



Shahid Bahonar  
University of Kerman



Iranian E-Commerce Scientific  
Association

## Designing A Risk-Taking Capacity Model of Individual Investors Using Grounded Theory

*Seyed Najibollah Shanaei*<sup>1b\*</sup>

*Ali Zabihi*<sup>1b\*\*</sup>

*Mohammadreza Shorvarzi*<sup>1b\*\*\*</sup>

### Abstract

**Objective:** Due to the expansion of the capital market in the past years and the people's unique acceptance of this market, behavioral financial studies of individual investors have become more important. The complexity of the decision-making process has caused any decision to be influenced by the Attributes of each investor. Risk-taking capacity is one of the most important components that is a function of the decision maker's Attributes. This study seeks to empirically identify the factors affecting the risk-taking capacity of investors. So far, few researches have been done regarding the risk-taking capacity of individual investors in the capital market, and there is little information about the behavior of investors in this field. Therefore, there is a significant gap in this field and this study helps to fill this gap in the literature by identifying the factors affecting the risk-taking capacity of individual investors. We in this study aimed to find, what determines how much risk investors take in the capital market? Went on this way that Using the opinions of experts, present the risk-taking capacity of investors in Iran's capital market of the grounded theory approach.

**Method:** The personality trait criterion consists of five specific personality attributes, including agreeableness, conscientiousness, neuroticism (emotional instability), extraversion, and openness to experience. In this study, we used a quasi-experimental design and a post-event approach. To test the hypotheses, we used a structural equations model (version 3 of Smart PLS software).

**Results:** In this process, 52 concepts and 29 open codes were created and were grouped in the main 6 axes of the grounded theory. Based on the analysis of the questionnaire data, due to the lack of software distribution, the research model was tested and confirmed by the partial least squares method with the help of SmartPLS version 2 software.

All the interviewees, equivalent to 100, have mentioned the five variables including the personality of the investor, the company situation, the conditions of the micro and macro economy, the Investor's knowledge status and the technical analysis of stocks and markets. Also, the category of investor personality, in addition to the number of repetitions of the codes, in terms of generality and comprehensiveness among the respondents, was also a priority,

Journal of Development and Capital, Vol. 8, No. 2, pp. 247-269

\* Ph.D. Candidate of Accounting, Sari Branch, Islamic Azad University, Sari, Iran. **Email:** shanaei@ymail.com

\*\* **Corresponding Author**, Assistant Professor of Accounting, Sari Branch, Islamic Azad University, Sari, Iran.

**Email:** zabihi@iausari.ac.ir

\*\*\* Associate Professor of Accounting, Neyshabur Branch, Islamic Azad University, Neyshabur, Iran.

**Email:** mh.shorvarzi@iau-neyshabur.ac.ir

**Submitted:** 24 June 2023 **Revised:** 11 August 2023 **Accepted:** 14 August 2023 **Published:** 22 August 2023

**Publisher:** Faculty of Management & Economics, Shahid Bahonar University of Kerman.

**DOI:** 10.22103/jdc.2023.21763.1404

©The Author(s).



which shows the importance of this category. The categories of attributes of online transactions (including ease of access and lack of restrictions) with 5 repetition codes and social conditions (including the concepts of the impact of social welfare, social security, social responsibility, ethnicity and geographical region) with 7 repetition codes had the lowest percentage of frequency and generality.

**Conclusion:** The analysis of the collected data in terms of frequency indicates that the categories of investor personality (including investor's emotional biases and investor's cognitive biases) with the number of 162 repetitions of the code is ranked first, company situation (including liquidity situation, industry situation, company efficiency, company profitability, structural condition and company size) with the number of codes 119 is ranked second, micro and macro economic conditions with the number of codes 78 is ranked third, the situation of investor knowledge (including the three concepts of having investment knowledge, having financial literacy and having the knowledge of reading stock charts) ranked fourth with 73 codes and technical analysis of stocks and markets ranked fifth with 70 codes.

Finally, the paradigm model was categorized into 6 main dimensions of causal conditions, intervening, contextual, central phenomenon, strategies and consequences.

The most important influencing factors in each dimension on the risk-taking capacity of individual investors were determined as follows:

- 1- In the dimension of causal conditions, in the order of a) variable of investment knowledge of the investor b) trust of investors to the market c) having financial literacy d) Being aware of market psychology.
- 2- In the dimension of intervening conditions, a) the variables of job and expertise and the amount of income of the investor and b) the variable of self-management of the investor.
- 3- Next, the background conditions, a) variables: exchange rate, inflation rate, bank interest rate and deposit interest rate, b) global price variables and the occurrence of wars in the world and c) attention to political conditions and the effects of sanctions.
- 4- In the dimension of the central phenomenon, a) variable of technical analysis of the whole market, b) technical analysis of stocks and c) knowledge of fundamental analysis.
- 5- In terms of strategies a) determining the strategy in the three axes of analytical strategy, time strategy and investment resources strategy, b) simultaneous use of fundamental variables and technical models and charts to predict the future, c) the ability to predict the future and readiness to face it and d) having the power of patience and tolerance to create change and achieve results.
- 6- In terms of consequences, a) choosing the optimal portfolio, including choosing the best companies in the best industries, b) choosing a portfolio (basket) of stocks with a P/E lower than the market P/E, and c) determining the return expected by the investor.

**Keywords:** *Behavioral Finance, Risk-Taking Capacity, Individual Investors, Grounded Theory.*

**JEL Classification:** C83, D10, D12, D69.

**Paper Type:** *Research Paper.*

**Citation:** Shanaei, S.N., Zabihi, A., & Shorvarzi, M. (2023). Designing a risk-taking capacity model of individual investors Using Grounded Theory. *Journal of Development and Capital*, 8(2), 247-269 [In Persian].



پنجمین علم‌تجارت کنفرانس ایران

# مجله توسعه و سرمایه

شماره پیاپی: ۲۴۲۸-۲۰۰۸ شماره کتبی: ۳۶۰۶-۲۴۴۵

Homepage: <https://jdc.uk.ac.ir>



دانشگاه شهید باهنر کرمان

## طراحی الگوی ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی با رویکرد داده‌بنیاد

سیدنجیب‌اله شنائی<sup>۱\*</sup>

علی ذیحجی<sup>۱\*\*</sup>

محمدرضا شورورزی<sup>۱\*\*\*</sup>

### چکیده

هدف: هدف این پژوهش ارائه نظریه ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی حاضر در بازار سرمایه ایران با رویکرد داده‌بنیاد است.

روش: تحقیق حاضر از نظر نوع روش، تحقیق آمیخته محسوب می‌گردد. به منظور گردآوری داده‌ها در بخش کیفی از مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته استفاده شد، سپس داده‌های کیفی از طریق بررسی پیمایشی تحقیق کامل گردید و در مرحله دوم داده‌های کمی گردآوری و مورد تحلیل قرار گرفت. به منظور مدل‌سازی از نسخه اشتراوس و کوربین در رویکرد داده‌بنیاد استفاده شد. برای سنجش روایی از روایی محتوا، واگرا و همگرا و برای پایایی از روش آلفای کرونباخ استفاده شده و همگی تأیید شدند.

یافته‌ها: در این فرایند، ۵۲ مفهوم و ۲۹ مقوله ایجاد شده و در غالب ۶ محور تئوری داده‌بنیاد گروه‌بندی شدند. در بخش اعتبارسنجی کمی مدل، از روش مدل‌سازی معادلات ساختاری استفاده شد. بر اساس تحلیل داده‌های پرسش‌نامه، با توجه به عدم نرمال بودن توزیع داده‌ها، از روش حداقل مربعات جزئی به کمک نرم‌افزار اسمارت پی‌ال‌اس نسخه ۲، مدل تحقیق آزمون شده و مورد تأیید قرار گرفت.

نتیجه‌گیری: نتایج تحقیق نشان داد مقوله دانش سرمایه‌گذاری در بعد شرایط علی، مقوله شغل و تخصص و میزان درآمد فرد سرمایه‌گذار در بعد شرایط مداخله‌گر، متغیرهای نرخ ارز، نرخ تورم، نرخ بهره بانکی، نرخ سود سپرده در بعد شرایط زمینه‌ای، توانایی اندازه‌گیری ارزش آتی سهام در بعد پدیده‌محوری، تعیین استراتژی سرمایه‌گذار در بعد راهبردها و انتخاب سبد سهام دارای P/E کمتر از P/E بازار در بعد پیامدها به عنوان تأثیرگذارترین متغیرها بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی تعیین شدند. **واژه‌های کلیدی:** مالی رفتاری، ظرفیت ریسک‌پذیری، آینده‌پژوهی فردی، سرمایه‌گذاران حقیقی، نظریه داده‌بنیاد.

نوع مقاله: پژوهشی.

طبقه‌بندی JEL: C83, D10, D12, D69.

**استناد:** شنائی، سیدنجیب‌اله؛ ذیحجی، علی و شورورزی، محمدرضا (۱۴۰۲). طراحی الگوی ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی با رویکرد داده‌بنیاد. *مجله توسعه و سرمایه*، ۸(۲)، ۲۴۷-۲۶۹.

مجله توسعه و سرمایه، دوره هشتم، ش ۲، صص. ۲۴۷-۲۶۹

\* دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد ساری، دانشگاه آزاد اسلامی، ساری، ایران. **ایانامه:** shanaei@ymail.com

\*\* نویسنده مسئول، استادیار گروه حسابداری، واحد ساری، دانشگاه آزاد اسلامی، ساری، ایران. **ایانامه:** zabih@iausari.ac.ir

\*\*\* دانشیار گروه حسابداری، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران. **ایانامه:** mh.shorvarzi@iau-neyshabur.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۴/۳۰ تاریخ بازنگری: ۱۴۰۲/۵/۲۰ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۵/۲۳ تاریخ انتشار برخط: ۱۴۰۲/۵/۳۱

ناشر: دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان.

DOI: 10.22103/jdc.2023.21763.1404

©The Author(s).



## مقدمه

برای دهه‌ها، روان‌شناسان و جامعه‌شناسان از تئوری‌های اصلی مالی و اقتصاد عقب‌نشینی کرده‌اند و این گونه استدلال می‌کنند که انسان‌ها بازیگران منطقی حداکثرسازی ثروت نبوده و بازارها در دنیای واقعی کارآمد نیستند. حوزه اقتصاد رفتاری در اواخر دهه ۱۹۷۰ برای پرداختن به این مسائل به وجود آمد و تعداد زیادی از مواردی که مردم به‌طور سیستماتیک غیرمنطقی رفتار می‌کنند را جمع‌آوری کرد. کاربرد اقتصاد رفتاری در دنیای مالی، به‌عنوان مالی رفتاری شناخته می‌شود. نتایج تحقیقات انجام‌شده در حوزه تأمین مالی بر اساس رویکرد رفتاری، حاکی از آن است که ممکن است سرمایه‌گذاران، غیرمنطقی باشند؛ در نتیجه، سوگیری شناختی یا عوامل روانی سرمایه‌گذاران، می‌تواند بر روی تصمیمات آنان، تأثیرگذار باشد. بنابراین، نوسان قیمت سهام، نه تنها به ارزش ذاتی نشان‌داده‌شده توسط اطلاعات حسابداری وابسته است، بلکه بر رفتار غیرمنطقی سرمایه‌گذاران نیز متکی است که می‌تواند با تمایلات سرمایه‌گذار سنجیده شود.

نظریه‌های سنتی مالی بر این فرض ایجاد شدند که عقلانیت انسان‌ها نقش مهمی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری ایفا می‌کند. فرضیه بازار کارآ و نظریه پورتفولیو مدرن بر این فرض استوارند که تمام اطلاعات به‌صورت مطلق سیاه و سفید آشکار شده و سرمایه‌گذاری منطقی انجام شده است (ریکیاردی و سیمون<sup>۲</sup>، ۲۰۰۰؛ پمپیان<sup>۳</sup>، ۲۰۰۶). اگرچه این نظریه‌ها بستری را برای تجزیه و تحلیل سرمایه‌گذاری‌ها و بازده با حداقل ریسک ایجاد می‌کند، اما در زندگی واقعی پیش‌بینی‌ها و بازده‌ها متفاوت است؛ محققان این شکاف را به‌عنوان ناهنجاری‌های بازار شناسایی کرده‌اند. مالی رفتاری سعی می‌کند این ناهنجاری‌ها را با مطالعه روان‌شناختی در مورد غیرمنطقی بودن در تصمیم‌گیری‌های مالی تفسیر کند (بازرمن<sup>۴</sup>، ۱۹۹۸؛ هوگارت<sup>۵</sup>، ۱۹۸۷؛ کومار و گوپال<sup>۶</sup>، ۲۰۱۵؛ احمد<sup>۷</sup> و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۱۷). مالی رفتاری اثبات می‌کند که مردم به‌جای منطقی و محاسبه‌گر بودن، اغلب بر اساس احساسات و سوگیری‌های شناختی تصمیمات مالی می‌گیرند. (چانگ<sup>۸</sup> و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۰۹).

