهام، کسب بازده معقول است که خود از دو بخش تغییرات قیمت سهام و سود سهام تقسیمی بدست می‌آید. سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مالی باید بتوانند با استفاده از مدل‌های سرمایه‌گذاری، قیمت سهم و بازده را پیش‌بینی کنند (رای و همکاران، ۲۰۰۴).

روانشناسی شناختی انسان را موجودی پردازش‌کننده اطلاعات و مسئله‌گشا تلقی می‌کند. این دیدگاه در پی تبیین رفتار از راه مطالعه شیوه‌هایی است که شخص به اطلاعات موجود توجه می‌کند، آنها را تفسیر کرده و به کار می‌برد. روانشناسی شناختی همانند دیدگاه روانکاوی متوجه فرایندهای درونی است، اما در این دیدگاه بیش از آنکه بر امیال، نیازها و انگیزش تأکید شود، بر اینکه افراد اطلاعات را چگونه کسب و تفسیر می‌کنند و آنها را در حل مشکلات به کار می‌گیرند، تأکید می‌گردد، بر خلاف روانکاوی، تکیه‌گاه روانشناختی نه بر انگیزش‌ها و احساسات و تعارضات نهفته، بلکه بر فرایندهای ذهنی است که از آنها آگاهییم به راحتی می‌توانیم از آنها مطلع شویم. این رویکرد در تقابل با نظریه‌های یادگیری قرار می‌گیرد که محیط بیرونی را علت اساسی رفتار به شمار می‌آورند. اصولاً دیدگاه شناختی به افکار و شیوه‌های حل مسئله کنونی توجه دارد تا تاریخچه شخصی. در این دیدگاه، روابط بین هیجانها، انگیزش‌ها و فرایندهای شناختی و در نتیجه همپوشی میان دیدگاه شناختی و دیگر رویکردها نیز آشکار می‌شود (عاطفی فر و سلیمانی، ۱۳۹۸).

هر سوگیری شناختی به صورت الگویی از انحراف در قضاوت (فرد با جامعه)، قابل تبیین است که در حالتی خاص اتفاق می‌افتد. بعضاً مفهوم این الگو به صورت الگوی تحریف واقعیت تعبیر شده است که ممکن است به قضاوت مردمی که در شرایط خاص ادراکی اند و به یکسری عوامل مستقل قابل تحقیق، بستگی داشته باشد. وجود برخی از این سوگیری‌های شناختی به صورت تئوریک در روانشناسی مورد بررسی قرار گرفته است، برخی دیگر نیز به عنوان باورهای

همه گیر در عمل قابل شناسایی اند و حتی ممکن است خود این باورها هم نتیجه یک سوگیری شناختی دیگر باشند. روانشناسی شناختی، زاده روانشناسی گشتالت است که در دهه ی ۱۹۲۰ مطرح شد. وجه مشخصه دیدگاه شناختی، توجه نسبتاً اندک به رابطه محرک پاسخ و فعالیت های عصبی می باشد. توجه اصلی این رویکرد، به موضوعاتی نظیر ادراک، حل مسئله از طریق شهود، تصمیم گیری و فهم است. در تمام این فرایندها شناخت از اهمیت مرکزی برخوردار است. از این رو ساخت یک مفهوم کلی است که تمامی صور آگاهی را در بر می گیرد و شامل ادراک، تفکر، استدلال و قضاوت است. انقلاب شناختی شامل تمام دیدگاه هایی می شود که به این مباحث اهمیت زیادی می دهند. موضوعاتی از این قبیل که انسان چگونه و با چه ساختاری به درک، تشخیص و حل مسئله می پردازد و این که ذهن چگونه اطلاعات دریافتی از حواس را درک می کند و یا اینکه حافظه انسان چگونه عمل می کند و چه ساختاری دارد، از عمده مسائل قابل توجه دانشمندان این رشته است. محققین روانشناسی شناختی به ذهن همانند دستگاه پردازشگر اطلاعات می نگرند و رویکرد آنان به مطالعه مغز و ذهن بر پایه تشابه عملکرد مغز با رایانه است. روانشناسی شناختی از دو جنبه با مکاتب روانشناسی قبلی تفاوت اساسی دارد: برخلاف مکاتب روانشناسی کلاسیک از قبیل روانشناسی فرویدی، از روش تحقیق علمی و بررسی موارد قابل مشاهده استفاده می کند و روش هایی چون درون نگری را به کار نمی برد و برخلاف روانشناسی رفتارگرایی، فرایندها و پدیده هایی ذهنی مانند باور، خواست و انگیزش را مهم دانسته و مورد مطالعه قرار می دهد (عاطفی فر و سلیمانی، ۱۳۹۸).

رسول و همکاران (۲۰۲۱)، در پژوهشی به این نتیجه دست یافتند که بین سواد مالی و سوگیری های رفتاری سرمایه گذاران رابطه منفی وجود دارد. واندرو و باریوس (۲۰۲۰) در پژوهشی نشان دادند که بحران سلامت و قفل شدن متعاقب آن، با یک تغییر دیده نشده در احساسات اقتصادی سرمایه گذاران همراه شده است. تجزیه و تحلیل آن ها نشان می دهد که تغییر احساسات به طور قابل توجهی نمایان تر در کشورهای اتحادیه اروپا بوده که از لحاظ اقتصادی بیشترین آسیب را دیدند.

پناهی و حبیبی راد (۱۴۰۰)، به بررسی تطبیقی رابطه بین شاخص بورس و حجم جستجو به منظور شناسایی الگوی رفتاری معامله گران بازار بورس پرداخته و روابط بین این دو شاخص را تبیین راهکارهایی جهت بهبود شرایط رفتاری معامله گران بازار ارائه نمودند. دادار و جعفری (۱۳۹۹)، به بررسی تاثیر رفتار احساسی سرمایه گذاران و سهام شناور آزاد بر بازدهی سهام بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته پرداخته و به این نتیجه دست یافتند که رفتار احساسی سهامداران موجب افزایش سهام آزاد شناور می شود. ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۸)، به بررسی تاثیر ویژگی های شخصیتی سرمایه گذاران بر عملکرد سرمایه

گذاری با نقش میانجی سوگیری‌های مکاشفه‌ای پرداخته و به این نتیجه دست یافتند که بین ویژگی‌های شخصیتی و سوگیری‌های مکاشفه‌ای رابطه مثبتی وجود دارد.

پرسش‌های پژوهش

در راستای دستیابی به هدف اصلی پژوهش که به دنبال اثبات یا رد ادعای خاصی نبوده و صرفاً در پی طراحی الگوی رفتارشناسی معامله‌گران است، طرح فرضیه برای پژوهش حاضر ضرورتی ندارد و اهم تلاش، صرف پاسخگویی به پرسش‌های پژوهش می‌شود. بر این اساس، پرسش‌های فرعی پژوهش به شرح زیر طرح می‌شوند:

چه عواملی بر رفتارشناسی معامله‌گران مؤثرند؟ این عوامل می‌تواند مربوط به محیط درونی و محیط بیرونی باشد (شرایط علی، مداخله‌گر و زمینه‌ای).