در حوزه اقتصاد رفتاری نیز نظریه چشم‌انداز یکی از نظریه‌هایی است که بر تأثیر احساسات بر منطقی تصمیم‌گیری پرداخته است. کانمن و تورسکی<sup>۹</sup> (۱۹۷۹) با ارائه نظریه چشم‌انداز و تجزیه و تحلیل تصمیم‌گیری در شرایط ریسک بیان کردند که چگونه افراد ریسک و عدم اطمینان را مدیریت می‌کنند. این نظریه، بی‌نظمی آشکار در رفتار انسان را هنگام ارزیابی ریسک در شرایط عدم اطمینان توضیح می‌دهد و بیان می‌کند که افراد در زیان‌ها ریسک‌پذیر، اما در سودها ریسک‌گریز هستند. تابع حداکثرسازی ارزش در نظریه چشم‌انداز از آنچه در تئوری مدرن پرتفولیو است متفاوت است. در تئوری مدرن پرتفولیو حداکثرسازی ثروت بر اساس ارزش نهایی سرمایه‌گذاری است درحالی‌که نظریه چشم‌انداز سود و زیان را به حساب می‌آورد. این به این معنی است که مردم در شرایطی با مقادیر ثروت نهایی یکسان ممکن است انتخاب‌های متفاوتی داشته باشند (چودھاری و اججا<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۷).

پژوهشگران امور مالی رفتاری توجه قابل توجهی را به درک رفتار سهامداران حقیقی در بازار و سوگیری‌های مرتبط با اقدامات آن‌ها هنگام مواجهه با تصمیم‌های سرمایه‌گذاری اختصاص داده‌اند. شواهد این سوگیری به‌طور معمول از ادبیات روان‌شناختی آمده و سپس در زمینه مالی بکار گرفته شد. اثر تمایلی، سوگیری رفتار توده‌وار و سوگیری اعتماد بیش از حد

<sup>1</sup> Irrationally  
<sup>2</sup> Ricciardi and Simon  
<sup>3</sup> Pompian  
<sup>4</sup> Bazerman  
<sup>5</sup> Hogarth

<sup>6</sup> Kumar and Goyal  
<sup>7</sup> Ahmad  
<sup>8</sup> Chang  
<sup>9</sup> Kahneman and Tversky  
<sup>10</sup> Choudhary and Ahuja

چند مورد از این شواهد است (لین<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱؛ هیرشلیفر<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۲). سرمایه‌گذاران دارای اعتماد بیش از حد نسبت به سیگنال‌های اطلاعات محرمانه بیش از اندازه واکنش نشان می‌دهند در حالی که اطلاعات در دسترس عموم را نادیده می‌گیرند (دانیل<sup>۳</sup> و همکاران، ۱۹۹۸). توده‌وار رفتاری است که در آن فرد به جای تکیه بر تغییرات قیمت سهام از تصمیم دیگران پیروی می‌کند. رفتار توده‌وار اتخاذ تصمیم را بر اساس برخی عوامل دیگر مانند شرایط بازار منعکس می‌کند (لین، ۲۰۱۱). این سوگیری رفتاری بر تصمیمات منطقی سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد.

بنابراین، نتایج تحقیقات نشان‌دهنده این موضوع است که رفتار سرمایه‌گذار حقیقی در بازار سرمایه توسط عوامل زیادی تعیین می‌شود. به اعتقاد داودی و همکاران (۲۰۲۲) این عوامل به دو دسته عوامل درونی و عوامل بیرونی تقسیم می‌شوند؛ شرایط اقتصادی، سیاسی، فرهنگی و مواردی چون تبلیغات از سوی رسانه‌ها، مسائل درون شرکتی و ... از جمله عوامل بیرونی و ویژگی‌های شخصی، تمایلات، احساسات و سایر ابعاد رفتاری به‌عنوان عوامل درونی تأثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی هستند. همچنین چانگ و همکاران (۲۰۰۹) استدلال کردند عواملی مانند مدت‌زمان سرمایه‌گذاری، الگوی عملکردی سهامداران، بی-ثباتی بازار و ظن و گمان در بازارهای سهام عوامل تعیین‌کننده رفتار سرمایه‌گذار در بازار سرمایه است و راناورا و کوشالا<sup>۴</sup> (۲۰۲۱) متغیر سواد مالی و متغیرهای روان‌شناختی مانند نگرش نسبت به ریسک را مؤثر بر رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی دانستند که این تأثیرگذاری با توجه به جنسیت، سابقه کار، طبقه و تحصیلات متفاوت است.

بنابراین می‌توان گفت پیچیدگی فرایند تصمیم‌گیری سبب شده اتخاذ هرگونه تصمیم تحت تأثیر ویژگی‌های هر یک از سرمایه‌گذاران باشد. ظرفیت ریسک‌پذیری یکی از مهم‌ترین مؤلفه‌هایی است که تابعی از ویژگی‌های تصمیم‌گیرنده است. به اعتقاد فیگنر<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۱۱) ریسک‌پذیری نه یک پدیده واحد است و نه یک ویژگی شخصیتی واحد، بلکه می‌تواند توسط فرآیندهای مختلف - نه فقط نگرش‌های نسبت به ریسک (یعنی «اشتهای ریسک») - برانگیخته شود. باین‌حال، ریسک‌پذیری به‌عنوان تابعی از ویژگی‌های تصمیم‌گیرنده و حوزه زمینه‌ی تصمیم‌گیری متفاوت است - یعنی اینکه چه کسی چه زمانی ریسک می‌کند. «چه کسی؟» به تفاوت‌های فردی در ریسک‌پذیری، از جمله تفاوت‌های سنی و جنسیتی اشاره دارد و «چه زمانی؟» به تفاوت‌های موقعیتی، از جمله حوزه تصمیم (ویر<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۰۲) و میزان بار هیجانی تصمیم‌گیری می‌پردازد (لوونشتاین<sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۰۱؛ ویر و همکاران، ۲۰۰۲). افزون‌بر این، تفاوت‌های فردی ممکن است با ویژگی‌های موقعیتی تعامل داشته باشد، به طوری که افراد مختلف در زمان‌های مختلف واکنش متفاوتی نشان می‌دهند (فیگنر و ویر، ۲۰۱۱). از آنجا که، ریسک‌پذیری بیان یک ویژگی شخصیتی واحد نیست، بنابراین نگرش نسبت به ریسک افراد را نمی‌توان به‌طور مستقیم از میزان ریسک‌پذیری آن‌ها در یک موقعیت استنتاج کرد. در مقابل، ریسک‌پذیری تحت تأثیر ویژگی‌های فردی (چه کسی؟ به‌طور مثال سن و جنسیت) و موقعیت (چه زمانی؟ به‌طور مثال حوزه تصمیم‌گیری، این که آیا اثرگذاری پیچیده و مبهم است؟) و اغلب این که چه کسی و چه زمانی باهم تعامل دارند (به‌عنوان مثال آشنایی فردی با حوزه ریسک)، قرار دارد (فیگنر و ویر، ۲۰۱۱). براین اساس، جای تعجب نیست که معیارهای مختلف ریسک‌پذیری (به‌عنوان مثال، نظرسنجی‌های عمومی نگرش نسبت به ریسک و سایر خودارزیابی‌ها) همیشه باهم ارتباط قوی ندارند، زیرا زمینه و فرآیندها در تصمیم‌گیری‌ها مهم است و در حقیقت تو صیف سطوح مشاهده شده ریسک‌پذیری توسط افراد

<sup>1</sup> Lin

<sup>2</sup> Hirshleifer

<sup>3</sup> Daniel

<sup>4</sup> Ranaweera and Kawshala

<sup>5</sup> Figner

<sup>6</sup> weber

<sup>7</sup> Loewenstein

مختلف در موقعیت‌های مختلف امکان‌پذیر نیست (فیکنر و وبر، ۲۰۱۱).

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

این پژوهش از این حیث دارای اهمیت است که در سال‌های گذشته، بازار سرمایه به‌عنوان یکی از مهم‌ترین بازارهای مالی کشور تبدیل شده که ورود وجوه از سوی سهامداران خرد و جدید در این بازار بسیار افزایش یافته است. بسیاری از مردم در قالب سرمایه‌گذار تازه کار به امید کسب سودهای بالا در کوتاه‌مدت اقدام به دریافت وام‌های سنگین کرده یا با فروش اموال‌شان تصمیم‌های پرریسکی را اتخاذ نمودند. ورود سرمایه‌گذاران جدید و بی‌تجربه در این بازار با رفتارهای هیجانی بدون داشتن دانش سرمایه‌گذاری و سواد مالی و همچنین عدم تعیین استراتژی مناسب از یک سو و عدم آگاهی آنان نسبت به ویژگی‌های روان‌شناختی و هوش هیجانی و سایر عوامل فردی اجتماعی از سوی دیگر، سبب افزایش ریسک ورود به این بازار شده و آنان را با ضرر و زیان‌های جبران‌ناپذیری مواجه نموده است. همچنین با توجه به نبود فرهنگ پذیرش ریسک در جامعه ما، این مجموعه ناآگاهی‌های سرمایه‌گذاران حقیقی بازار سرمایه و بروز رفتارهای هیجانی و احساسی ناشی از تمایل به سفته‌بازی و احساس جاماندگی از بازار، پیامدهای منفی اجتماعی و اقتصادی بسیاری به همراه داشته است.

این مطالعه به دنبال این است که به‌طور تجربی عوامل تأثیرگذار بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران را شناسایی کند. تاکنون پژوهش‌های کمی در خصوص تمامی مقوله‌های مؤثر بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سرمایه انجام شده و اطلاعات کمی نیز در مورد رفتار سرمایه‌گذاران در این زمینه وجود دارد؛ بنابراین، شکاف قابل توجهی در این زمینه مشاهده می‌شود و این مطالعه با شناسایی عوامل مؤثر بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی، به پرکردن این شکاف در ادبیات موضوع کمک می‌کند. ما در این پژوهش با این هدف که چه چیزی تعیین می‌کند که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه چه مقدار ریسک کنند؟ بر این راه برآمدم که با بهره‌گیری از نظرات خبرگان مدل داده‌بنیاد ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران را ارائه دهیم. در این راستا، این سؤال کلی مطرح می‌شود که عوامل مؤثر بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران چیست؟

## مبانی نظری

### ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران

زندگی پر از تصمیمات مخاطره‌آمیز است، از مسائل پیش‌پافتاده روزمره گرفته تا مشکلات سخت‌تر یا پیچیده‌تر که نیاز به تصمیم‌گیری برای حل آن‌ها است. اولین مرحله فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، ارزشیابی و تجزیه و تحلیل اوراق بهادار به صورت جداگانه است (ودیدی و شکوهی‌زاده، ۱۳۹۱). یک سرمایه‌گذار منطقی، باید تجزیه و تحلیل کمی

را انجام دهد و دارایی‌های خود را در بخش‌های مختلف تقسیم کند (تایالی و تولون، ۲۰۱۸). برای این کار ابتدا باید ویژگی‌های اوراق بهادار مختلف و عوامل تأثیرگذار بر آن‌ها را شناسایی و در مرحله بعد باید به برآورد و تخمین ارزش اوراق بهادار اقدام نماید (ودیدی و شکوهی‌زاده، ۱۳۹۱). میزان خطراتی که افراد تمایل به پذیرش آن دارند، در هر فرد متفاوت است. با توجه به پیچیدگی فرایند تصمیم‌گیری که تحت تأثیر ویژگی‌های هر یک از سرمایه‌گذاران حقیقی است، اتخاذ تصمیم با سطوح ریسک‌پذیری و ریسک‌گریزی متفاوت، با ویژگی‌های منحصربه‌فرد برای هر یک از افراد، نتایج متفاوتی را به همراه خواهد داشت. در یک تعریف ساده از دیدگاه حوزه مالی، به توانمندی و تمایل هر فرد نسبت به تحمل ضرر ناشی از سرمایه‌گذاری، ظرفیت ریسک‌پذیری یا تحمل ریسک می‌گویند.

از دیدگاه **فینگر و وبر (۲۰۱۱)** ریسک‌پذیری یک ویژگی منحصربه‌فرد نیست، بلکه رفتاری است که تحت تأثیر ویژگی‌های موقعیت (تصمیم‌گیری در مورد چیست و میزان تأثیر آن در مقابل مشورت)، تصمیم‌گیرنده (سن و جنسیت) و تعاملات بین موقعیت است. درک سازوکارهای منتهی به ریسک‌پذیری - اینکه چه کسی چه زمانی و چرا ریسک می‌کند - زمانی که هدف تأثیرگذاری و اصلاح رفتار باشد، اهمیت ویژه‌ای دارد. افراد همواره با موقعیت‌هایی مواجه می‌شوند که برای تصمیم در خصوص آن، با گزینه‌هایی با سطح ریسک متفاوت مواجه می‌شوند. گزینه‌هایی که ریسک بالاتری دارند به‌طور معمول بازده بیشتری دارند. انتخاب گزینه‌های پرریسک‌تر چون وعده‌های بازدهی بالاتری را می‌دهند - گاهی اوقات به‌عنوان مبادله بین ریسک و بازده توصیف می‌شود. نگرش نسبت به ریسک نشان‌دهنده وزن نسبی است که فرد به این دو محرک می‌دهد. اصطلاح ریسک‌پذیری به انتخاب گزینه‌ای با تنوع نتیجه بالاتر اشاره دارد - یعنی با دامنه وسیع‌تری از نتایج ممکن (**فینگر و وبر، ۲۰۱۱**). بنابراین، دو مؤلفه مهم تأثیرگذار در تصمیمات سرمایه‌گذاری، میزان ریسک و بازده مورد انتظار دارایی‌های سرمایه‌ای است. نظریه پرتفوی کلاسیک (**مارکوویتز، ۱۹۵۲**) فرض می‌کند که ریسک فردی سرمایه‌گذاران به برآوردهای سرمایه‌گذاران در مورد بازده مورد انتظار و نوسانات (واریانس) سرمایه‌گذاری بستگی دارد. در این مدل، نگرش به ریسک یعنی نقطه برخورد بین بازده مورد انتظار و منحنی بی‌تفاوتی در تابع مطلوبیت سرمایه‌گذار تعیین می‌شود. در انتخاب پرتفوی بهینه بر اساس مفهوم ریسک و بازده، هر چه ریسک سبب دارایی‌ها بیشتر باشد، سرمایه‌گذاران انتظار دریافت بازده بالاتری خواهند داشت. شناسایی مرز کارای مربوط به سبب دارایی‌ها این امکان را به سرمایه‌گذاران می‌دهد که بر اساس تابع مطلوبیت و درجه ریسک‌پذیری و ریسک‌گریزی‌شان، بیشترین بازده مورد انتظار از سرمایه‌گذاری خود به دست می‌آورند؛ بنابراین، سرمایه‌گذاران بر مبنای ریسک‌پذیری و ریسک‌گریزی خود، نقطه‌ای را بر روی مرز کارا انتخاب کرده و ترکیب پرتفوی خود را باهدف حداکثر کردن بازده و کاهش ریسک تعیین می‌کند.

بنابراین، درجه ریسک‌پذیری یا ریسک‌گریزی، یکی از عوامل مهم تأثیرگذار بر رفتار و تصمیم‌گیری افراد بویژه در بازارهای مالی است. ریسک‌پذیری را می‌توان انجام هرگونه فعالیتی که دارای حداقل یک نتیجه مبهم و یا نامطمئن باشد تعریف کرد. نتیجه مذکور ممکن است مثبت و منفعتی را برای فرد به همراه داشته باشد و یا منفی و فرد را با زیان مواجه سازد. از دیدگاه تصمیم‌گیری، ریسک‌پذیری یعنی انتخاب سنجیده یک رفتار همراه با ریسک (**فلاح شمس لیلستانی و همکاران، ۱۳۸۹**).

در این پژوهش سعی شد با بهره‌گیری از نظرات کارشناسان و خبرگان بازار سرمایه و نیز بررسی منابع تخصصی در این زمینه، عوامل و مؤلفه‌های اثرگذار بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران شناسایی و مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد.

## پیشینه پژوهش

پژوهش‌های مختلفی در بررسی رابطه بین ویژگی‌های جمعیت‌شناختی نظیر سن، جنسیت، ویژگی‌های روان‌شناختی و شخصیتی، میزان دانش و تجربه فرد سرمایه‌گذار با ظرفیت ریسک‌پذیری، تمایلات و رفتارهای مالی سرمایه‌گذاران از جمله سوگیری‌هایی نظیر رفتار توده‌وار، اعتماد بیش‌ازحد، بیش‌اطمینانی، خطای خوش‌بینی، لذت کسب سود (اثر پول برد) تمایل به پذیرش ریسک، حسابداری ذهنی و... صورت گرفته است که نتایج آنها متفاوت است.

نظریه‌های متنوعی از عوامل مؤثر بر نگرش نسبت به ریسک در پژوهش‌های صورت گرفته در دنیا مطرح گردیده که هر کدام از رویکرد خاصی به این پدیده پرداخته‌اند. به اعتقاد **جانسون<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۷)** عوامل مؤثر بر نگرش نسبت به ریسک به دو طبقه اصلی شناختی و احساسی تقسیم‌بندی شده‌اند که هر دو مقوله می‌تواند قضاوت‌ها و رفتارهای غیرعقلایی را موجب شود. **وبر و همکاران (۲۰۱۳)** در مقاله‌ای با عنوان، چه کسی چه زمانی و چرا ریسک می‌کند: عوامل تعیین‌کننده تغییرات در ریسک‌پذیری سرمایه‌گذار پرداختند. یافته‌های تحقیق نشان داد که نگرش‌های نسبت به ریسک - اگر به درستی و بدون اثرات مخدوش‌کننده اندازه‌گیری شوند - به نسبت پایدارند و به نظر می‌رسد تغییرات در ریسک‌پذیری، ناشی از تغییرات در انتظارات ریسک و بازده سرمایه‌گذاران است. همچنین آنان دریافتند که سرمایه‌گذاران انتظارات ریسک و بازده دارند که در طول زمان به‌طور قابل‌توجهی تغییر می‌کند و به نظر می‌رسد رفتار سرمایه‌گذاری آن‌ها را هدایت می‌کند. این انتظارات در حال تغییر ریسک و بازده تحت تأثیر رویدادهایی هستند که با تئوری عقلانی سازگار نیست. **رو سیولو و همکاران (۲۰۱۹)** چارچوب جدیدی برای تصمیم‌گیری در شرایط ریسکی معرفی کردند که در آن ویژگی‌های روان‌شناختی مربوط به درجه خوش‌بینی یا بدبینی تصمیم‌گیرندگان مورد توجه قرار گرفت. آن‌ها در پژوهش خود بر تصمیم‌گیری در بازارهای مالی تمرکز کردند و یک الگوی رفتاری را دنبال نمودند که از نظریه مطلوبیت مورد انتظار شروع شده و با نظریه چشم‌انداز **کانمن و تورسکی (۱۹۷۹)** ادامه می‌یابد. آن‌ها دریافتند که خوش‌بینی در مورد پیش‌بینی ریسک بازار موضوع بااهمیتی است که با وقایع سیاسی و اقتصادی-اجتماعی گره خورده است و عامل علی‌الثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است. **کنجکاو منفرد و همکاران (۱۳۹۴)** در پژوهشی به این نتیجه رسیدند که مؤلفه‌های اعتماد، خودکارآمدی، ریسک‌پذیری و آگاهی سرمایه‌گذاران بر نگرش نسبت به ریسک آنان تأثیر داشته و بیشترین اثرگذاری بر نگرش نسبت به ریسک مربوط به دانش و آگاهی سرمایه‌گذاران است.

بخشی از پژوهش‌ها به حوزه ریسک‌پذیری و ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه تمرکز داشته است. تحقیقات انجام شده توسط **امبالو کا<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۲)** نشان داد که سرمایه‌گذاران حقیقی در تصمیمات سرمایه‌گذاری تمایل به زیان‌گریزی دارند. در همین حال، نتیجه تحقیق **سرت و همکاران (۱۹۹۹)** نشان داد که سرمایه‌گذار زمانی که در موقعیت سود قرار دارد تمایل به ریسک‌گریزی دارد و زمانی که در موقعیت زیان واقع است، تمایل به ریسک‌پذیری از خود نشان می‌دهد. نتایج تحقیق **سئو<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۱۰)** نشان داد که در موقعیت زیان، یک سرمایه‌گذار شجاعت ریسک کردن را دارد، اما از سوی دیگر، در موقعیت سود اهمیت ریسک‌پذیری را نشان نمی‌دهد. آنان عامل دیگری که بر میزان شجاعت یا میزان ریسک‌پذیری در تصمیم‌گیری تأثیر می‌گذارد را اطلاعات بیان کردند. افزون بر این، **کافمن و وبر (۲۰۱۳)** و **میتال و راس (۱۹۹۸)** گفتند که اطلاعات بر ریسک‌پذیری سرمایه‌گذار تأثیر می‌گذارد. گرایش به

<sup>1</sup> Jonsson

<sup>3</sup> Seo

<sup>2</sup> Mbaluka



اطلاعات منفی تمایل به ریسک‌پذیری و گرایش به اطلاعات مثبت تمایل به ریسک‌گریزی در افراد را نشان داد. تحقیقات انجام شده توسط **هوانفو و ژو (۲۰۱۴)** و **دانگان (۱۹۹۳)** نشان داد که در اشخاصی که دارای سیستم تصمیم‌گیری شهودی و اکتشافی هستند، اطلاعات مثبت سبب شد سریع‌تر تصمیم بگیرند؛ از سوی دیگر، اشخاصی که دارای سیستم تصمیم‌گیری منطقی و تحلیلی‌تر بودند با داشتن اطلاعات منفی، تمایل داشتند که تصمیم خود را دیرتر اتخاذ کنند. **یونینگسیه و همکاران (۲۰۲۰)** در پژوهشی به بررسی تأثیر متقابل زیان‌گریزی و اطلاعات در تصمیم‌گیری در مورد ریسک سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که انتشار اطلاعات منفی یا زیان، تأثیر معناداری بر ریسک خواهد داشت. بر این اساس، به‌طور کلی، ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی تحت تأثیر زیان‌گریزی و اطلاعات قرار داشت. زیان‌گریزی در زمان دستکاری سود یا زیان، تأثیری بر ریسک‌پذیری نداشت. باین‌حال، سرمایه‌گذاران در وضعیت سود و افزایش قیمت‌ها تمایل به ریسک پایین در مقابل با وضعیت زیان داشتند. سهامدارانی که در موقعیت سود و انتشار اطلاعات مثبت قرار داشتند، تمایل به ریسک‌پذیری یا ریسک‌گریزی کمتری داشتند در مقابل سهامدارانی که در وضعیت انتشار اطلاعات منفی بودند تمایل به ریسک‌پذیری بالا داشتند. **میربزرگی و همکاران (۱۴۰۱)** به تبیین الگوی مناسب قدرت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران بر اساس ویژگی‌های شخصیتی پرداختند. نتایج نشان داد شاخص‌های عدم روان‌رنجوری، برونگرایی، گشودگی به تجربه، سازگاری و باوجدان بودن به‌عنوان مؤلفه‌های مؤثر در قدرت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران بورس بر اساس ویژگی‌های شخصیتی تعیین شدند.

برخی مطالعات صورت گرفته در حوزه سوگیری‌های رفتاری و تأثیر آن بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی بازار سرمایه متمرکز بوده است. **یتس و همکاران (۱۹۹۷)** به این نتیجه رسیدند که سوگیری‌های اجتماعی، اقتصادی، روان‌شناختی و رفتاری بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی تأثیر می‌گذارد. سوگیری رفتاری بر سرمایه‌گذاران آسیایی بیشتر از سرمایه‌گذاران اروپایی تأثیر می‌گذارد. نتایج پژوهش **راناویرا و کوشالا (۲۰۲۱)** نشان داد که سوگیری اعتماد بیش‌ازحد تأثیر قابل توجهی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران حقیقی دارد؛ اما سوگیری رفتار توده‌وار تأثیر قابل توجهی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری نمی‌گذارد. سواد مالی و نگرش نسبت به ریسک به‌طور قابل توجهی رابطه بین سوگیری‌های اعتماد بیش‌ازحد و رفتار توده‌وار در تصمیمات سرمایه‌گذاری را تعدیل نمی‌کند. همچنین سرمایه‌گذاران زن و مرد به‌طور قابل توجهی در اثر تمایلی، رفتار توده‌وار و اعتماد بیش‌ازحد متفاوت هستند. **هیجرودی و همکاران (۱۳۹۶)** در پژوهشی باهدف بررسی تأثیرگذاری کسب اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار نشان دادند که بین ریسک‌پذیری و بروز رفتار توده‌وار در بین مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری رابطه برقرار است به‌نحوی که مدیران ریسک‌پذیر رفتار توده‌وار کمتری از خود نشان می‌دهند. نتایج پژوهش **مهرعلی تبارفیروزجاه و همکاران (۱۴۰۱)** نشان داد که متغیرهای منافع، منابع مالی، قابلیت‌های ذهنی، اهداف، اطلاعات، تعامل و نحوه تجزیه و تحلیل بر تصمیم‌گیری‌های متفاوت سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری دارد.

بخش دیگر پژوهش‌ها بر تمایلات سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه تمرکز داشت. در این راستا **داودی و همکاران (۱۴۰۱)** در پژوهشی دریافتند که به ترتیب شاخص‌های شخصیت و نگرش سرمایه‌گذار، هوش هیجانی سرمایه‌گذار، ترجیحات و علایق سرمایه‌گذار، برنامه‌ریزی کلان‌دولتی، هرم نیازهای مازلو، امنیت خاطر سرمایه‌گذار، زیان‌گریزی فرد سرمایه‌گذار، تجربه فرد سرمایه‌گذار، هوش تجاری سرمایه‌گذار از درجه اهمیت بالاتری نسبت به سایر شاخص‌ها در

تمایلات سرمایه‌گذاران جهت گرایش آن‌ها به بازار سرمایه برخوردار بودند. نتایج پژوهش **فرهادی شریف آباد و دعائی (۱۴۰۰)** نشان داد تعلق خاطر، ابهام‌گریزی، خوداستنادی، اطمینان بیش از حد، محافظه‌کاری، حسابداری ذهنی، توهم کنترل، پشیمان‌گریزی، بهینه‌بینی، داشته‌بیش‌نگری، بدبینی، رفتار گله‌ای، کوتاه‌نگری و واکنش افراطی از جمله عوامل تأثیرگذار تمایلات سرمایه‌گذاران با تأکید بر عوامل روان‌شناختی می‌باشند. همچنین، **نایب محسنی و همکاران (۱۴۰۰)** در پژوهشی باهدف تدوین مدل رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در بازار سرمایه ایران نشان دادند که عوامل علی‌اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران شامل: پشیمان‌گریزی، طمع، ترس، ناهماهنگی شناختی، اثر شهرت، لنگر ذهنی، خوداسنادی، زیان‌گریزی، لذت‌قمار، تفکر سرمایه‌گذاری، رفتار توده‌وار، داشتن بیش‌نگری، نماگری، هیجان‌کاذب، اعتمادبه‌نفس کاذب، تعصب به گذشته، تازه‌گرایی، حسابداری ذهنی، توانمندپنداری، عدم تقارن معاملات، خطای شباهت، اثر کهربایی، توهم قمارباز، انگیزه، افق زمانی، اثر سود اولیه، تجربه، سن، جنسیت و تحلیل است. همان‌گونه که مشاهده شد، اغلب مطالعات انجام شده در حوزه بازار سرمایه بر ابعاد روان‌شناختی، شخصیتی و سوگیری‌ها متمرکز شده‌اند و به مقوله‌هایی مانند بررسی شرایط اقتصاد خرد و کلان، اقتصاد جهانی، شرایط سیاسی، شرایط فرهنگی، توجه به وضعیت شرکت، و وضعیت بازار، آینده‌پژوهی فردی سرمایه‌گذار، عوامل فردی اجتماعی و... کمتر پرداخته شده است و هدف از این مطالعه پرکردن شکاف ادبیات تحقیق در خصوص سایر عوامل و موضوعات مهم و تأثیرگذار بر افزایش یا کاهش ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران است.