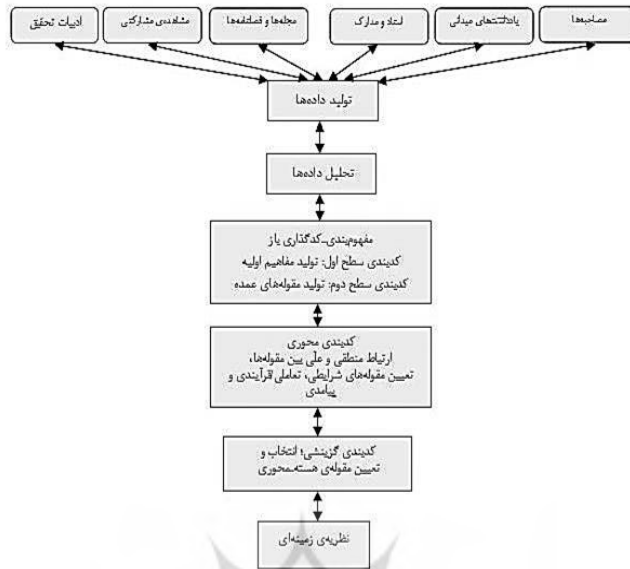
شرکت‌ها برای رفتارشناسی معامله‌گران چه اقداماتی را باید انجام دهند؟ (راهبردها)

رفتارشناسی معامله‌گران چه تأثیری در سطح شرکت دارد؟ (پیامدها)

روش‌شناسی

هدف پژوهش حاضر، طراحی الگوی رفتارشناسی معامله‌گران از نظر خبرگان به روش نظریه‌پردازی زمینه‌بنیان است. در نتیجه از منظر بعد زمانی، مقطعی است؛ زیرا مصاحبه‌ها در سال ۱۴۰۰ انجام شده‌اند. از منظر هدف، به دلایل پیش‌رو از نوع اکتشافی است؛ پژوهشی با موضوع طراحی الگوی رفتارشناسی معامله‌گران، با این روش پژوهش (نظریه‌پردازی زمینه‌بنیان) در کشور انجام نشده است و نتایج این پژوهش به ارائه یک نظریه منتج می‌شود. همچنین، یافته‌های این پژوهش دانش موجود را در زمینه رفتارشناسی معامله‌گران توسعه می‌دهد.

این پژوهش، از منظر فرایند اجرا (نوع داده‌ها)، از نوع کیفی است؛ زیرا در این روش پژوهش، بخش اول (داده‌ها)، از منابع مختلفی مانند مصاحبه، مشاهده و مشارکت گردآوری می‌شود که در این پژوهش نیز داده‌ها با مصاحبه و پرسشنامه جمع‌آوری شده‌اند. همچنین در روش پژوهش کیفی، بخش دوم شامل روش‌های تحلیلی و تعبیر و تفسیری است که برای رسیدن به یافته‌ها یا نظریه‌ها به کار می‌رود. این روش‌ها شامل شیوه‌های مفهوم‌پردازی از داده‌ها است که به "کدگذاری" مرسوم است. در این پژوهش نیز از روش‌های کدگذاری باز، محوری و انتخابی استفاده شده است. بخش سوم روش پژوهش کیفی، عبارت است از گزارش‌های نوشته‌شده یا ترسیم نمودارها و شکل‌ها با ارائه شفاهی که در این پژوهش از روش نموداری استفاده شده است. همچنین، پژوهش حاضر از منظر نتیجه اجرا از نوع بنیادی است که باهدف کشف ماهیت پدیده‌ها انجام می‌شود. از منظر منطق اجرا (یا نوع استدلال) از نوع استقرایی است؛ زیرا در این پژوهش مصاحبه‌شوندگان با توجه به تجربه‌های خود درباره نتایج پدیده‌ها توضیحات خود را ارائه می‌کنند.



شکل (۱): مراحل انجام تحقیق بر اساس نظریه زمینه بنیان

مهم‌ترین دلیل انتخاب روش نظریه زمینه بنیان آن است که:

اول: زمانی که درباره حوزه مورد مطالعه تقریباً چیز شناخته شده کمی وجود داشته باشد. دوم: زمانی که پژوهشگر فهم ادراکات و تجارب مشارکت‌کنندگان در مورد خاصی را داشته باشند و سوم: زمانی که هدف پژوهشگر گسترش یک نظریه جدید باشد (ابو المعالی، ۱۳۹۱). از طرفی با توجه به اهداف ذکر شده، این پژوهش به دنبال آن است تا با به‌کارگیری نظریه زمینه بنیان، فهم و آگاهی مناسبی از رفتارشناسی معامله‌گران ارائه نماید. در این پژوهش از گروه‌های کانونی قبل از انجام پژوهش، مصاحبه‌های زمینه‌ای صورت پذیرفت. برای این منظور از تعدادی متخصصین مالی و خبرگان مصاحبه به‌عمل آمده و بینش‌های به‌دست‌آمده حاصل این مصاحبه اولیه به منظور توسعه و بهبود رهنمود مصاحبه، استفاده گردیده است. بعد از انجام مصاحبه گروه‌های کانونی، رهنمود مصاحبه تهیه گردیده تا نسبت به دستیابی: الف) یکنواختی و پوشش پرسش‌های پژوهش (موضوعات مورد پژوهش)، ب) کاهش سوگیری‌های محقق نسبت به مسائل از پیش پنداشته و ج) طرح پرسش‌های کلیدی به‌منظور کاویدن تجارب مشارکت‌کنندگان، اطمینان حاصل گردد.

شایان ذکر است رهنمود مصاحبه در اختیار چند تن از صاحب‌نظران دانشگاهی و حرفه قرار گرفته و نظرات ایشان اخذ و اصلاحات نهایی به وجود آمده است. مصاحبه‌ها نیمه ساختاریافته و در اغلب موارد مصاحبه‌شونده برای پاسخ‌های باز و مستقل ترغیب می‌گردد. در مصاحبه نیمه ساختاریافته سؤال‌ها از قبل طراحی و هدف کسب اطلاعات عمیق از مصاحبه‌شونده

بوده و در هر پاسخ ممکن است با سؤال‌های دیگر مورد بررسی بیشتر قرار گیرد. هدف پژوهش حاضر این بوده است که عوامل مؤثر رفتارشناسی معامله‌گران از دیدگاه چهار گروه عمده درگیر با رفتارشناسی معامله‌گران چون مدیران شرکت‌های فعال در بازار سرمایه، مدیران نهادهای مالی و نظارتی فعال در بازار سرمایه، سرمایه‌گذاران بلوکی و عمده بازار سرمایه و اعضای هیئت‌علمی دانشگاه، بر اساس تئوری زمینه‌بنیان‌شناسایی شود. این چهار گروه عمده بر اساس زنجیره رفتارشناسی معامله‌گران انتخاب شده‌اند در واقع زنجیره رفتارشناسی معامله‌گران به افراد و فرایندهایی اشاره دارد که در تصمیمات سرمایه‌گذاران می‌توانند نقش داشته باشند. در این زنجیره همه اجزا باید دارای ارتباطی نزدیک باشند تا به رفتارشناسی مطلوب معامله‌گران بیانجامد. در واقع در پژوهش حاضر مبنای ارائه الگوی عوامل مؤثر بر رفتارشناسی معامله‌گران مصاحبه از خبرگان حرفه‌های مورد اشاره بر طبق نوعی از پژوهش کیفی به نام نظریه‌پردازی زمینه‌بنیان و مدل جامع حاصل از آن می‌باشد. به نظر می‌رسد انجام تحقیقی در ایران به‌منظور کشف و شناسایی عوامل و سازوکارهای بیرونی حاکم بر رفتارشناسی معامله‌گران از دید گروه‌های مختلف با استفاده از تئوری زمینه‌بنیان می‌تواند علاوه بر گشایش چشم‌انداز جدید در مورد تحقیقات مربوط به زمینه پژوهش، زمینه لازم برای ارتقاء رفتارشناسی معامله‌گران را فراهم سازد. با توجه به مطالب عنوان شده، پرسش اصلی که این تحقیق به دنبال یافتن پاسخ برای آن می‌باشد، این است که الگوی بهینه رفتارشناسی معامله‌گران از دیدگاه گروه‌های مختلف کدام است؟

یافته‌های پژوهش

اجرای نظریه‌پردازی زمینه‌بنیان به‌طور کلی در دو گام اساسی به شرح زیر انجام می‌شود:
گام اول - گردآوری داده‌ها: داده‌های اولیه این پژوهش از منبع مصاحبه ساختاریافته با خبرگان و با رویکرد اکتشافی با استفاده از ۳ سؤال کلی و باز به شرح زیر جمع‌آوری شده است:
چه عواملی بر رفتارشناسی معامله‌گران مؤثرند؟ این عوامل می‌تواند مربوط به محیط درونی و محیط بیرونی باشد (شرایط علی، مداخله‌گر و زمینه‌ای).