### روش پژوهش

پژوهش حاضر از نوع پژوهش‌های آمیخته<sup>۱</sup> (کیفی- کمی) به شمار می‌آید و از لحاظ قطعیت اطلاعات از نوع پژوهش‌های اکتشافی است و از جنبه‌ی هدف در حیطه‌ی پژوهش‌های کاربردی است. با توجه به ماهیت اکتشافی تحقیق، برای فرایند مدل‌سازی (که رویکرد آن به سمت نظریه‌سازی است نه نظریه‌آزمایی) از روش داده‌بنیاد بهره گرفته شده است (**قلی‌پور و همکاران، ۱۳۹۵**).

کدگذاری باز پس از انجام مصاحبه و با خواندن چندباره‌ی مصاحبه‌های انجام شده آغاز و تا دستیابی به فهمی کلی از مصاحبه ادامه یافت. در کدگذاری محوری، مفاهیم بر اساس اشتراکات و یا هم‌معنایی در کنار هم قرار گرفتند. در کدگذاری انتخابی<sup>۲</sup> (گزینشی)، متغیر اصلی یا فرایند اساسی نهفته در داده‌ها، چگونگی، مراحل وقوع و پیامدهای آن نمودار شد. برای طبقه‌بندی داده‌ها از کدگذاری باز و محوری و انتخابی استفاده شد (**آقازاده و همکاران، ۱۳۹۸**). تمام این موارد در قالب شرایط علی، مداخله‌گر، زمینه‌ای، پدیده محوری، راهبردها و پیامدها، برای آرایه‌ی مدل ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی مطابق با رویکرد نظام‌مند نظریه‌ی داده‌بنیاد **اشتراوس و کوربین (۱۹۹۸)** انجام شد. این پژوهش شیوه‌ای است که از داده‌های در دسترس ناشی نمی‌شود بلکه بر اساس داده‌های حاصل از مصاحبه با مشارکت‌کنندگان که فرایند مورد پژوهش را تجربه کرده‌اند ایجاد یا مفهوم‌سازی می‌شود (**جلیلی و همکاران، ۱۳۹۸**).

### جامعه و نمونه پژوهش

در مورد تعداد نمونه نیز مناسب است تعداد مشخصی از ابتدای کار مشخص نشود و بهتر است از قاعده اشباع نظرات، تعداد مشارکت‌کنندگان را مشخص کنیم (**اشتراوس و کوربین، ۱۹۹۸**). در پژوهش حاضر برای گردآوری داده‌های کیفی از

<sup>۱</sup> Mixed Methods Research

<sup>۲</sup> Selective (Theoretical) coding

طریق مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته، هدفمند، اکتشافی و مشارکتی با خبرگان استفاده شد و از روش نمونه‌گیری هدفمند تا رسیدن به اشباع نظری ادامه یافت (قاسمی و همکاران، ۱۳۹۷). در این نقطه از فرایند تحقیق، پیشینه تخصصی موجود بسیار مهم است و پژوهشگر نیازمند آن است که در مورد مفاهیم داده‌بنیاد، حساسیت و دانش کسب کند؛ بنابراین پیشینه تخصصی به‌عنوان مأخذی از داده‌ها، بیشتر خواننده می‌شود تا با داده‌های به‌دست‌آمده حاصل از مصاحبه‌ها مقایسه شود. این کار سطح نظری را ارتقا داده و ساخت تعاریف را بهبود می‌دهد (دانایی فر و همکاران ۱۳۹۸). مصاحبه‌شوندگان تعداد ۲۰ نفر از خبرگان بازار سرمایه با مشخصات درج‌شده در جدول ۱ بوده که به‌صورت هدفمند انتخاب شدند.

جدول ۱. معرفی خبرگان تحقیق

مشخصات	خبره
مدیر سرمایه‌گذاری کارگزاری دارای مدرک دکتری مالی ۱۰ سال سابقه فعالیت حرفه‌ای در بازار سرمایه	خبره اول
مدیرعامل کارگزاری یکی از بانک‌های بزرگ کشور دارای مدرک دکتری مالی و ۲۰ سال سابقه فعالیت حرفه‌ای در بازار سرمایه	خبره دوم
مدیرعامل یکی از کارگزاری‌های کشور دارای مدرک فوق‌لیسانس و ۱۸ سال سابقه خدمت در بازار سرمایه	خبره سوم
عضو هیئت‌مدیره بانک و یکی از شرکت سرمایه‌گذاری بزرگ در کشور دارای مدرک دکتری مالی و ۳۵ سال سابقه خدمت در بازار سرمایه	خبره چهارم
مدیرعامل یکی از سبدگردان‌های کشور دارای مدرک دکتری مدیریت مالی و ۱۲ سال سابقه فعالیت حرفه‌ای در بازار سرمایه	خبره پنجم
مدیرعامل کارگزاری یکی از بانک‌های بزرگ دولتی دارای مدرک مدیریت مالی و ۱۸ سال سابقه خدمت حرفه‌ای در بازار سرمایه	خبره ششم
مشاور و تحلیلگر بازار سرمایه در یکی از کارگزاری‌های متعلق به بانک دولتی دارای مدرک دکتری مالی و ۱۰ سال سابقه خدمت در بازار سرمایه	خبره هفتم
مشاور و تحلیلگر بازار سرمایه در یکی از کارگزاری‌های کشور دارای مدرک دکتری مالی ۱۴ سال سابقه خدمت حرفه‌ای در بازار سرمایه	خبره هشتم
معامله‌گر و تحلیل‌گر بازار سرمایه با بیش از ۵ سال سابقه در بازار سرمایه	سایر خبرگان

### کدگذاری باز

در زمان انجام کدگذاری باز، داده‌ها به بخش‌های جداگانه خرد می‌شوند، برای به‌دست‌آوردن مشابهت‌ها و تفاوت‌ها بادقت بررسی می‌شوند و سؤالاتی درباره پدیده‌ها که داده‌ها حاکی از آن‌ها هستند، مطرح می‌گردند. کدگذاری باز بخشی از تجزیه و تحلیل است که به صورت مشخص به نام‌گذاری (مفهوم‌پردازی) و مقوله‌بندی پدیده‌ها از راه بررسی دقیق داده‌ها می‌پردازد (اشتراس و کوربین، ۱۹۹۸).

### فرایند کدگذاری محوری

کدگذاری محوری، مرحله دوم تجزیه و تحلیل در نظریه‌پردازی داده‌بنیاد است. هدف از این مرحله برقراری رابطه بین مقوله‌های تولیدشده (در مرحله کدگذاری باز) است. این کار بر اساس مدل پارادایم انجام می‌شود و به نظریه‌پرداز کمک می‌کند تا فرایند ساخت نظریه را به سهولت انجام دهد. اساس فرایند ارتباط‌دهی در کدگذاری محوری بر بسط و گسترش یکی از طبقه‌ها قرار دارد (دانایی فر و اسلامی، ۱۳۹۰). الگوی کدگذاری، روابط فی‌مابین شرایط علی، راهبردها، شرایط زمینه‌ای و مداخله‌گر و پیامدها را نمایان می‌کند.

مقوله شرایط علی: این نوع مقوله‌ها، به عوامل و رویدادهای دلالت دارند که به وقوع یا رشد پدیده محوری (اصلی) منتهی می‌شود. شرایط علی رویدادهایی است که موقعیت‌ها، مباحث و مسائل مرتبط با پدیده را خلق و تا حدودی تشریح می‌کنند که چرا و چگونه افراد و گروه‌ها به این پدیده مبادرت می‌ورزند.

**مقوله پدیده محوری:** یک صورت ذهنی از پدیده‌ای است که اساس فرایند پژوهش است و بر راهبردها اثر می‌گذارد. در واقع این پدیده همان اتفاق اصلی است که سلسله کنش‌ها برای کنترل و اداره کردن آن‌ها معطوف است (اشتراوس، ۱۹۸۷). ویژگی‌هایی برای انتخاب یک مقوله محوری مطرح شده که خلاصه آن در جدول ۲ آورده شده است:

جدول ۲. ویژگی‌های انتخاب یک مقوله محوری (لی، ۲۰۰۱)

ردیف	ویژگی
۱	آن مقوله باید محور باشد؛ یعنی این که، همه مقوله‌های اصلی دیگر بتوانند به آن ربط داده شوند.
۲	باید به کرات در داده‌ها ظاهر شود. این بدان معناست که در همه یا تقریباً همه موارد نشانه‌هایی وجود دارند که به آن مفهوم اشاره می‌کنند.
۳	توضیحی که به تدریج با ربطدهی مقوله‌ها رشد پیدا می‌کند، منطقی و محکم است. هیچ‌گاه داده‌ای به‌زور استخراج نمی‌شود.
۴	نام یا اصطلاحی که برای تبیین مقوله محوری به کار می‌رود، باید به‌قدر کافی مورد انتزاعی باشد تا بتواند در انجام تحقیق در دیگر عرصه‌های خرد و واقعی استفاده قرار گرفته و ما را به سمت ایجاد یک نظریه عمومی تر هدایت کند.
۵	هنگامی که مفهوم به شیوه تحلیلی از طریق تلفیق با مفاهیم دیگر بهبود می‌یابد، نظریه از لحاظ عمق و قوت اکتشافی، رشد پیدا کند.
۶	مفهوم همان قدر که قادر به تشریح نکته اصلی برآمده از داده‌هاست، قادر به توضیح دگرگونی نیز است؛ یعنی اینکه، اگر شرایط تغییر یابد، اگرچه روشی که در آن پدیده‌ها بازگو می‌شود ممکن است تا حدی متفاوت به نظر برسد، تبیین هنوز به قوت خود باقی است. این مفهوم همچنین باید قادر به تبیین موارد متناقض یا جایگزین در چارچوب آن ایده محوری باشد.

**مقوله‌های شرایط زمینه‌ای:** شرایط زمینه‌ای، شرایطی است که راهبردها و اقدامات تحت تأثیر آن، به اداره پدیده می‌پردازند.

**مقوله شرایط مداخله‌گر:** شرایط مداخله‌گر، شرایط و وسیع و عامی همچون فرهنگ، فضا و غیره است که به‌عنوان تسهیلگر یا محدودکننده راهبردها عمل می‌کند. این شرایط، اجرای راهبردها را تسهیل و تسریع و به‌عنوان یک مانع، دچار تأخیر می‌نمایند.

**مقوله راهبردها و اقدامات:** کنش‌ها یا برهم کنش‌های خاصی که از پدیده محوری منتج می‌شود. راهبردها و اقدامات، طرح‌ها و کنش‌هایی‌اند که به طراحی مدل کمک می‌نمایند.

**مقوله پیامدها:** پیامدها شامل خروجی‌های تأثیرگذار مشهود و نامشهودی است که در اثر طراحی مدل برند مکان مبتنی بر حس تعلق به برند در جامعه ایجاد می‌گردد و خروجی‌های حاصل از استخدام راهبردها هستند.

#### اعتبارسنجی مدل

به‌منظور اعتبارسنجی کمی مدل، از تکنیک مدل‌سازی معادلات ساختاری استفاده می‌شود. در این راستا، در ابتدا با توجه به قاعده روش معادلات ساختاری نمونه آماری مبنی بر عدد ده ضرب در بیشترین تعداد مؤلفه‌های متغیرهای مدل که ۱۱ می‌باشد؛ شد. پرسشنامه‌ای حاوی سوالات اهمیت هر یک از مفاهیم طراحی و با استفاده از سایت اینترنتی پرس لاین به صورت آنلاین جهت بیش از ۱۷۰ نفر از مدیران، تحلیل‌گران، سب‌گردانان، گرداندگان صفحات بورسی معتبر در شبکه‌های اجتماعی و سرمایه‌گذاران فعال بازار سرمایه توزیع شد که در نهایت به تعداد ۱۱۰ پرسش‌نامه پاسخ داده شد.

#### نتایج پژوهش

در این پژوهش بر اساس مصاحبه‌های انجام شده و سپس بررسی منابع تخصصی ۹۵۷ کدباز به‌عنوان موارد مهم و اثرگذار بر ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران شناسایی و با توجه به تعیین رابطه بین مقوله‌ها و ارتباط بین مفاهیم و حذف کدهای تکراری به ۱۵۶ مفهوم تقلیل یافت؛ سپس مفاهیم شناسایی شده در بخش کدگذاری محوری، در قالب ۲۹ مقوله در ۶ بعد اصلی شرایط علی، مداخله‌گر، زمینه‌ای، پدیده محوری، راهبردها و پیامدها دسته‌بندی شدند.

جدول ۳. کدگذاری باز، مفاهیم و مقوله‌ها

تعداد مقوله	تعداد مفاهیم	مفاهیم	مقوله	محور
۱	۱	سیاست‌های بازار	وضعیت بازار	شرایط علی
	۲	نگرش سرمایه‌گذاران به بازار		
	۳	محدودیت بازار		
	۴	روانشناسی بازار		
	۵	ویژگی‌های بازار		
۲	۶	وضعیت نقدشوندگی	وضعیت شرکت	شرایط علی
	۷	وضعیت صنعت		
	۸	کارایی شرکت		
	۹	سودآوری شرکت		
	۱۰	وضعیت ساختاری		
	۱۱	اندازه شرکت		
۳	۱۲	استفاده از تجربه‌های پیشین	تجربه فرد سرمایه‌گذار	شرایط علی
	۱۳	تجربه پایین سرمایه‌گذار جدید		
	۱۴	داشتن دانش سرمایه‌گذاری		
۴	۱۵	داشتن سواد مالی	وضعیت دانش سرمایه‌گذار	شرایط علی
	۱۶	داشتن دانش تابلوخوانی		
	۱۷	توجه به توصیه‌های افراد معتمد		
۵	۱۸	توجه به راهنمایی معامله‌گران حرفه‌ای	مشورت از خبرگان	شرایط علی
	۱۹	مشورت با خبرگان و کارگزاران		
	۲۰	خوشنامی و شهرت		
۶	۲۱	سهامداران نهادی و مدیریتی	وضعیت سهامدار عمده	شرایط علی
	۲۲	داشتن دانش تحلیل بنیادی		
۷	۲۳	اندازه‌گیری ارزش آتی سهام	تحلیل بنیادی	پدیده محوری
	۲۴	انجام تحلیل به‌موقع		
	۲۵	تحلیل روند		
	۲۶	شناسایی سطح حمایت و مقاومت سهم		
۸	۲۷	انجام خریدوفروش به‌صورت پله‌ای	تحلیل تکنیکال سهام	پدیده محوری
	۲۸	تعیین حد ضرر		
	۲۹	شناخت نقطه ورود و خروج		
	۳۰	توجه به حجم مینا		
۹	۳۱	شناخت بازار نزولی	تحلیل تکنیکال بازار	پدیده محوری
	۳۲	شناخت بازار صعودی		
	۳۳	شناخت فرصت‌های بازار		
۱۰	۳۴	توجه محدود	شرایط شخصی سرمایه‌گذار	شرایط زمینه‌ای
	۳۵	منابع سرمایه‌گذاری		
۱۱	۳۶	خطای خوش‌بینی	شخصیت سرمایه‌گذار	شرایط زمینه‌ای
	۳۷	خودکنترلی		
	۳۸	تعصب مالکیت		
	۳۹	پشیمان‌گریزی		
	۴۰	زیان‌گریزی		
	۴۱	لذت کسب سود (اثر پول برد)		
	۴۲	خطای تشدید تعهد		
	۴۳	شجاعت		
	۴۴	شانس و اقبال		
	۴۵	رفتار عقلانی		
	۴۶	ترس		

مقوله	مفاهیم	تعداد مفاهیم	تعداد مقوله
مقوله	تمایل به پذیرش ریسک	۴۷	
	اعتماد بیش‌ازحد	۴۸	
	رفتار هیجانی	۴۹	
	تمایل به سفته‌بازی	۵۰	
	حسابداری ذهنی	۵۱	
	تعصب تأیید شدن	۵۲	
	بیش اطمینانی	۵۳	
	رفتار توده‌وار	۵۴	
	خطای محافظه‌کاری	۵۵	
	قضاوت نادرست	۵۶	
تعداد مفاهیم	نسبت‌دادن تصمیم صحیح به خود	۵۷	
	دید قمار بودن بورس	۵۸	
	احساس جاماندگی از بازار	۵۹	
	بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری	۶۰	
	شغل و تخصص فرد سرمایه‌گذار	۶۱	
	محیط زندگی	۶۲	
	عامل ژنتیک و وراثت	۶۳	
	عقده‌های روانی بچگی	۶۴	
	فرزند چندم خانواده	۶۵	
	تربیت خانوادگی	۶۶	
شرایط زمینه‌ای	ادامه شغل پدران	۶۷	۱۲
	باورها و اعتقادات خانواده	۶۸	
	انتظارات سرمایه‌گذار	۶۹	
	نیازهای سرمایه‌گذار	۷۰	
	خودآگاهی	۷۱	
	خودمدیریتی	۷۲	
	آگاهی اجتماعی	۷۳	۱۳
	مدیریت رابطه	۷۴	
	سبک زندگی	۷۵	
	ارزش‌ها	۷۶	۱۴
شرایط زمینه‌ای	گرایش‌ها و باورها	۷۷	
	جنسیت	۷۸	
	سطح درآمد افراد	۷۹	
	وضعیت ثروت افراد	۸۰	
	تعداد فرزندان	۸۱	
	سطح تحصیلات	۸۲	۱۵
	وضعیت اشتغال	۸۳	
	وضعیت تأهل	۸۴	
	سن افراد	۸۵	
	شرایط زمینه‌ای	سهولت دسترسی	۸۶
عدم محدودیت		۸۷	
مداخله‌گر	کمیت‌های نظارتی و نهادهای ناظر	۸۸	
	اطمینان به وجود سازوکار شفافیت در بازار	۸۹	
	عدم تقارن اطلاعاتی	۹۰	۱۷
	محتوای اطلاعاتی اعلان‌ها	۹۱	
	ابهام در بازار سرمایه	۹۲	
	اطلاع‌رسانی مناسب	۹۳	

تعداد مفاهیم

شرایط زمینه‌ای

شرایط زمینه‌ای

شرایط زمینه‌ای

شرایط زمینه‌ای

شرایط زمینه‌ای

مداخله‌گر

مقوله	مفاهیم	تعداد مفاهیم	تعداد مقوله		
مداخله گر	افشای به موقع	۹۴	۱۸		
	وضع قوانین و مقررات	ابهام و تفسیر متفاوت از قوانین		۹۵	
		وجود محدودیت‌ها ناشی از قوانین		۹۶	
		شفافیت قانونی		۹۷	
		عدم ثبات در قوانین و مقررات		۹۸	
	مداخله گر	تأثیر نرخ تورم		۹۹	۱۹
		توجه به درآمدهای نفتی		۱۰۰	
		توجه به صادرات غیر نفتی		۱۰۱	
		تأثیر نرخ اشتغال		۱۰۲	
		تأثیر ثبات اقتصادی		۱۰۳	
توجه به حجم نقدینگی		۱۰۴			
توجه به بازارهای موازی		۱۰۵			
تأثیر نرخ ارز		۱۰۶			
توجه به رشد تولید داخلی		۱۰۷			
توجه به سیاست‌های پولی و مالی		۱۰۸			
تأثیر نرخ بهره		۱۰۹			
تأثیر نرخ سود سپرده		۱۱۰			
سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی		۱۱۱			
تأثیر تعرفه‌های گمرکی		۱۱۲			
توجه به وضعیت صادرات و واردات	۱۱۳				
تأثیر سیاست‌های دولت در قبال بازار سرمایه	۱۱۴				
توجه به بودجه کل کشور	۱۱۵				
تأثیر رشد اقتصادی	۱۱۶				
مداخله گر	اقتصاد درون‌زا	۱۱۷	۲۰		
	شرایط محیطی	۱۱۸			
	قیمت‌گذاری کالا و خدمات	۱۱۹			
	توجه به تقاضای خانوار	۱۲۰			
	تخصیص بهینه منابع	۱۲۱			
	توجه به وضعیت اقتصادی جهان	۱۲۲			
مداخله گر	توجه به قیمت‌های جهانی	۱۲۳	۲۱		
	توجه به وقوع جنگ‌ها در سطح دنیا	۱۲۴			
	احساس امنیت سیاسی و اجتماعی	۱۲۵			
	تأثیر ثبات سیاسی	۱۲۶			
مداخله گر	توجه به اخبار و تحولات سیاسی داخلی	۱۲۷	۲۲		
	توجه به اخبار و تحولات سیاسی بین‌المللی	۱۲۸			
	توجه به اثر تحریم‌ها و سازمان‌های بین‌المللی	۱۲۹			
مداخله گر	توجه به اثر تقویمی	۱۳۰	۲۳		
	توجه به مثبت و منفی شدن شاخص کل	۱۳۱			
مداخله گر	تأثیر رفاه اجتماعی	۱۳۲	۲۴		
	تأثیر امنیت اجتماعی	۱۳۳			
	تأثیر مسئولیت اجتماعی	۱۳۴			
	تأثیر قومیت	۱۳۵			
	تأثیر منطقه جغرافیایی	۱۳۶			
مداخله گر	تأثیر اخبار و رسانه‌های عمومی	۱۳۷	۲۴		
	تأثیر سایت‌ها و شبکه‌های اجتماعی	۱۳۸			
	تأثیر شایعات و شنیده‌ها در بازار	۱۳۹			

اقتصاد کلان

اقتصاد خرد

تعداد مقوله	تعداد مفاهیم	مفاهیم	مقوله	محور
۲۵	۱۴۰	تأثیر فرهنگ ضعیف سرمایه‌گذاری	شرایط فرهنگی سرمایه‌گذار	مداخله‌گر
	۱۴۱	تأثیر محیط فرهنگی بر فرهنگ سرمایه‌گذاری		
	۱۴۲	تأثیر باورها و اعتقادات بر فرهنگ سرمایه‌گذاری		
۲۶	۱۴۳	ابزار و روش‌شناسی	آینده‌پژوهی فردی	راهبردها
	۱۴۴	درک مفهوم آینده		
	۱۴۵	روحیه آینده‌نگری		
۲۷	۱۴۶	تعیین استراتژی زمانی	تعیین استراتژی سرمایه‌گذار	راهبردها
	۱۴۷	تعیین استراتژی رفتاری		
	۱۴۸	تعیین استراتژی معاملاتی		
	۱۴۹	تعیین استراتژی منابع سرمایه‌گذاری		
۲۸	۱۵۰	تعیین استراتژی تحلیلی	تعیین بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری	پیامدها
	۱۵۱	تعیین بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری		
۲۹	۱۵۲	تأثیر تنوع‌بخشی به سبد	انتخاب پرتفوی بهینه بر اساس مفهوم ریسک و بازده	پیامدها
	۱۵۳	تشکیل سبد از صنایع برتر		
	۱۵۴	تشکیل سبد از همه بازارها		
	۱۵۵	عدم تشکیل پرتفوی گسترده		
	۱۵۶	میانگین P/E پرتفوی زیر میانگین بازار		

تجزیه و تحلیل داده‌های گردآوری شده حاکی از آن است که مقوله‌های شخصیت سرمایه‌گذار (شامل تعصبات احساسی سرمایه‌گذار و تعصبات شناختی سرمایه‌گذار) با تعداد ۱۶۲ تکرار کد در رتبه اول، و وضعیت شرکت (شامل وضعیت نقدشوندگی، وضعیت صنعت، کارایی شرکت، سودآوری شرکت، وضعیت ساختاری و اندازه شرکت) با تعداد کد ۱۱۹ در رتبه دوم، شرایط اقتصاد خرد و کلان با تعداد کد ۷۸ در رتبه سوم، و وضعیت دانش سرمایه‌گذار (شامل سه مفهوم داشتن دانش سرمایه‌گذاری، داشتن سواد مالی و داشتن دانش تابلوخوانی) با تعداد کد ۷۳ در رتبه چهارم و تحلیل تکنیکال سهام و بازار با ۷۰ کد در رتبه پنجم قرار گرفتند. تمام مصاحبه‌شوندگان معادل ۱۰۰ درصد به پنج مقوله شخصیت سرمایه‌گذار، وضعیت شرکت، شرایط اقتصاد خرد و کلان، وضعیت دانش سرمایه‌گذاری و تحلیل تکنیکال سهام و بازار به‌نوعی اشاره داشته‌اند. همچنین مقوله شخصیت سرمایه‌گذار، افزون بر تعداد تکرار کدها، از نظر عمومیت و فراگیری در پاسخگویان نیز در اولویت بوده که نشان از اهمیت این مقوله است. مقوله‌های ویژگی معاملات آنلاین (شامل سهولت دسترسی و عدم محدودیت) با ۵ کد تکرار و شرایط اجتماعی (شامل مفاهیم تأثیر رفاه اجتماعی، امنیت اجتماعی، مسئولیت اجتماعی، قومیت و منطقه جغرافیایی) با ۷ کد تکرار دارای کمترین درصد فراوانی و عمومیت بودند. در مقوله شخصیت سرمایه‌گذار که شامل دو مقوله فرعی تعصبات احساسی سرمایه‌گذار و تعصبات شناختی سرمایه‌گذار بود، پنج مفهوم تمایل به پذیرش ریسک، رفتار هیجانی، حسابداری ذهنی، تمایل به سفته‌بازی و خودکنترلی بیشترین تکرار را به خود اختصاص داده است. در مقوله وضعیت شرکت نیز سه مفهوم ساختار سرمایه، کارایی عملیات تولید و بازده سرمایه‌گذاری بیشترین تأکید خبرگان را به خود اختصاص دادند. در مقوله شرایط اقتصاد خرد و کلان خبرگان روی معیارهای توجه به بازارهای موازی، ثبات اقتصادی و قیمت‌گذاری کالاها و خدمات بیشترین تأکید را داشته‌اند؛ در مقوله وضعیت دانش سرمایه‌گذار، مفاهیم توانایی تحلیل ارزش روز دارایی‌های شرکت‌ها، به‌روزرسانی مفروضات سرمایه‌گذار و آشنایی کامل با مبانی و اصول و قوانین بازار سرمایه بالاترین تکرار را به خود اختصاص



داده‌اند. در مقوله تحلیل تکنیکال سهام و بازار نیز چهار مفهوم شناخت نقطه ورود و خروج، شناخت بازار نزولی، تحلیل روند و تعیین حد ضرر بالاترین تکرار اشاره را از نظر خبرگان به خود اختصاص دادند. در نهایت الگوی پارادایمی ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش داده‌بنیاد به صورت نمودار زیر ترسیم شد.