شرکت‌ها برای رفتارشناسی معامله‌گران چه اقداماتی را باید انجام دهند؟ (راهبردها)

رفتارشناسی معامله‌گران چه تأثیری در سطح شرکت دارد؟ (پیامدها)

گام دوم - کدگذاری متن و نظریه‌پردازی: فرایند کدگذاری شامل سه سطح است: کدگذاری

باز، کدگذاری محوری و کدگذاری انتخابی که در ادامه توضیح داده می‌شود:

کدگذاری باز: طی کدگذاری باز، داده‌ها به بخش مجزا خرد می‌شوند و برای به دست

آوردن مشابهت‌ها و تفاوت‌هایشان بررسی می‌شوند. سپس این مفاهیم بر اساس مشابهت‌هایشان

طبقه‌بندی می‌شوند که به این کار مقوله‌پردازی گفته می‌شود که مقوله، مفهومی است و از سایر

مفاهیم انتزاعی‌تر است و بنای نظریه از آن‌ها تشکیل می‌شود. به‌طور خلاصه، نتیجه کدگذاری باز مجموعه‌ای از مقوله‌های مفهومی ایجادشده از داده‌هاست. کدگذاری محوری: در کدگذاری محوری بین مقوله‌های اساسی که در کدگذاری باز گسترش یافته‌اند، در سطح ویژگی‌ها و ابعاد، ارتباطات درونی برقرار می‌شود. در پایان این مرحله، مقوله‌ها برحسب شرایط، به‌شرایط علی، شرایط مداخله‌گر، شرایط زمینه‌ای، راهبردها و پیامدها تقسیم می‌شوند. مقوله اصلی در این پژوهش رفتارشناسی معامله‌گران است. کدگذاری انتخابی و خلق نظریه: در این پژوهش مدل ایجادشده با استفاده از نمودار و روایت ارائه می‌شود. نمونه‌ها در نظریه‌پردازی زمینه بنیان، عموماً به‌صورت هدفمند و به روش گلوله برفی انتخاب می‌شوند. نمونه‌گیری گلوله برفی یا زنجیره‌ای، یعنی انتخاب شرکت‌کنندگانی که به نحوی با یکدیگر پیوند دارند و پژوهشگر را به دیگر افراد همان جامعه راهنمایی می‌کنند. به بیان دیگر، در مصاحبه، ابتدا تعدادی از اشخاص صاحب‌نظر و دارای تحصیلات و تجربه کافی مرتبط با موضوع پژوهش انتخاب شدند و در پایان مصاحبه از آن‌ها خواسته شد سایر افراد مطلع و صاحب‌نظر در خصوص موضوع پژوهش را معرفی کنند. بر اساس این، تعداد ۱۶ مصاحبه انجام شدند و نمونه‌گیری به اشباع نظری رسید و مصاحبه جدیدی صورت نگرفت. منظور از اشباع نظری، یعنی با انجام آخرین مصاحبه هیچ مفهوم و مقوله جدیدی شکل نگیرد و مصاحبه‌های انجام‌شده برای شروع تحلیل آماری کفایت می‌کند. میانگین مدت‌زمان مصاحبه برای طراحی الگوی منسجم رفتارشناسی معامله‌گران، حدوداً ۱۱ دقیقه است. برای سنجش روایی و پایایی پژوهش، قبل از شروع مصاحبه‌ها، پس از مصاحبه با ۴ نفر از خبرگان دانشگاه، حرفه و شرکت‌ها و اخذ نظرات آن‌ها، رهنمود مصاحبه تهیه شد و مصاحبه‌ها حول رهنمود مصاحبه صورت گرفت. با افزایش تعداد مصاحبه‌ها، رهنمود مصاحبه‌ها نیز گسترش یافت. روش‌شناسی و انتخاب این افراد بدین شکل است که یا در حوزه رفتارشناسی معامله‌گران دارای پژوهش یا کتاب چاپ‌شده بوده و یا به‌صورت علمی گزارش رفتارشناسی معامله‌گران را تهیه کرده‌اند. کل مصاحبه‌ها با اجازه مصاحبه‌شوندگان ضبط شدند و پژوهشگران هر مصاحبه را چندین بار بررسی کردند. به‌منظور اعتبار یافته‌ها، نتایج تحلیل و کدگذاری برخی از مصاحبه‌ها در اختیار ۴ نفر از مشارکت‌کنندگان در پژوهش و ۴ نفر خارج از مشارکت‌کنندگان قرار گرفت. خبرگان عموماً مدل استخراج‌شده را معتبر تلقی کردند. هدف این پژوهش، طراحی الگوی منسجم رفتارشناسی معامله‌گران است. با ۱۶ نفر از خبرگان حوزه مبانی نظری رفتارشناسی معامله‌گران، سرمایه‌گذاران، مدیران نهادهای نظارتی و قانون‌گذار در بازار سرمایه، خبرگان مالی و روانشناختی و اعضای هیئت‌علمی دانشگاه و سایر صاحب‌نظران مصاحبه عمیق صورت گرفت. در نگاره (۱) مشخصات کلی مصاحبه‌شوندگان گزارش شده است.

جدول (۱): اطلاعات جمعیت شناختی پاسخ‌دهندگان

معیار اصلی	جنسیت	رشته تحصیلی	مدرک تحصیلی	تجربه کاری	حوزه تخصص	
معیار فرعی طبقه‌بندی	مرد	حسابداری و حسابداری	مدیریت و مالی	روانشناسی، رفتارشناسی، بازاریابی	کارشناسی	
						۱
	زن	مدیریت و مالی	روانشناسی، رفتارشناسی، بازاریابی	کارشناسی	دکتوری	
						۱
						۱
	مرد	حسابداری و حسابداری	مدیریت و مالی	روانشناسی، رفتارشناسی، بازاریابی	کارشناسی ارشد	
						۶
						۱
	مرد	حسابداری و حسابداری	مدیریت و مالی	روانشناسی، رفتارشناسی، بازاریابی	کارشناسی ارشد	
						۹
						۷
						۱
	زن	مدیریت و مالی	روانشناسی، رفتارشناسی، بازاریابی	کارشناسی ارشد	دکتوری	
						۴
						۴
۲						
۴						
مرد	حسابداری و حسابداری	مدیریت و مالی	روانشناسی، رفتارشناسی، بازاریابی	کارشناسی ارشد		
					۵	
					۴	
					۵	
					۵	

کدگذاری باز: نتیجه کدگذاری باز مجموعه‌ای از مقوله‌های مفهومی ایجادشده از داده‌ها است. در ادامه چگونگی کدگذاری باز با یکی از مصاحبه‌شوندگان تشریح می‌شود. پس از استخراج مفاهیم از مصاحبه‌ها، مفاهیم بر اساس شباهت و تفاوت دسته‌بندی می‌شوند و مقوله‌ها شکل می‌گیرند. در این پژوهش در مجموع تعداد ۴۸ مفهوم از مصاحبه‌ها استخراج شد که به ۴۱ مقوله اصلی تقلیل یافت. شرح کامل این مقوله‌ها در نگاره (۲) ارائه شده است.

کدگذاری محوری: اجزای تشکیل‌دهنده الگوی منسجم رفتارشناسی معامله‌گران عبارت است از: شرایط علی، شرایط مداخله‌گر، شرایط زمینه‌ای، راهبردها. در ادامه تمام اجزای الگوی منسجم رفتارشناسی معامله‌گران ذکر شده و تفاسیر مرتبط با هر مقوله در نگاره مرتبط خود بیان شده‌اند.

شرایط علی: شرایط علی مقوله‌هایی هستند که مقوله اصلی را به وجود می‌آورند و به وقوع و گسترش پدیده مدنظر کمک می‌کند؛ بیشتر با واژگانی نظیر وقتی که، درحالی که، از آنجاکه و ... به علت ختم می‌شوند (امیر آزاد و همکاران، ۱۳۹۷). طبق نظرات خبرگان، ۲۰ مفهوم اصلی شرایط علی رفتارشناسی معامله‌گران در نظر گرفته شده‌اند. در نگاره (۲) تفاسیر مرتبط با این مقوله گزارش شده‌اند.

جدول (۲): شرایط علی رفتارشناسی معامله‌گران

توضیحات	مقوله
<p>طبق نظر خبرگان، تئوری دورنما (چشم انداز) به عنوان موضوعی برای درک چگونگی چارچوب اثر ریسک در رفتارهای اقتصادی معرفی شده و زمینه روانشناسی ریسک را گسترش می‌دهد. سه حوزه اصلی این تئوری به شرح زیر بررسی می‌شود:</p> <ul style="list-style-type: none"> - نگرش‌های ریسکی - حسابداری ذهنی - اطمینان بیش از حد <p>مبنای پیش فرض این تئوری بر این است که سرمایه‌گذاران یک نقطه مبنای فردی در مورد ریسک دارند و بیشتر اوقات آنها بر اساس نقطه مبنایی خود نسبت به ریسک حساسیت بیشتری نشان می‌دهند. نظریه دورنما به عنوان نظریه جایگزینی برای توصیف تصمیمات دارای ریسک، تلاشی است برای به‌یوغ کشیدن تخطی‌های مشاهده شده در دنیای واقعی از نظریه مطلوبیت نهایی، این نظریه فرآیند رفتار و تصمیم‌گیری را به دو فاز تفکیک می‌کند:</p> <ul style="list-style-type: none"> - فاز تصحیح: که در آن آنالیز اولیه مسئله انتخاب صورت می‌گیرد. - فاز ارزیابی: که در آن چشم‌اندازهای تصحیح شده ارزیابی می‌شوند و چشم‌انداز مطلوب انتخاب می‌شود. 	<p>اثر ریسک (نظریه دورنما)</p>
<p>طبق نظر خبرگان، رفتار مالی در دو سطح خرد و کلان تقسیم‌بندی می‌شود. مالی رفتاری خرد بر خلاف مدل‌های تصمیم‌گیری اقتصاد کلاسیک، تمایلات و سوگیری‌های سرمایه‌گذاران در سطح فردی را بررسی می‌کند. مالی رفتاری کلان خلاف قاعده‌های فرضیه بازار کارا را که مدل‌های رفتاری قادر به توضیح آن است، شناسایی و توصیف می‌کند و به بررسی رفتار افراد در تصمیمات اقتصادی می‌پردازد. از این رو، مالی رفتاری نه شاخه و یا مکملی برای مالی کلاسیک بلکه جایگزینی برای آن محسوب می‌شود و دانش مالیرفتاری مبتنی بر مفاهیم و مفروضات اساسی بنا شده است.</p>	<p>سطوح رفتار مالی</p>
<p>طبق نظر خبرگان، سرمایه‌گذاران در بازار کارا نمی‌توانند به سود غیرعادی و بالایی دست پیدا کنند و تنها راه آن خرید سهام با ریسک بالاتر است. به‌طور کلی نمی‌توان برای بازارها مطلقاً ویژگی کارا یا غیر کارا بیان نمود، بلکه می‌توان بازارها را بر اساس ترکیبی از این حالات تصور کرد که الزاماً تغییرات روزانه و اتفاقات با سرعت روی قیمت سهام تاثیر نگذارند. در واقعیت نمی‌توانیم صرفاً اطلاعات بازارهای مالی را عامل تعیین‌کننده قیمت سهام بدانیم بلکه اطلاع از</p>	<p>فرضیه بازار کارا</p>

<p>عوامل سیاسی و اجتماعی و همچنین نوع قضاوت سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات نیز از جمله موارد تاثیر گذار است.</p>	
<p>طبق نظر خبرگان، افشای اطلاعات به علت کم واکنشی سرمایه‌گذاران و توالی حرکت قیمت‌ها رخ می‌دهد و در نهایت این اثر در یک نقطه باید خاتمه یابد. در عین حال به علت اینرسی این حرکت ادامه می‌یابد و بیش واکنشی اتفاق می‌افتد. به همین علت در کنار راهبرد توالی در کوتاه مدت، راهبرد معکوس در بلندمدت راهکاری برای فائق آمدن بر بازار است.</p>	<p>پدیده بیش/کم واکنشی</p>
<p>طبق نظر خبرگان، عامل دیگر موثر بر رفتار معامله‌گران اطمینان بیش از حد و اطمینان کمتر از حد افراطی نسبت به بازار بورس می‌باشد که می‌تواند اکثریت معامله‌گران را دچار اشتباه رفتاری و ذهنی کند.</p>	<p>پدیده اطمینان بیش/کمتر از حد</p>
<p>طبق نظر خبرگان، آربیتراژ به موقعیتی اطلاق می‌شود که برگزیدن یک استراتژی سرمایه‌گذاری، بازده‌های بالاتری را بدون قبول هیچ ریسکی تضمین می‌کند. طبق نظر خبرگان، آربیتراژ آنقدر قدرتمند نیست تا همه قیمت‌ها را به ارزش‌های بنیادی‌شان رهنمود سازد. چنین واقعیتی درها را به سوی قیمت‌گذاری نادرست اوراق بهادار می‌گشاید. از این رو، طرفداران مالی رفتاری بیان می‌کنند که ارزش‌گذاری نادرست توسط روانشناسی سرمایه‌گذار بوجود می‌آید و از طرفی دیگر افراد در صددردصدها، به طور کامل منطقی نیستند و عقلانی رفتار نمی‌کنند. چنین پدیده‌ای در نوع نگرش سرمایه‌گذاران به ریسک و شیوه‌ای که سرمایه‌گذار با استفاده از آن احتمالات را ارزیابی می‌کنند نشان داده می‌شود.</p>	<p>پدیده آربیتراژ</p>
<p>طبق نظر خبرگان، یکی از عوامل موثر بر رفتار معامله‌گران تاثیر خبرهای خوب و بد بر بازار سرمایه می‌باشد. همیشه افراد سودجو در همه زمینه‌های اقتصادی سعی داشته‌اند تا با سوء استفاده از احساسات و هیجانات افراد دیگر به نفع خود بهره‌برداری کنند.</p>	<p>پدیده اخبار</p>
<p>طبق نظر خبرگان، یکی از عوامل موثر بر رفتار معامله‌گران تعصب بی‌جا می‌باشد. تعصب زیاد و افراطی از عواملی بوده است که در برخی از موارد باعث شده که یه نفر یا حتی یک جامعه به انحطاط و نابودی برود و از مسیر اصلی خود خارج بشود. وقتی که ذهن و فکر انسان بر روی یک مورد خاص اسیر تعصب شود، دیگر نقاط ضعف و کاستی‌های آن مورد توجه او قرار نمی‌گیرد و همین امر باعث می‌شود که دچار تصمیم‌گیری اشتباه شود.</p>	<p>پدیده تعصب</p>
<p>طبق نظر خبرگان، یکی از عوامل موثر بر رفتار معامله‌گران تفکر و دید مثبت می‌باشد. تفکر و دید مثبت همیشه در همه‌ی فعالیت‌ها برای انسان راه‌گشا و کاربردی بوده است. ذهن و فکر انسان اگر در شروع انجام کاری مثبت‌اندیش باشد</p>	<p>پدیده تفکر مثبت</p>