نمودار ۱. مدل نهایی تحقیق

### بخش کمی

#### اعتبارسنجی کمی مدل

در مورد روایی پرسش‌نامه از متخصصین کمک گرفته شده و اصلاحات جزئی در پرسش‌نامه اعمال گردید. در ادامه به محاسبه روایی واگرا (جدول ۴) و همگرا (جدول ۵) نیز پرداخته شده که هر دو تأیید شده‌اند. به منظور سنجش پایایی پرسشنامه از ضریب آلفای کرونباخ (جدول ۵) استفاده و هر دو تأیید شده‌اند. برای تأیید روایی واگرا لازم است که اعداد فطر اصلی از اعداد سمت راست و پایین بزرگتر باشند. برای تأیید روایی همگرا لازم است که مقادیر شاخص میانگین واریانس استخراجی (AVE) بزرگتر از عدد ۰/۵ و برای تأیید پایایی نیز مقادیر ضریب آلفای کرونباخ بیشتر از ۰/۷ شود.

جدول ۴. روایی واگرا

					۰/۸۸۵	علی
					۰/۲۷۶	زمینه‌ای
			۰/۸۱۲	۰/۳۵۱	۰/۳۰۷	پدیده اصلی
		۰/۶۹۳	۰/۳۶۱	۰/۴۸۱	۰/۴۷۸	مداخله‌گر
	۰/۶۷۱	۰/۶۴۶	۰/۴۰۶	۰/۶۲۴	۰/۵۱۹	راهبردها
۰/۵۰۹	۰/۴۳۱	۰/۴۸۲	۰/۲۹۱	۰/۴۱۹	۰/۴۴۱	پیامدها
پیامدها	راهبردها	مداخله‌گر	پدیده اصلی	زمینه‌ای	علی	عوامل

جدول ۵. آلفای کروناخ و روایی هم‌گرا

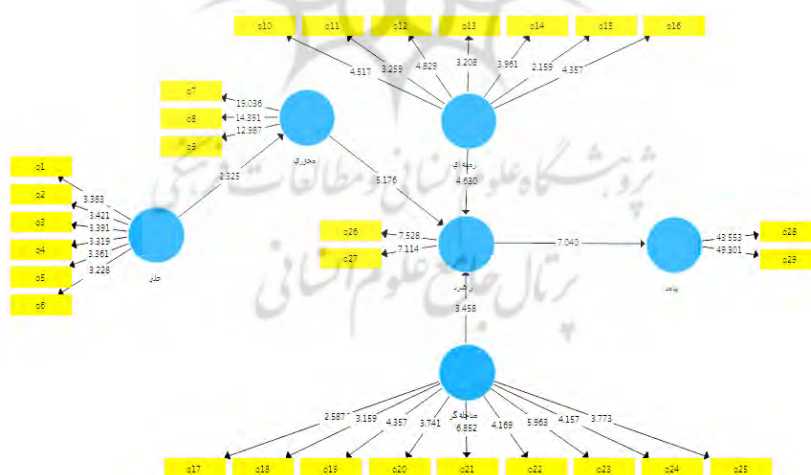
عامل	آلفای کروناخ	AVE
شرایط علی	۰/۷۶۵	۰/۶۲۷
پدیده اصلی	۰/۸۲۱	۰/۶۶۱
شرایط زمینه‌ای	۰/۷۶۳	۰/۵۰۹
شرایط مداخله‌گر	۰/۷۷۴	۰/۶۵۱
راهبردها	۰/۸۶۸	۰/۶۲۴
پیامدها	۰/۷۴۰	۰/۵۲۱

در خصوص سنجش توزیع متغیرها و استفاده از روش آماری مناسب، از آزمون کولموگروف - اسمیرنوف استفاده شده (جدول ۶) و باتوجه به کمتر بودن مقادیر معناداری از مقدار ۰/۰۵، توزیع داده‌ها نرمال نبوده و براین اساس از روش حداقل مربعات جزئی برای سنجش ارتباطات میان متغیرهای استفاده می‌شود.

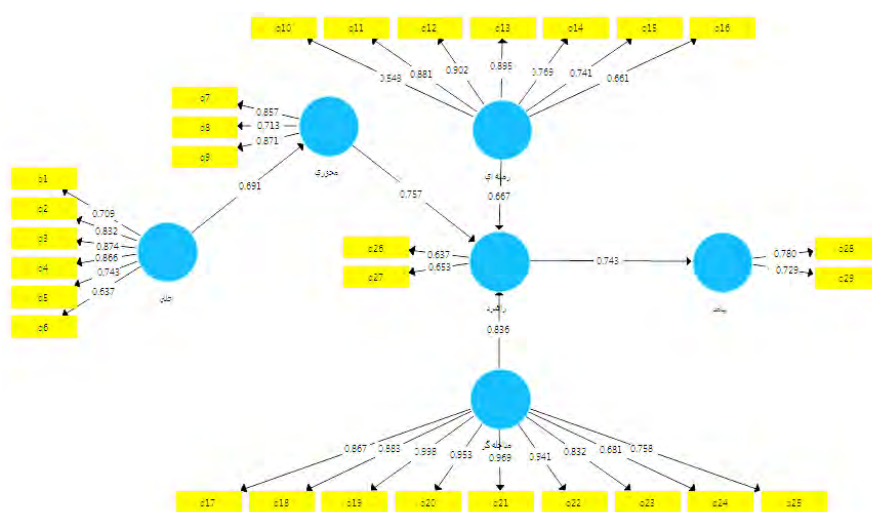
جدول ۶. آزمون نرمال بودن

متغیر	سطح معناداری	نتیجه
شرایط علی	۰/۰۰۰	غیر نرمال
پدیده اصلی	۰/۰۰۰	غیر نرمال
شرایط زمینه‌ای	۰/۰۰۰	غیر نرمال
شرایط مداخله‌گر	۰/۰۰۰	غیر نرمال
راهبرد کنش	۰/۰۰۰	غیر نرمال
پیامد	۰/۰۰۰	غیر نرمال

الگوی حداقل مربعات جزئی در دو قالب مقادیر معناداری و ضرایب تخمین استاندارد ارائه شده است (شکل ۲ و ۳):



شکل ۲. مدل مقادیر معناداری



شکل ۳. مدل تخمین استاندارد

خلاصه مقادیر معناداری و ضرایب استاندارد به صورت جدول ۷ است:

جدول ۷. خلاصه مقادیر معناداری و تخمین استاندارد

نتیجه	ضریب استاندارد	معناداری	تأثیر
تأیید	۰/۶۹۱	۲/۳۲۵	شرایط علی بر پدیده محوری
تأیید	۰/۷۵۷	۵/۱۷۶	پدیده محوری بر راهبرد
تأیید	۰/۶۶۷	۴/۶۳۰	شرایط زمینه‌ای بر راهبرد
تأیید	۰/۸۳۶	۳/۴۵۸	شرایط مداخله گر بر راهبرد
تأیید	۰/۷۴۳	۷/۰۴۰	راهبرد بر پیامد

ملاحظه می‌شود تمام اعداد معناداری بزرگ‌تر از  $1/96$  (شکل ۲) و ضرایب استاندارد (بارهای عاملی) نیز بزرگ‌تر از  $0/4$  (شکل ۳) است؛ بنابراین مدل تحقیق مورد تأیید و معتبر شناخته می‌شود. معیار برازش داده‌ها یا  $GOF^1$  نیز برابر  $0/552$  بوده که از  $0/36$  بیشتر بوده و برازش مدل تأیید می‌شود؛ بنابراین مدل نهایی از بعد کمی تأیید می‌گردد.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادهای پژوهش

افراد برای سرمایه‌گذاری وجوه مازاد خود عوامل بسیار زیادی را مورد تجزیه و تحلیل قرار داده و با استفاده از ویژگی حسابداری ذهنی، اقدام به سرمایه‌گذاری در محل‌هایی می‌کنند که عواید حاصل از آن ریسک و بازده مدنظرشان را پوشش می‌دهد. در سال‌های گذشته، بازار سرمایه به‌عنوان یکی از مهم‌ترین بازارهای مالی کشور تبدیل شده که ورود وجوه از سوی سهامداران خرد و جدید در این بازار بسیار افزایش یافته است. در این مطالعه با رویکرد داده‌بنیاد در پی پاسخ به این سوال بودیم که عوامل مؤثر بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران چیست؟ در این راستا به ارائه مدل ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سرمایه ایران پرداختیم. هدف از این مطالعه شناسایی و تبیین ویژگی‌ها و عوامل فردی بود که در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی تأثیر می‌گذارد و منجر به اتخاذ تصمیم با سطوح ریسک‌پذیری و ریسک‌گریزی متفاوت، با توجه به ویژگی‌های منحصر به فرد می‌شود که در نهایت مدل پارادایمی شامل ۶ بعد اصلی شرایط علی، مداخله گر، زمینه‌ای، پدیده محوری، راهبردها و پیامدها دسته‌بندی شدند.

۱- در بعد شرایط علی به ترتیب الف) متغیر دانش سرمایه‌گذاری فرد سرمایه‌گذار شامل آشنایی کامل با مبانی و اصول و

1 Goodness of Fit

قوانین بازار سرمایه، آشنایی با دانش معامله آن‌لاین و توانایی تحلیل مسائل اقتصادی و توانایی شناخت بازار و پیش‌بینی رفتار سرمایه‌گذاران (ب) اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه و ورود نقدینگی به بازار سرمایه از منابع خرد و کلان از مقوله و وضعیت بازار (ج) داشتن سواد مالی شامل توانایی تحلیل گزارشات حسابرسی سالانه شرکت‌ها و پیش‌بینی رویدادهای مؤثر در کسب سود و سود قابل تقسیم آینده، آگاهی از ارزش‌داری‌های شرکت و ارزش جایگزینی و نیز آموزش‌های لازم و کافی در زمینه مسائل حسابداری و مالی از مقوله و وضعیت دانش سرمایه‌گذار (د) آشنایی با روانشناسی بازار شامل درک رفتارهای معامله‌گران و واسطه‌گران مالی و حرفه‌ای‌های بازار سرمایه و نیز توجه به جو بازار و احساسات غالب بین خریداران و فروشندگان از مقوله و وضعیت بازار به‌عنوان تأثیرگذارترین مقوله‌ها بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی تعیین شدند.

۲- در بعد شرایط مداخله گر (الف) متغیرهای شغل و تخصص و میزان درآمد فرد سرمایه‌گذار از مقوله عوامل فردی و اجتماعی و (ب) متغیر خودمدیریتی فرد سرمایه‌گذار (شامل مدیریت احساسات و مدیریت هیجانات) از مقوله هوش هیجانی به‌عنوان تأثیرگذارترین متغیرها بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی تعیین شدند.

۳- در بعد شرایط زمینه‌ای (الف) متغیرهای نرخ ارز، نرخ تورم، نرخ بهره بانکی و نرخ سود سپرده از مقوله شرایط اقتصاد خرد و کلان (ب) متغیرهای قیمت‌های جهانی و وقوع جنگ‌ها در سطح دنیا از مقوله توجه به شرایط اقتصاد جهانی و (ج) توجه به شرایط سیاسی از جمله اخبار و تحولات سیاسی داخلی و نیز تحولات سیاسی در حوزه بین‌الملل و آثار تحریم‌ها و سازمان‌های بین‌المللی به‌عنوان تأثیرگذارترین متغیرها بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی تعیین شدند.

۴- در بعد پدیده محوری (الف) شناخت بازار نزولی و بازار صعودی، شناخت فرصت‌ها و حباب‌های بازار از مقوله تحلیل تکنیکال کل بازار (ب) توجه به روند قیمتی سهام در بازه‌های زمانی گوناگون، شناسایی سطح حمایت و مقاومت سهم و نیز شناخت نقطه ورود و خروج سهام از مقوله تحلیل تکنیکال سهام و (ج) توانایی اندازه‌گیری ارزش آتی سهام و نیز انجام تحلیل به‌موقع از مقوله تحلیل بنیادی سهام به‌عنوان تأثیرگذارترین متغیرها بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی تعیین شدند.

۵- در بعد راهبردها (الف) تعیین استراتژی در سه محور استراتژی تحلیلی، استراتژی زمانی و استراتژی منابع سرمایه‌گذاری از مقوله تعیین استراتژی سرمایه‌گذار (ب) بهره‌گیری هم‌زمان از متغیرهای بنیادی و مدل‌ها و نمودارهای تکنیکال برای پیش‌بینی آینده از مقوله آینده‌پژوهی فردی-ابزار و روش‌شناسی (ج) توانایی پیش‌بینی آینده و آمادگی جهت رویارویی با آن از مقوله آینده‌پژوهی فردی-درک مفهوم آینده (د) داشتن قدرت صبر و تحمل برای ایجاد تغییر و دستیابی به نتیجه، عدم احساس اضطراب و تردید و نگرانی نسبت به آینده از مقوله آینده‌پژوهی فردی-روحیه آینده‌نگری به‌عنوان تأثیرگذارترین متغیرها بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی تعیین شدند.