<p>باعث می شود که انگیزه کافی به شخص داده شود و همین انگیزه باعث می شود که شخص با برنامه ریزی دقیق تر به هدف نهایی خود دست یابد.</p>	
<p>طبق نظر خبرگان، یکی از عوامل موثر بر رفتار معامله گران صبر در بازار های مالی است.</p>	<p>پدیده صبر</p>
<p>طبق نظر خبرگان، یکی از عوامل موثر بر رفتار معامله گران رفتار گله ای می باشد. متأسفانه یک عادت غلطی که در اکثر رفتار سرمایه گذاران مشاهده می شود توده ای یا گله ای عمل کردن است. به این نحوه عملکرد، رفتار گله ای می گویند.</p>	<p>پدیده رفتار توده ای (گله ای)</p>
<p>طبق نظر خبرگان، یکی از عوامل اثر گذار بر رفتار معامله گران و حجم معاملات تعدد معاملات می باشد. خرید و فروش پی در پی یکی دیگر از خطراتی است که ذهن معامله گر را می تواند تخریب کند. بعضی از معامله گران به این امر عادت کرده اند که باید هر روز معامله کنند چه با ضرر و چه با سود.</p>	<p>پدیده اورتردینگ</p>
<p>طبق نظر خبرگان، یکی از عوامل موثر بر رفتار معامله گران پدیده هیجان که شامل استرس و پشیمانی می باشد. دو عاملی که می تواند به مرور زمان باعث خستگی فکری و ذهنی سرمایه گذار و دلزدگی از بازارهای مالی شود استرس و پشیمانی است.</p>	<p>پدیده هیجان</p>
<p>طبق نظر خبرگان، افراد با انجام مبادلات زیاد باعث کاهش بازدهی سرمایه گذاری های خود می شوند. به عبارت دیگر، اگر معاملات کمتری انجام می دادند، بازده بالاتری کسب می کردند. بخشی از این کاهش بازدهی را می توان به علت وجود هزینه معاملات دانست، ولی قسمتی از آن نیز به تصمیم گیری های ضعیف در انتخاب سهام مربوط می شود. برجسته ترین توضیح رفتاری که در مورد حجم مبادلات ارائه شده است، اعتماد بیش از حد است. به این ترتیب که افراد تصور می کنند اطلاعاتی که دارند آنقدر درست و دقیق است که بر اساس آن اقدام به معامله می کنند و این در حالی است که در عمل، اطلاعات آن ضعیف تر از آن است که این اقدام آنها را پشتیبانی کند.</p>	<p>حجم مبادلات</p>
<p>طبق نظر خبرگان، جای هیچ شکی نیست که جهت گیری رفتاری قادر نیست که بسیاری از فعالیت های بازار را تشریح کند. با این حال، بزرگترین عامل مالی رفتاری، کمبود اطلاعات است و از آنجا که بازارهای مالی با پیچیدگی های فراوانی روبرو هستند، هیچکس نمی تواند همه عوامل مرتبطی را که توصیف کننده این فعالیت ها باشند، شناسایی کند چه برسد به اینکه عواملی که یک پیش بینی صحیح را به دست می دهند کمی سازی نمایند. افزون بر این سرمایه گذاران مختلف اطلاعات متفاوتی دارند و در نتیجه عکس العمل متفاوتی به اطلاعات</p>	<p>کمبود اطلاعات</p>

<p>نشان می دهند.</p> <p>طبق نظر خبرگان، ویژگی های رفتاری که بر فرآیند تصمیم گیری و رفتار افراد موثرند، سوگیری های رفتاری نامیده می شوند. درک صحیح سوگیری های رفتاری، نحوه و میزان تاثیر آن بر عملکرد و رفتار سرمایه گذاران، می تواند بر تصمیماتی که سرمایه گذار در مورد فروش، نگهدای و یا ورود به موقعیت های جدید سرمایه گذار دارند، تا حد زیادی تاثیرگذار باشد. شناخت این نوع سوگیری ها از آن جهت حائز اهمیت است که به درک بهتر عملکرد و رفتار سرمایه گذاران، بدون ایجاد تورش در ارزیابی، کمک می کند و در نتیجه سرمایه گذاران می توانند آنچه را عمل می کنند به روشنی و بدون جهت گیری های رفتاری مشاهده کنند و در صورت لزوم استراتژی های معاملاتی خود را مورد بازبینی و اصلاح قرار دهند.</p> <p>چهار تیپ رفتاری برای سرمایه گذاران بصورت زیر معرفی شده است:</p> <ul style="list-style-type: none"> - سرمایه گذار تغییر گریز - سرمایه گذار دنباله رو - سرمایه گذار مستقل - سرمایه گذار انباشته گر 	<p>سوگیری های رفتاری</p>
<p>طبق نظر خبرگان، طرفداران مالی رفتاری اعتقاد راسخی دارند که آگاهی از تمایلات روانشناختی در عرصه تصمیمات مالی، کاملا ضروری و نیازمند توسعه جدی دامنه مطالعاتی است و برای کسانی که نقش روانشناسی در دانش مالی را به عنوان عاملی اثرگذار بر شرکت ها و اتخاذ تصمیمات مالی بدیهی می دانند، قبول وجود تردید در مورد اعتبار مالی رفتاری دشوار است. توجه اصلی این رویکرد، به موضوعاتی نظیر ادراک، حل مسئله از طریق شهود، تصمیم گیری و فهم است. این تورش ها شامل:</p> <ul style="list-style-type: none"> - ناهماهنگی شناختی - سوگیری گذشته نگر - سوگیری باورگرایی - سوگیری نماگری - سوگیری ابهام گریزی - سوگیری توان پنداری - سوگیری خوداسنادی - سوگیری دسترسی به اطلاعات - سوگیری دسترس پذیری 	<p>سوگیری های شناختی</p>