۶- در بعد پیامدها (الف) انتخاب پرتفوی بهینه شامل انتخاب بهترین شرکت‌های حاضر در بهترین صنایع و انتخاب پرتفوی (سبد) سهام دارای P/E کمتر از P/E بازار، از مقوله انتخاب پرتفوی بهینه مطابق مفهوم ریسک و بازده و

ب) تعیین بازده مورد انتظار توسط سرمایه‌گذار به عنوان تأثیرگذارترین متغیرها بر ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی تعیین شدند.

طی مطالعه صورت گرفته می‌توان گفت ریسک‌پذیری یا ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران حقیقی در بازارهای مالی به عناصر متعددی وابسته است؛ عناصری با ابعاد روان‌شناختی، شخصیتی، جمعیت‌شناختی، فردی اجتماعی، فرهنگی، اقتصادی، سیاسی و... سرمایه‌گذاران حقیقی در فرایند پیچیده تصمیم‌گیری باید از میان گزینه‌های گوناگون، یک گزینه را انتخاب کنند که در این زمینه از تکنیک‌ها و ابزارهای مختلفی برای کنترل ابهام، کاهش ریسک و افزایش بازده در بازار سرمایه استفاده می‌شود. از آنجایی که پیامدهای یک انتخاب در زمان آینده مشخص می‌شود، بنابراین، سرمایه‌گذار با عدم اطمینان روبرو است. از این رو، شناخت ابعاد یادشده توسط سرمایه‌گذار حقیقی، رفتارهای هیجانی و توده‌وار آنان برای ایجاد حباب را کاهش داده و افزایش ثبات بازار و حفظ منافع عمومی را به همراه خواهد داشت. نتایج این پژوهش نشان داد که توجه به این عوامل برای سهامداران بسیار مهم تلقی می‌شود و عدم توجه برخی از سرمایه‌گذاران حقیقی به این عوامل باعث خسران آن‌ها خواهد شد.

#### پیشنهاد‌های تحقیق

ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی بازار سرمایه یکی از مهم‌ترین ابعاد مالی رفتاری است که تابعی از ویژگی‌های تصمیم‌گیرنده بوده و اگر توسط سرمایه‌گذاران، خبرگان و نیز سیاست‌گذاران بازار سرمایه مدنظر قرار گیرد منجر به اتخاذ تصمیم‌های مطلوب‌تر و نتایج بهتر برای سرمایه‌گذاران خواهد بود.

به ارکان و نهادهای بازار سرمایه و نیز کارگزاران پیشنهاد می‌گردد، همواره برنامه‌هایی مدون برای آموزش سرمایه‌گذاران حقیقی جهت رسیدن به سطح مطلوبی از دانش سرمایه‌گذاری و سواد مالی و نیز ارتقای شناخت آنان در خصوص ویژگی‌های شخصیتی و روان‌شناختی‌شان تدوین و اجرا نمایند. همچنین پیشنهاد می‌گردد افراد قبل از سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، همه ابعاد الگوی نهایی این تحقیق را موردبررسی قرار داده و با شناخت و درک صحیح از رفتارهای مالی‌شان، از کلیه توانایی‌ها، نارسایی‌ها، محدودیت‌ها و سوگیری‌های خود آگاهی یافته و با درک هیجان‌ها و مدیریت احساسات به نتایج مالی بهتری در بازار سرمایه دست یابند.

به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌گردد پرسش‌نامه‌ای استاندارد دربرگیرنده همه مقوله‌های شناسایی‌شده این پژوهش تدوین نموده که از طریق آن بتوان ظرفیت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی بازار سرمایه را در هر یک از ابعاد اندازه‌گیری کرد و همچنین نگرش آن‌ها نسبت به ریسک را با تفاوت‌های هر یک در ویژگی‌های شخصیتی، روان‌شناختی، سواد مالی، دانش سرمایه‌گذاری، آینده‌پژوهی فردی و... مورد ارزیابی و بررسی قرار داد.

#### تقدیر و تشکر

بدینوسیله از معاونت محترم پژوهشی دانشگاه آزاد اسلامی واحد ساری به خاطر همکاری در اجرای پژوهش حاضر سپاسگزاری می‌شود.

#### منابع

آقازاده، هاشم؛ اسفیدانی، محمدرحیم و قلی‌مطلق، مجید (۱۳۹۵). طراحی مقیاس ارزیابی اخلاقی فروش شخصی. پژوهش‌های مدیریت در ایران، ۲۰(۳)، ۱-۲۴

- پناهی، بلال؛ فتحی، محمدرضا؛ مهدیه نجف‌آبادی، علی و رضی محبسراج، سمیه (۱۴۰۱). بررسی الگوی ارتباطی بین رفتارهای گذشته و سواد مالی با قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام با نقش میانجی متغیرهای فردی. *مجله توسعه و سرمایه*، ۷(۲)، ۱۷۳-۱۹۰  
[https://jdc.uk.ac.ir/article\\_3320\\_798335fc4c513b26a5f7dd50b63fdadb.pdf](https://jdc.uk.ac.ir/article_3320_798335fc4c513b26a5f7dd50b63fdadb.pdf)
- تیشه‌یار، ماندانا (۱۳۹۰). آینده‌پژوهی در مطالعات استراتژیک. چاپ اول، پژوهشکده مطالعات راهبردی، تهران.
- جلیلی، اسماعیل؛ مشبکی، اصغر؛ خدادادحسینی، سید حمید و آذر، عادل (۱۳۹۸). طراحی مدل اجرای استراتژی ادغام سازمان‌های دولتی ایران. *پژوهش‌های مدیریت در ایران*، ۲۳(۲)، ۱۵۱-۱۸۱  
[https://mri.modares.ac.ir/article\\_498\\_0758f1a7e2097b3ce5436e05e1f283e5.pdf](https://mri.modares.ac.ir/article_498_0758f1a7e2097b3ce5436e05e1f283e5.pdf)
- دانایی‌فرد، حسن و اسلامی، آذر (۱۳۹۰). کاربرد استراتژی نظریه داده‌بنیاد در عمل، ساخت نظریه بی‌تفاوتی سازمانی. چاپ اول، انتشارات دانشگاه امام صادق (علیه‌السلام)، تهران.
- دانایی‌فرد، حسن؛ الوانی، سیدمهدی و آذر، عادل (۱۳۹۸). روش‌شناسی پژوهش کیفی در مدیریت: رویکردی جامع. چاپ ششم، انتشارات صفار، تهران.
- دانایی‌فرد، حسن و امامی، سیدمجتبی (۱۳۸۶). استراتژی‌های پژوهش کیفی: تأملی بر نظریه‌پردازی داده‌بنیاد. *اندیشه مدیریت*، ۱(۲)، ۶۹-۷۶  
<https://www.sid.ir/paper/473152/fa>
- داودی، اکرم؛ خوزین، علی و نادریان، آرش (۱۴۰۱). تمایلات سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه: تحلیل بازگشتی، علل و عوامل آن. *مجله توسعه و سرمایه*، ۷(۲)، ۱۹۱-۲۱۲  
[https://jdc.uk.ac.ir/article\\_3334\\_8987af38324b7dd870ac2b944bd94f49.pdf](https://jdc.uk.ac.ir/article_3334_8987af38324b7dd870ac2b944bd94f49.pdf)
- فرهادی شریف‌آباد، محسن و دعائی، میثم (۱۴۰۰). مدل‌سازی تمایلات سرمایه‌گذاران با تأکید بر عوامل روان‌شناختی با استفاده از روش دلفی فازی و دیمتل. *پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری*، ۲(۵)، ۱۱۳-۱۴۴  
<https://sid.ir/paper/962026/fa>
- فلاح شمس‌لیالستانی، میرفیض؛ قالیباف اصل، حسن و سرابی نویخت، سمیرا (۱۳۸۹). بررسی اثر تجربه بر ریسک‌پذیری، بیش‌اطمینانی و رفتار توده‌وار مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران. *بورس اوراق بهادار*، ۳(۱۲)، ۲۵-۴۲  
<https://www.sid.ir/paper/484362/fa>
- قاسمی، بهزاد و والمحمدی، چنگیز (۱۳۹۷). طراحی مدل بلوغ مدیریت دانش در کلاس جهانی بر اساس مدل تعالی: یک رویکرد آمیخته. *پژوهش‌های مدیریت عمومی*، ۱۱(۴۰)، ۸۲-۱۰۷  
[https://jmr.usb.ac.ir/article\\_4295\\_384286d15a243278d6fee5d273c2c12b.pdf](https://jmr.usb.ac.ir/article_4295_384286d15a243278d6fee5d273c2c12b.pdf)
- قلی‌پور، آرین و افتخار، نیره (۱۳۹۵). ارائه مدل مدیریت استعداد به روش نظریه‌مبنایی (مورد مطالعه: اپراتور تلفن همراه). *پژوهش‌های مدیریت عمومی*، ۹(۳۴)، ۵۹-۹۰  
[https://jmr.usb.ac.ir/article\\_3103\\_de8652cca30289853874bfbdb4dd4e5fd.pdf](https://jmr.usb.ac.ir/article_3103_de8652cca30289853874bfbdb4dd4e5fd.pdf)
- کنجکاومنفرد، امیررضا؛ فتحی، سعید و رنجبریان، بهرام (۱۳۹۴). تبیین مدل ریسک‌ادراک شده مشتریان خدمات سرمایه‌گذاری. *کاوش‌های مدیریت بازرگانی*، ۱۴(۷)، ۱۹۱-۲۱۰  
[https://bar.yazd.ac.ir/article\\_661\\_1a37855717c70175d088d3e685bd35de.pdf](https://bar.yazd.ac.ir/article_661_1a37855717c70175d088d3e685bd35de.pdf)
- میرزهرگی، سید پوریا؛ همت‌فر، محمود و جنایی، محمدحسن (۱۴۰۱). تبیین الگوی مناسب قدرت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران بر اساس ویژگی‌های شخصیتی. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۴(۵۳)، ۱۳۵-۱۶۱  
[https://journals.iau.ir/article\\_691690\\_e09062db7f51e30f1188bbf755290153.pdf](https://journals.iau.ir/article_691690_e09062db7f51e30f1188bbf755290153.pdf)
- ملکی‌فر، سیاوش و ملکی‌فر، فرخنده (۱۳۹۴). آینده‌پژوهی پیشرفته. چاپ اول، نشر آینده‌پژوه، تهران.
- مهرعلی تبارفیروز‌جاه، بهروز؛ بهارمقدم، مهدی و شمس‌الدینی، کاظم (۱۴۰۱). بررسی و تبیین عوامل موثر بر تصمیم‌گیری‌های متفاوت سرمایه‌گذاران در ایران. *مجله توسعه و سرمایه*، ۸(۲)، ۷۳-۹۰.
- نایب‌محسنی، شیدا؛ خلیفه سلطانی، سیداحمد و حجازی، رضوان (۱۴۰۰). تدوین مدل رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در بازار سرمایه ایران. *تحقیقات مالی*، ۲۳(۴)، ۶۲۵-۶۵۲  
[https://jfr.ut.ac.ir/article\\_86311\\_45125d2a63248323f8ca9eb9d439f006.pdf](https://jfr.ut.ac.ir/article_86311_45125d2a63248323f8ca9eb9d439f006.pdf)
- ودیدی، محمدحسین و شکوهی‌زاده، محمود (۱۳۹۱). بررسی معیارهای مالی موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار. *مجله دانش حسابداری*، ۳(۸)، ۱۵۱-۱۷۱  
[https://jak.uk.ac.ir/article\\_8\\_9d10d4a5099ce0e0ef2a796202ab14ee.pdf](https://jak.uk.ac.ir/article_8_9d10d4a5099ce0e0ef2a796202ab14ee.pdf)
- هیجرودی، فاطمه؛ دوستار، محمد و مرادی، محمود (۱۳۹۷). تحلیل تعدیلگری مدل پنج‌عاملی شخصیت بر تأثیرگذاری کسب اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۷(۲۵)، ۳۹-۵۹  
[https://jik.srbiau.ac.ir/article\\_11980\\_fedd311017839a](https://jik.srbiau.ac.ir/article_11980_fedd311017839a)  
 141d6e73f9a11631f7.pdf