<ul style="list-style-type: none"> - سوگیری قابلیت یادآوری - سوگیری همانند گرایی - سوگیری چارچوب گذاری - سوگیری توهم کنترل - سوگیری رفتارهای مکاشفه ای 	
<p>طبق نظر خبرگان، به طور کلی شاخص بورس نمایانگر وضعیت کلی بازار در یک مقطع مشخص می باشد. زمانی که شاخص به شدت ریزشی و منفی است و هر روز عدد های بالای منفی و قرمز را در مقابل دیدگان فعالین بازار قرار می دهد خود به خود این دستور را به ذهن افراد صادر می کند که سرمایه شما در حال از بین رفتن است و بیشتر از این هم جای افت قیمت ها وجود دارد پس معامله گران، مخصوصا افراد کم تجربه از یک جایی به بعد دست به معاملات هیجانی و فروختن سهام خود با ضرر های زیاد می زنند که این خود به بیشتر منفی شدن کلیت بازار و خروج نقدینگی از آن شدت بیشتری می بخشد. اما در زمانی که شاخص کل مثبت و رو به بالا است درست بر عکس مطالب بالا اتفاق می افتد یعنی اکثر فعالین بازار نه تنها سهام قبلی خود را نگهداری می کنند و نمی فروشند بلکه نقدینگی جدید جهت خرید نیز اضافه می کنند که این خود باعث مثبت شدن و افزایش قیمت ها در آن مدت زمان می باشند.</p>	شاخص بورس
<p>طبق نظر خبرگان، یکی از عوامل موثر بر رفتار معامله گران، تدوین استراتژی معامله گری است. در تاریخ بشریت افرادی که به جایگاه بالایی رسیده اند افرادی بوده اند که برای رسیدن به اهداف خود برنامه و استراتژی منظم داشته اند. ذهن و فکر انسان زمانی که دچار سردرگمی می شود بیشتر بر اساس هیجانات و احساسات رفتار می کند اما زمانی که از قبل برنامه ریزی شده باشد مسیر راه برای آن مشخص شده باشد، منطقی عمل کرده و خروجی عملکرد آن همان چیزی می شود که انسان انتظار دارد. بازارهای مالی و بورس ایران نیز از این قاعده مستثنی نیست و اتفاقا اهمیت این موضوع در این بازارها دوچندان است. معامله گری که قبل از خرید یک سهم و درگیر کردن سرمایه خود، آن را مورد تحلیل و بررسی همه جانبه قرار داده و مسیر را تا رسیدن به اهداف قیمتی، برای خود ترسیم کرده است هیچ وقت اسیر هیجانات و استرس نمی شود و در هر شرایطی از بازار، برای خود راهکاری دارد که بر اساس آن عمل می کند.</p>	استراتژی معامله گری
<p>طبق نظر خبرگان، یکی از عوامل موثر بر رفتار معامله گران ترس و طمع می باشد. موردی که عاملی است که ذهن و فکر انسان در اکثر مواقع به طور ناخود آگاه مغلوب آن بوده است.</p>	ترس و طمع

شرایط مداخله‌گر: شرایط مداخله‌گر، شرایط ساختاری‌اند که به پدیده‌ها تعلق دارند و بر راهبردهای کنش و واکنش اثر می‌گذارند. آن‌ها راهبردها را در درون زمینه خاصی سهولت می‌بخشند یا آن‌ها را محدود و مقید می‌کند.

جدول (۴): شرایط مداخله‌گر رفتارشناسی معامله‌گران

مقوله	توضیحات
تجزیه سهم	طبق نظر خبرگان، مطلقاً تجزیه سهام یک شرکت نباید اثری بر ارزش شرکت بگذارد. لیکن شواهد و مطالعات متعدد حاکی از آن است که تجزیه سهام یک شرکت موجب افزایش قیمت سهام هم قبل و هم بعد از انتشار اعلامیه تجزیه سهم می‌گردد.
بازده و سود نقدی	طبق نظر خبرگان، سهام با بازده نقدی و یا سود نقدی بالا دارای عملکرد بالاتر و مناسب‌تر از میانگین بازار بوده و این اثر در شرکت‌های کوچک به دلیل اینکه این شرکت‌ها سود نقدی بالاتری جهت جبران ریسک اندازه خود پرداخت می‌نمایند بیشتر به چشم می‌خورد و در نهایت آن شرکت‌ها عموماً عملکرد بهتری نسبت به شرکت‌های بزرگ‌تر از خود نشان دهند.
معاملات محرمانه	طبق نظر خبرگان، افرادی که دارای اطلاعات محرمانه هستند، اغلب با توجه به این اثر، بازده‌های بالاتری کسب نموده و می‌توانند حتی تغییرات قیمت سهام را نیز پیش‌بینی نمایند.
تاخیر درافشاء سودآوری	طبق نظر خبرگان، شرکت‌هایی که گزارش سودهای خود را نسبت به سایر شرکت‌ها با تاخیر ارائه می‌دهند، در دوره‌های زمانی قبل از ارائه گزارش با بازده‌های منفی مواجه می‌شوند. هر چند از نظر سودآوری تغییرات عمده‌ای در شرکت صورت نپذیرفته است.
واکنش بیش / کمتر از حد بازار	طبق نظر خبرگان، در بازار سهام واکنش بیش از حد سهامداران به اخبار جدید از جمله اعلام سودهای آتی بسیار به چشم می‌خورد و معمولاً قیمت سهام پس از تجربه یک افزایش یا کاهش شدید، در جهت عکس حرکت می‌کند که این پدیده را اثر معکوس گویند. از طرفی دیگر، حالتی که در آن بازار و تحلیلگران عکس‌العمل کمتری نسبت به انتشار اعلامیه و اخبار مختلف در خود نشان می‌دهند که این پدیده اثر مستقیم نامیده می‌شود.
چرخش سیاسی	طبق نظر خبرگان، معمولاً در سال نخست و سال پایانی دوره اجرائی یک دولت بازارهای مالی بازده‌های غیرعادی بالاتری به سایر سال‌های تجربه می‌کنند. بر این اساس، سرمایه‌گذاران با اتخاذ تصمیم به موقع زمان خرید و فروش خود را با این زمان تنظیم می‌کنند.
چرخش انتخاباتی	طبق نظر خبرگان، انتخابات به عنوان مهم‌ترین رویداد سیاسی یک کشور است

<p>که تحت عنوان سیکل های تجاری سیاسی است. از این رو بازارهای مالی به خصوص بازار سرمایه در ایران با مسائل سیاسی ارتباطی مستقیم دارد و بازار سرمایه کشور نیز به عنوان حرارت سنج اقتصاد کشور می تواند نمونه بسیار خوبی برای بررسی تاثیر تحولات سیاسی بر اقتصاد باشد.</p>	
<p>طبق نظر خبرگان، مدت ها است که روانشناسان به تاثیر شرایط آب و هوایی بر روحیه، خلق و خوی و حالات افراد پی برده اند. بطور کلی تغییر خلق و خوی سرمایه گذاران ممکن است به دما و تغییر شرایط آب و هوایی مربوط باشد و شرایط گوناگون وضع آب و هوا بر روحیه افراد اثر مستقیمی می گذارد.</p>	<p>چرخش آب و هوایی</p>

شرایط زمینه‌ای: شرایط زمینه‌ای، مجموعه خاصی از شرایط است که در یک‌زمان و مکان خاص جمع می‌شوند تا مجموعه اوضاع، احوال یا مسائلی را به وجود آورند که اشخاص با عمل خود به آن‌ها پاسخ می‌دهند (امیر آزاد و همکاران، ۱۳۹۷). بر اساس مصاحبه‌های انجام‌شده، رفتارشناسی معامله گران از مقوله‌های زیر به‌عنوان شرایط زمینه‌ای تأثیر می‌گیرد. این شرایط در نگاره (۵) توضیح داده‌شده‌اند.

جدول (۵): شرایط زمینه ای رفتارشناسی معامله گران

توضیحات	مقوله
<p>طبق نظریه های مالی رفتاری، سرمایه گذاران تناقض ها را به معرض نمایش می گذارند و اغلب نگرش های متضادی درباره ریسک مالی دارند. از این رو طبق نظر خبرگان شناخت نگرش های مربوط به ریسک توسط معامله گران شرایط زمینه ای رفتارشناسی آن ها را فراهم می آورد.</p>	<p>نگرش های ریسک</p>
<p>طبق نظر خبرگان، اکثر سرمایه گذارانی که در چند سال اخیر معاملات را انجام داده اند، آن سهم مورد معامله از طریق اطلاعات رد و بدل شده و ارتباطات موجود بین سرمایه گذاران را می توان شناسایی نمود.</p>	<p>تعاملات اجتماعی</p>
<p>طبق نظر خبرگان چرخه های بیوریتمی معامله گران شرایط زمینه ای رفتارشناسی را فراهم می آورد. هدف از ترسیم چرخه های بیوریتم تعیین و محاسبه چرخه های ریتمی افراد، تعیین تاثیر ریتم ها بر حالت فردی، محاسبه روزهای بهینه و بحرانی، اجرای بهینه فعالیتها، عدم اجرای برخی فعالیت هادر اوقات بحرانی و پیش بینی زمانهای ضعف و قدرت است.</p>	<p>چرخه های بیوریتمی</p>
<p>طبق نظر خبرگان فرهنگ عمومی شهروندان به عنوان مجموعه ای منسجم از باورها و ارزش های مشترک، بر رفتار و اندیشه افراد اثر می گذارد و می توان نقطه شروعی برای حرکت و پویایی و یا مانعی در راه پیشرفت به شمار آید. فرهنگ عمومی افراد از اساسی ترین زمینه های تغییر و تحول است و نظر به</p>	<p>فرهنگ عمومی کشور</p>

اینکه برنامه‌های جدید تحول بیشتر به تحول بنیادی و اتخاذ تصمیمات بهینه نگاه می‌کند.

راهبردها: راهبردها مبتنی بر کنش‌ها و واکنش‌هایی برای کنترل، اداره و برخورد با پدیده مدنظرند. راهبردها مقصود دارند، دارای دلیل‌اند و هدفمند صورت می‌گیرند. خبرگان و مصاحبه‌شوندگان معتقد بودند مقوله‌های زیر راهبردهای مرتبط رفتارشناسی معامله‌گران در نظر گرفته می‌شوند. این مفاهیم و مقوله‌ها در نگاره (۶) توضیح داده شوند.

جدول (۶): راهبردهای رفتارشناسی معامله‌گران

مقوله	توضیحات
آموزش مقوله تحلیل بنیادی	طبق نظر خبرگان، آموزش و تسلط معامله‌گران به تحلیل بنیادی یکی از راهبردهای رفتارشناسی معامله‌گران در بازارهای مالی از جمله بازار بورس ایران می‌باشد.
آموزش مقوله تحلیل تکنیکال	طبق نظر خبرگان، آموزش و تسلط معامله‌گران به تحلیل تکنیکال یکی از راهبردهای رفتارشناسی معامله‌گران در بازارهای مالی از جمله بازار بورس ایران می‌باشد.
شناخت رفتاری کلیت بازار	طبق نظر خبرگان، شناخت رفتاری چارچوب بازار توسط معامله‌گران یکی از راهبردهای رفتارشناسی معامله‌گران در بازارهای مالی از جمله بازار بورس ایران می‌باشد. این عامل تا حدی از بروز خطای رفتاری معامله‌گران در زمان معامله جلوگیری می‌نماید. زیرا جامعه بورسی، متشکل از همین افراد و معامله‌گران است و رفتار و عملکرد آنها باعث جهت‌گیری رفتار کلیت بازار سرمایه بوده و با تصحیح رفتارهای هیجانی و کنترل آن می‌توان به اصلاح و عمق بخشیدن به کلیت بازار سرمایه امید داشت.
شناخت روانشناسی کلیت بازار	طبق نظر خبرگان، شناخت روانشناسی چارچوب بازار توسط معامله‌گران یکی از راهبردهای رفتارشناسی معامله‌گران در بازارهای مالی از جمله بازار بورس ایران می‌باشد. این عامل تا حدی از بروز خطای روانشناختی معامله‌گران در زمان معامله جلوگیری می‌نماید.
تجربه فردی	طبق نظر خبرگان، وجود تجربه فردی معامله‌گران یکی از راهبردهای رفتارشناسی معامله‌گران در بازارهای مالی از جمله بازار بورس ایران می‌باشد. این عامل تا حدی از بروز خطای فردی معامله‌گران در زمان معامله جلوگیری می‌نماید.

پیامدها: پیامدها نتایج هستند که بر اثر راهبردها و شکل‌گیری مقوله اصلی ایجاد می‌شوند. پیامدها و نتایج حاصل کنش‌ها و واکنش‌ها هستند. در نظر خبرگان، مقوله‌های نگاره (۷) پیامدهای مرتبط با رفتارشناسی معامله‌گران هستند.

جدول (۷): پیامدهای رفتارشناسی معامله‌گران

مقوله	توضیحات
افزایش اعتماد اجتماعی	طبق نظر خبرگان، اعتماد یکی از عناصر کلیدی در توسعه‌ی عناصر اجتماعی است. همچنین اعتماد اجتماعی (اعتماد عمومی) برای شرکت‌ها، به‌مثابه سرمایه‌ی اجتماعی است. اتخاذ تصمیمات بهینه، تا حد زیادی وابسته به میزان برخورداری شرکت از این سرمایه است.
رشد و توسعه بازار سرمایه	شرکت‌ها به‌طور مستمر برای بقا و رشد خود با چالش مواجه‌اند و ورود موفق به بازار و رقابت را با عدم اطمینان بالایی همراه می‌کند و محدودیت‌های مختلفی به وجود می‌آورد. از این رو تعداد زیادی از شرکت‌ها مخصوصاً شرکت‌های جدید پس از ورود، بازار را زود ترک می‌کنند، بنابراین در بعضی از صنایع یا مناطق تنها تعداد کمی از تازه‌واردها بقا می‌یابند، لذا تا زمانی که تصمیمات بهینه درباره‌ی فرایندهای رشد شرکت‌های جدید بهبود نیابد موفقیت و شکست شرکت‌ها نیز مسئله‌ی مبهمی خواهد بود. بنگاه‌های صنعتی با ایجاد تولید در کشور، می‌توانند به متناسب شدن عرضه و تقاضای کل کمک کنند، ولی توجه به این نکته ضروری است که ایجاد شرکت‌های صنعتی به‌تنهایی کافی نیست، بلکه حفظ آن‌ها بر اساس اتخاذ تصمیمات اساسی و شناخت عواملی که باعث توقف آن‌ها می‌شود نیز مهم است.
رشد و توسعه مالی	توسعه مالی به نظام‌های مالی کارا اطلاق می‌شود. نظام‌های مالی با کارکردهای کسب اطلاعات در مورد فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نظارت بر سرمایه‌گذاری‌های انجام‌شده، توزیع ریسک، تجمیع پس‌اندازهای و همچنین، تسهیل مبادله کالاها و خدمات باعث کاهش هزینه‌های معاملاتی و بهبود تخصیص منابع و درنهایت رشد اقتصادی می‌شوند. این امر با اتخاذ تصمیمات حسابداری مالی و حسابداری مدیریت محقق می‌یابد.

الگوی رفتارشناسی معامله‌گران در شکل (۱) طراحی شده است:

مقوله اصلی: «رفتارشناسی معامله‌گران»