## References

- Aghazade, H., Esfidani, M., & Gholimotlagh, M. (2021). Developing a personal selling ethical assessment scale. *Management Research in Iran*, 20(3), 1-24 [https://mri.modares.ac.ir/article\\_399\\_b60118fb404d773dbc25c908db87a0c0.pdf](https://mri.modares.ac.ir/article_399_b60118fb404d773dbc25c908db87a0c0.pdf) [In Persian].
- Ahmad, Z., Ibrahim, H., & Tuyon, J. (2017). Institutional investor behavioral biases: syntheses of theory and evidence. *Management Research Review*, 40(5), 578-603. doi:10.1108/MRR-04-2016-0091.
- Bazerman, M., & Moore, D.A. (1998). Judgment in managerial decision-making. Wiley, London.
- Bell, W. (2009). Foundations of Futures Studies: Human science for a new era: History, Purposes, Knowledge. Transaction Publishers, New Brunswick.
- Chang, Y.Y., Faff, R.W., & Hwang, C.Y. (2009). Does investor sentiment impact global equity markets? *Asian Finance Association Conference Paper*.
- Choudhary, S., & Ahuja, H. (2017). Behavioral finance in investment decisions: A literature review and related issues. *International Journal of Engineering Technology, Management and Applied Sciences*, 4(3), 174-177 doi:10.46336/ijeer.v3i3.460.
- Danaeifard, H., & Eslami, A. (2010). Application of grounded theory, construction of organizational indifference. First edition, Imam Sadegh University, Tehran [In Persian].
- Danaifard, H., Elwani, S.M., & Azar, A. (2018). Qualitative research methodology in management: A comprehensive approach. 6th edition, Saffar publishing, Tehran [In Persian].
- Danaeifard, H., & Emami, S.M. (2007). Strategies of qualitative research: A reflection on grounded theory. *Strategic Management Thought*, 1(2), 69-97 <https://www.sid.ir/paper/473152/fa> [In Persian].
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor psychology and security market under-and overreactions. *The Journal of Finance*, 53(6), 1839-1885 <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00077>.
- Davoudi, A., Khozein, A., & Naderian, A. (2022). Investor inclinations towards capital market: Recursive analysis, causes, and factors. *Journal of Development and Capital*, 7(2), 191-212 [https://jdc.uk.ac.ir/article\\_3334\\_8987af38324b7dd870ac2b944bd94f49.pdf](https://jdc.uk.ac.ir/article_3334_8987af38324b7dd870ac2b944bd94f49.pdf) [In Persian].
- Dunegan, K.J. (1993). Framing, cognitive modes and image theory: Toward an understanding of a glass half full. *Journal of Applied Psychology, American Psychological Association*, 78(3), 491 <https://doi.org/10.1037/0021-9010.78.3.491>.
- Falah Shams Lialestani, M., Qalibaf Asl, H., & Saraei Nobakht, S. (2011). The impact of experience on risktaking, overconfidence and herding of investment companies' managers in. *Journal of Securities Exchange*, 3(12), 25-42 <https://www.sid.ir/paper/484362/fa> [In Persian].
- Figner, B., Mackinlay, R.J., Wilkening, F., & Weber, E.U. (2009). Affective and deliberative processes in risky choice: Age differences in risk taking in the Columbia Card Task. *Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory, and Cognition*, (35), 709-730 <https://doi.org/10.1037/a0014983>.
- Figner, B., & Weber, E.U. (2011). Who takes risks when and why? Determinants of risk taking. *Current Directions in Psychological Science*, 20(4), 211-216 DOI: 10.1177/0963721411415790.
- Farhadi Sharif Abad, M., & Doaei, M. (2022). Modeling investor tendencies with emphasis on psychological factors by fuzzy Delphi and DEMATEL methods. *Advances in Finance and Investment*, 2(5), 144-113 <https://sid.ir/paper/962026/fa> [In Persian].
- Ghasemi, B., & Valmohammadi, C. (2018). Designing a maturity model of world-class knowledge management based on the excellence model: A mixed approach. *Public Management Researches*, 11(40), 79-107 [https://jmr.usb.ac.ir/article\\_4295\\_384286d15a243278d6fee5d273c2c12b.pdf](https://jmr.usb.ac.ir/article_4295_384286d15a243278d6fee5d273c2c12b.pdf) [In Persian].
- Gholipor, A., & Eftekhar, N. (2017). Introducing a talent management model based on grounded theory (Case study: Telecom operator). *Public Management Researches*, 9(34), 59-90 [https://jmr.usb.ac.ir/article\\_3103\\_de8652cca30289853874bfdb4dd4e5fd.pdf](https://jmr.usb.ac.ir/article_3103_de8652cca30289853874bfdb4dd4e5fd.pdf) [In Persian].
- Hayward, P. (2003). Foresight in everyday life. Australian foresight institute, hawthorn. [https://foresightinternational.com.au/wp-content/uploads/2015/09/AFI\\_Monograph\\_01.pdf](https://foresightinternational.com.au/wp-content/uploads/2015/09/AFI_Monograph_01.pdf).
- Hijroudi, F., Doustar, M., & Moradi, M. (2018). Analysis of the role of five factor model of personality on the The effect of financial information acquisition on behavior of investors in the Tehran Stock Exchange. *Journal of Investment Knowledge*, 7(25), 39-60 [https://jik.srbiau.ac.ir/article\\_11980\\_fedd311017839a141d6e73f9a11631f7.pdf](https://jik.srbiau.ac.ir/article_11980_fedd311017839a141d6e73f9a11631f7.pdf) [In Persian].

- Hirshleifer, D., Low, A., & Teoh, S.H. (2012). Are overconfident CEOs better innovators? *The Journal of Finance*, 67(4), 1457-1498 <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01753.x>.
- Hogarth, R.M. (1987). Judgment and choice. Wiley, Chichester.
- Huangfu, G., & Zhu, L. (2014). A reexamination of the robustness of the framing effect in cognitive processing. *Social Behavior and Personality: An international journal*, Scientific Journal Publishers, 42(1), 37-43. DOI: <https://doi.org/10.2224/sbp.2014.42.1.37>.
- Insworth-Land, G.T., & Jarman, B. (1992). Breakpoint and beyond : mastering the future--today. HarperBusiness. <https://www.goodreads.com/en/book/show/1386841>.
- Jalili, E., Hoseini, K.S.H., Moshabaki, A., & Azar, A. (2019). Designing the model of implementation of integration strategy of public organizations in Iran. *Management Research in Iran*, 23(2), 151-181 [https://mri.modares.ac.ir/article\\_498\\_0758f1a7e2097b3ce5436e05e1f283e5.pdf](https://mri.modares.ac.ir/article_498_0758f1a7e2097b3ce5436e05e1f283e5.pdf) [In Persian].
- Jonsson, S., Söderberg, I.L., & Wilhelmsson, M. (2017). An investigation of the impact of financial literacy, risk attitude, and saving motives on the attenuation of mutual fund investors' disposition bias. *Managerial Finance*, 43(3), 282-298. doi:10.1108/MF-10-2015-0269.
- Kaufmann, C., & Weber, M. (2013). Sometimes less is more—The influence of information aggregation on investment decisions. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 95, 20-33. DOI: 10.1016/j.jebo.2013.08.005.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47, 263-291 <https://doi.org/10.2307/1914185>.
- Konjkav Monfared, A.R., Fathi, S., & Ranjbarian, B. (2015). Developing a perceived risk model for customers of investment services. *Journal of Business Administration Researches*, 7(14), 191-210 [https://bar.yazd.ac.ir/article\\_661\\_1a37855717c70175d088d3e685bd35de.pdf](https://bar.yazd.ac.ir/article_661_1a37855717c70175d088d3e685bd35de.pdf) [In Persian].
- Kumar, S., & Goyal, N. (2015). Behavioural biases in investment decision making – A systematic literature review. *Qualitative Research in Financial Markets*, 7(1), 88-108. <https://doi.org/10.1108/QRFM-07-2014-0022>.
- Lee, J. (2001). A grounded theory: Integration and internalization in ERP adoption and use. ETD collection for University of Nebraska, Lincoln. <https://digitalcommons.unl.edu/dissertations/AAI3016318>.
- Lin, H.W. (2011). Elucidating rational investment decisions and behavioral biases: Evidence from the Taiwanese stock market. *African Journal of Business Management*, 5(5), 1630-1641 <https://doi.org/10.5897/AJBM10.474>.
- Loewenstein, G.F., weber, E.U., Hsee, C.K., & Welch, N. (2001). Risk as feelings. *Psychological Bulletin*, 127(2), 267-286 <https://doi.org/10.1037/0033-2909.127.2.267>.
- Malekifar, S., & Malekifar, F. (2014). Advanced Futures studies. First edition, Ayandepajoo publishing, Tehran [In Persian].
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91 <https://doi.org/10.2307/2975974>.
- Mehralitabar Firouzjah, B., Baharmoghadam, M., & shamsadini, K. (2022). Investigation and explanation the factors affecting different decisions of investors in the Iran. *Journal of Development and Capital*, 8(2), 73-90 [In Persian].
- Mbaluka, P., Muthama, C., & Kalunda, E. (2012). Prospect theory: Test on framing and loss aversion effects on investors decision-making process at the Nairobi securities exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*, 3(9), 31-41 <https://api.core.ac.uk/oai/oai:ajs.localhost:article/3148>.
- Mirbourzurgi, S.P., Hematfar, M., & Janani, M.H. (2022). Explaining the appropriate model of investors risk power based on personality characteristics. *Financial Accounting and Auditing Research*, 14(53), 135-162 [https://journals.iau.ir/article\\_691690\\_e09062db7f51e30f1188bbf755290153.pdf](https://journals.iau.ir/article_691690_e09062db7f51e30f1188bbf755290153.pdf) [In Persian].
- Mittal, V., & Ross, W.T. (1998). The impact of positive and negative affect and issue framing on issue interpretation and risk taking. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 76(3), 298-324 <https://doi.org/10.1006/obhd.1998.2808>.
- Nayebmohseni, S., Khalifehsultani, S.A., & Hejazi, R. (2022). Developing a behavioral model of individual investors' decision-making in the Iranian capital market. *Financial Research Journal*, 23(4), 625-652 [https://jfr.ut.ac.ir/article\\_86311\\_45125d2a63248323f8ca9eb9d439f006.pdf](https://jfr.ut.ac.ir/article_86311_45125d2a63248323f8ca9eb9d439f006.pdf) [In Persian].
- Panahi, B., Fathi, M.R., Mahdih Najafabadi, A., & Razi Moheb Seraj, S. (2022). Investigating the relationship between past behaviors and financial literacy with the intention to invest in the stock market with the mediating role of individual variables. *Journal of Development and Capital*, 7(2), 173-189 [https://jdc.uk.ac.ir/article\\_3320\\_798335fc4c513b26a5f7dd50b63fdadb.pdf](https://jdc.uk.ac.ir/article_3320_798335fc4c513b26a5f7dd50b63fdadb.pdf) [In Persian].



- Pompian, M.M. (2006). Behavioural finance and wealth management: Building optimal portfolios that account for investor biases. Hoboken, New Jersey, Usa: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken. <http://www.untag-smd.ac.id>.
- Ranaweera, S.S., & Kawshala, H. (2021). Influence of behavioral biases on investment decision making with moderating role of financial literacy and risk attitude: A study based on Colombo stock exchange. *12th International Conference on Business & Information ICBI*, University of Kelaniya, Sri Lanka: ISSN 2465-6399. 80-92 doi:[10.2139/ssrn.4116979](https://doi.org/10.2139/ssrn.4116979).
- Ricciardi, V., & Simon, H.K. (2000). What is behavioral finance? *The Business, Education and Technology Journal*, 2(2), 1-9 <https://ssrn.com/abstract=256754>.
- Rocciolo, F., Gheno, A., & Brooks, C. (2019). Optimism, volatility and decision-making in stock markets. *International Review of Financial Analysis*, 66(5), 1-11 <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.05.007>.
- Seo, M.G., Goldfarb, B., & Barrett, L.F. (2010). Affect and the framing effect within individuals over time: Risk taking in a dynamic investment simulation. *Academy of Management Journal, Academy of Management*, 53(2), 411-431 doi:[10.5465/AMJ.2010.49389383](https://doi.org/10.5465/AMJ.2010.49389383).
- Corbin, J.M., & Strauss, A.L. (1998). Basics of qualitative research: techniques and procedures for developing grounded theory. Sage publications, California doi:<https://doi.org/10.4135/9781452230153>.
- Strauss, A.L. (1987). Qualitative analysis for social scientists. Cambridge University Press, Cambridge [Cambridgeshire] <https://worldcat.org/title/1022747532>.
- Society The Future World. (2004). The art of foresight. World Future Society, Bethesda. [https://atumid.dk/sites/default/files/aktiviteter/art\\_of\\_foresight.pdf](https://atumid.dk/sites/default/files/aktiviteter/art_of_foresight.pdf)
- Tayali, H.A., & Tolun, S. (2018). Dimension reduction in mean-variance portfolio optimization. *Expert Systems with Applications*, 92, 161-169 <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2017.09.009>.
- Tisheyar, M. (2010). Futures studies in strategic studies. First edition, Strategic Studies Research Institute, Tehran [In Persian].
- Vadie, M.H., & Shokouhizadeh, M. (2012). Effective criteria on investor's decision making in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Knowledge*, 3(8), 151-171 [https://jak.uk.ac.ir/article\\_8\\_9d10d4a5099ce0e0ef2a796202ab14ee.pdf](https://jak.uk.ac.ir/article_8_9d10d4a5099ce0e0ef2a796202ab14ee.pdf) [In Persian].
- Weber, E.U., Blais, A.R., & Betz, N.E. (2002). A domain-specific risk-attitude scale: Measuring risk perceptions and risk behaviors. *Journal of Behavioral Decision Making*, (15), 263-290 <https://doi.org/10.1002/bdm.414>.
- Weber, M., weber, E.U., & Nasic, A. (2013). Who takes risks when and why: determinants of changes in investor risk taking. *Review of Finance*, 17(3), 847-883 <https://doi.org/10.1093/rof/rfs024>.
- Yates, J.F., Lee, J.W., & Bush, J.G. (1997). General knowledge overconfidence: Cross-national variations, response style, and reality. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 70(2), 87-94 doi:[10.1006/OBHD.1997.2696](https://doi.org/10.1006/OBHD.1997.2696).
- Yuningsih, Y., Ismiyanti, F., Made, N.I., Mawardi, A.I., & Suhada, B. (2020). Risk taking investment as the interaction effect of loss aversion and information (Pilot test). *Quality Management*, 21(175), 107-112 <https://repository.ummetro.ac.id/files/artikel/3801.pdf>.