شکل (۱): الگوی تجویزی رفتارشناسی معامله‌گران

نتیجه‌گیری

هدف این پژوهش طراحی الگوی رفتارشناسی معامله‌گران (شرایط علی، مداخله‌گر و زمینه‌ای؛ راهبردها و پیامدها) است. در پژوهش‌های اخیر انجام شده از جمله رسول و همکاران (۲۰۲۱) و واندر و باریوس (۲۰۲۰) ارتباط بین سواد مالی و سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران محرز شده است. همچنین نتایج پژوهش‌ها نشان داده است که سلامت جسمی و روانی در احساسات اقتصادی سرمایه‌گذاران تاثیر دارد و این امر اثر مستقیمی بر انجام معامله می‌گذارد. نتایج حاصل از پژوهش پیشه رو نشان دادن مهم‌ترین شرایط علی که موجب شناخت رفتاری معامله‌گران می‌شوند، به ترتیب عبارت است از: اثر ریسک (نظریه دورنما)، سطوح رفتار مالی، فرضیه بازار کارا، پدیده بیش/کم واکنشی، پدیده اطمینان بیش/کمتر از حد، پدیده آربیتراژ، پدیده اخبار، پدیده تعصب، پدیده تفکر مثبت، پدیده صبر، پدیده رفتار توده‌ای (گله‌ای)، پدیده اورتردینگ، پدیده هیجان، حجم مبادلات، کمبود اطلاعات، سوگیری‌های رفتاری، سوگیری‌های شناختی، شاخص بورس، استراتژی معامله‌گری و ترس و طمع. همچنین طبق نظر خبرگان، تجزیه سهم، بازده و سود نقدی، معاملات محرمانه، تاخیر درافشاء سودآوری، واکنش بیش/کمتر از حد بازار، چرخش سیاسی، چرخش انتخاباتی و چرخش آب و هوایی نیز عوامل مداخله‌ای برای رفتارشناسی مالی در نظر گرفته می‌شوند. علاوه بر این شرایط ذکر شده، طبق نظر مصاحبه‌شوندگان، شرایطی نیز به‌عنوان شرایط زمینه‌ای برای رفتارشناسی معامله‌گران بیان کرده‌اند؛ این شرایط عبارت است از نگرش‌های ریسک، تعاملات اجتماعی، چرخه‌های بیوریتمی و فرهنگ عمومی. یافته‌های این پژوهش نشان دادند برای رفتارشناسی معامله‌گران، راهبردهایی مانند آموزش مقوله تحلیل بنیادی، آموزش مقوله تحلیل تکنیکال، شناخت رفتاری کلیت بازار، شناخت روانشناسی کلیت بازار و تجربه فردی برای رفتارشناسی معامله‌گران اتخاذ می‌شود. درنهایت الگوی منسجم نشان داد رفتارشناسی معامله‌گران پیامدهایی از قبیل افزایش اعتماد اجتماعی، رشد و توسعه بازار سرمایه و رشد و توسعه مالی را در پی دارد.

پیشنهاد کلی درباره یافته‌های پژوهش این است که معامله‌گران طبق نظر خبرگان در قالب الگوی منسجم رفتارشناسی معامله‌گران باید شرایط علی، زمینه‌ای، مداخله‌گر، راهبردها و پیامدهای شناسایی شده را در دستور خود قرار دهند تا منجر به ایجاد یک پرتفوی بهینه و اتخاذ رفتار منطقی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی کشور بخصوص در بازار سرمایه گردد. با انجام هر پژوهش، راه به‌سوی مسیری جدیدی باز می‌شود و ادامه راه، مستلزم انجام پژوهش‌های دیگری است؛ بنابراین، در پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود نقش نوروساینس در رفتارشناسی معامله‌گران در شرایط و صنایع متفاوت مبتنی بر تئوری‌های علوم مغذشناسی و علوم تجربی انجام گردد.

فهرست منابع

۱. ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۸)، به بررسی تاثیر ویژگی های شخصیتی سرمایه گذاران بر عملکرد سرمایه گذاری با نقش میانجی سوگیری های مکاشفه ای پرداخته و به این نتیجه دست یافتند که بین ویژگی های شخصیتی و سوگیری های مکاشفه ای رابطه مثبتی وجود دارد.
۲. ابراهیمی. عباس لیفشاکرد. پاکیزه. کامران و رئیسی فر. کامیار، (۱۳۹۸)، بررسی تاثیر ویژگی‌های شخصیتی سرمایه گذاران بر عملکرد سرمایه گذاری با نقش میانجی سوگیری‌های مکاشفه ای، سال دوازدهم، شماره ۴۲، ۱۰۷-۱۲۸.
۳. ابوالمعالی. خدیجه، (۱۳۹۱)، پژوهش کیفی: از نظریه تا عمل، تهران، انتشارات علم.
۴. امیر آزاد. میرحافظ، برادران حسن زاده. رسول، محمدی. احمد و تقی زاده. هوشنگ، (۱۳۹۷)، مدل جامع عوامل موثر بر کیفیت گزارشگری مالی در ایران به روش نظریه‌پردازی زمینه بنیان، پژوهش های حسابداری مالی، دوره ۱۰، شماره ۴، ۲۱۰-۲۴۲.
۵. پناهی. علی و حبیبی راد. امین، (۲۰۲۰)، بررسی تطبیقی رابطه بین شلخص بورس و حجم جستجو به منظور شناسایی الگوی رفتاری معامله گران بازار بورس، پژوهش های راهبردی بودجه و مالی، سال ۲، شماره ۱، ۱۴۱-۱۶۹.
۶. دادار. ام البنین و جعفری. سیده محبوبه، (۱۳۹۹)، بررسی تاثیر رفتار احساسی سرمایه گذاران و سهام شناور آزاد بر بازدهی در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از ردوش گشتاورهای تعمیم یافته، دانش سرمایه گذاری، سال نهم، شماره ۳۴، ۳۱۷-۳۳۱.
۷. عاطفی فر. علیرضا و سلیمانی بشلی. علی، (۱۳۹۸)، رفتارشناسی مالی، انتشارات آیلار.
8. Anderson, A., Henker, J., and Owen, S. (2005). Limit Order Trading Behavior and Individual Investor Performance. *The Journal of Behavioral Finance*, 6 (2), 71-89.
9. Aziz.B & Abdolah khan. M, (2016), Behavioral factors influencing individual investor's investment decision and performance, Evidence from Pakistan Stock Exchange, *International Journal of Research in Finance and Marketing (IJRFM)*, Vol6, 74-86.
10. DeZoort. F and Steven E. Salterio (2001) The Effects of Corporate Governance Experience and Financial-Reporting and Audit Knowledge on Audit Committee Members' Judgments. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*: September 2001, Vol. 20, No. 2, pp. 31-47.
11. Doojin, R. Kim, H & Yang, H (2017). "Investor sentiment, trading behavior and stock Returns". *Journal of Economics Letters*. Volume 24,

2017 - Issue 12

12. Gopalan, Radhakrishnan. Kadan, Ohad & Pevzner, Mikhail (2009). Asset Liquidity and Stock Liquidity. www.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1362073.
13. Kafayat, A. (2014). "Interrelationship of biases: effect investment decisions ultimately." *Theoretical and Applied Economics* 18(6 (595)): 85-110.
14. Ngoc, L. T. B. (2013). "Behavior Pattern of Individual Investors in Stock Market." *International Journal of Business and Management* 9(1): p1.
15. Oh, N. Y., et al. (2008). "Investors' trading behavior and performance: online versus non online equity trading in Korea." *Pacific-Basin Finance Journal* 16(1): 26-43.
16. Pompian, M. (2006). *Behavioral finance and wealth management: How to build optimal portfolios that account for investor biases*. John Wiley and Sons, Inc.
17. Rae R., Falah Pour S. (2004). *Behavioral Finance: A Different Approach of Behavioral Finance Area*. Financial Researches Press. 18: 78-106.
18. Rae, R., & Talangi, A. (2004). *Advanced Investment management*. Tehran: The Organization for Researching and Composing University Textbooks in the Humanities (SAMT).
19. Rasool. N , Ullah. S, (2021), Financial literacy and behavioural biases of individual investors: empirical evidence of Pakistan stock exchange, *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, Vol. 25 No. 50, pp. 261-278.
20. Rizzi, J.V. (2008). Behavioral basis of the financial crisis. *Journal of Applied Finance*. 18 (2): 84-96.
21. vander Wielen, W., & Barrios, S. (2020). Economic sentiment during the COVID pandemic: Evidence from search behaviour in the EU. *Journal of Economics and Business*, 105970.
22. Waweru, N., M., Munyoki, E., and Uliana, E. (2008). The effects of behavioral factors in investment decision-making: a survey of institutional investors operating at the Nairobi Stock Exchange. *International Journal*.