



Explanation of Behavioral Patterns in Decision-Making of Investors in the Iran's Capital Market

Reza Sotudeh¹, Alireza Hiran², Bahareh Barahoi Pirnia³

Received: 2024/03/15

Accepted: 2024/06/02

Research Paper

Extended Abstract

Background and purpose: The financial study and analysis of investors' behavior is a new concept in the field of financial management. The main goals of the current project are the explaining and eventual ranking of components involved in the investors' decision-making, which will be done by interview and content-analysis.

Methodology: Due to the interviews having been conducted in the year 2023-2024, the project, therefore, will take place in a gradual time-window; it will have an exploratory objective and be qualitative in its nature of execution, since the first section (the data) will be compiled using different methods such as content-analysis, interview, observation, and partnership: The data for this project has also been compiled by interview. The statistics pool of the current project contains accountants, expert academics in the field, and financial managers who in turn make up 18 of the academics mentioned.

Findings: The info shows that financial managers, accountants, and academics have confirmed the behavioral decision-making components and indicators, as the sum has been greater than 3, and all p-value quantities have measured to below 0.05. Data for this project has been collected by interviewing academics. For the purposes of answering the questions posed by the project in regards to the identifying and ranking of the indicators and components, 8 components and 31 indicators have been selected.

Discussion: In regards to the first question: What are the behavioral components and indicators of investors' decision-making? According to the project's findings, eight components with subsequent indicators were extracted: The inclination toward maintaining and protecting wealth, with the following indicators: 1) conservative investing, 2) smart investing decisions, 3) cost-benefit comparison, 4) deliberation of investment time-horizon. The inclination toward financial behavior, with the following indicators: 1) financial decision-making in investing, 2) financial analysis in investing, 3) avoidance of emotional impulses in investing, 4) varied investment portfolio. The inclination toward group-thinking with the following indicators: 1) avoidance of individualistic and uninformed decision-making, 2)

¹Assistant Professor, Department of Accounting, Nikshahr Branch, Islamic Azad university, Nikshahr, Iran.
(Email: Re.Sotudeh1363@iau.ac.ir)

² Assistant Professor, Department of Accounting, Khash Branch, Islamic Azad university, Khash, Iran.
(Email: alireza.hiran@gmail.com)

³Department of Accounting, Technical and Vocational University, Tehran, Iran. PhD student, accounting.
(Email: Barahooy@gmail.com)



referring to the experiences of successful investors, 3) seeking optimization for curation of financial portfolios, 4) clever decision-making by the collective, 5) strategic thinking based on financial graphs. The inclination toward change with the following indicators: 1) avoiding static decision-making while investing, 2) timely decision-making based on up-to-date data, 3) timely change of decisions based on the market and economical condition, 4) taking note of economical traces and the time-horizon of decisions and feedbacks. The inclination toward info-finding with the following indicators: 1) the decision to invest according to the correct info, 2) the decision to invest according to precise info, 3) the decision to invest according to complete info, 4) the decision to invest according to related info, 5) the decision to invest according to trustworthy info. The inclination toward fast decision-making with the following indicators; 1) having up-to-date personal and collective information by the investor, 2) employing tree-charts for investing decisions, 3) spontaneous decision-making according to the stock market info. The inclination toward risk measurement with the following indicators: 1) measuring investment risks, 2) varied investment portfolio according to the risks, 3) risk measurement using experience and previous knowledge. The inclination toward self-confidence with the following indicators: 1) avoidance of doubt and apprehension in decision-making, 2) the decision to make smart and stable investments, 3) the increase of personal financial knowledge for the curation of financial portfolios. The results of this project align with those of the following projects: “Abdolrahimian and Associates (2018-2019)” “Ghayour Baghbani and Behboudi (2017-2018)” “Yan Fang (2023)” “Rosillo and Associates (2019)” “Chavoshi and Falatounnezhad (2017-2018)” In regards to the second question: What is the ranking of the behavioral decision-making components of investors?

According to the results gained by employing the Friedman test, the components are hereby ranked in the following order: 1st Inclination toward risk measurement, 2nd Inclination toward maintaining and protecting wealth, 3rd Inclination toward info-finding, 4th Inclination toward fast decision-making, 5th Inclination toward financial behavior, 6th Inclination toward group-thinking, 7th Inclination toward change, and 8th Inclination toward self-confidence.

Keywords: Behavioral Components, Capital Market, Decision Making.

JEL Classification: G11, G41, D91, D01.



تبیین الگوی رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران

رضا ستوده^۱، علیرضا هیراد^۲، بهاره براهویی پیرنیا^۳

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۱۲/۲۵

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۳/۱۳

چکیده

بررسی و تحلیل مالی رفتاری سرمایه‌گذاران یکی از مباحث مهم رشته مدیریت مالی محسوب می‌شود. هدف اصلی پژوهش حاضر تبیین الگو و در نهایت رتبه‌بندی مؤلفه‌های رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران است. روش پژوهش کیفی به روش نظریه داده‌بنیاد و از طریق مصاحبه با ۱۸ نفر از خبرگان حرفه و دانشگاه در سال ۱۴۰۲ صورت گرفته است. با توجه به نتایج پژوهش الگوی رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه کشور شامل، هشت مؤلفه تمایل به اندازه‌گیری ریسک، تمایل به نگهداری و محافظت از سرمایه، تمایل به جستجوی اطلاعات، تمایل به تصمیم‌گیری سریع، تمایل به رفتار اقتصادی، تمایل به تفکر گروهی، تمایل به تغییر و تمایل به اعتماد به نفس است. همچنین ۳۱ شاخص استخراج گردید. براساس نتایج آزمون فریدمن، مؤلفه تمایل به اندازه‌گیری ریسک در رتبه اول، مؤلفه تمایل به نگهداری و محافظت از سرمایه در رتبه دوم، تمایل به جستجوی اطلاعات در رتبه سوم، مؤلفه تمایل به تصمیم‌گیری سریع در رتبه چهارم، مؤلفه تمایل به رفتار اقتصادی در رتبه پنجم، مؤلفه تمایل به تفکر گروهی در رتبه ششم، مؤلفه تمایل به تغییر در رتبه هفتم و مؤلفه تمایل به اعتماد به نفس در رتبه هشتم قرار گرفت.

کلمات کلیدی: مؤلفه‌های رفتاری، بازار سرمایه، تصمیم‌گیری.

طبقه‌بندی موضوعی: G11, G41, D91, D01

پروژه‌سکاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

۱. گروه حسابداری، واحد نیک‌شهر، دانشگاه آزاد اسلامی، نیک‌شهر، ایران. (نویسنده مسئول) (Email: Re.Sotudeh1363@iau.ac.ir)

۲. گروه حسابداری، واحد خاش، دانشگاه آزاد اسلامی، خاش، ایران (Email: alireza.hirad@gmail.com)

۳. گروه حسابداری، دانشگاه فنی و حرفه‌ای، تهران، ایران (Email: Barahooy@gmail.com)



مقدمه

در چندین دهه، عقلانیت کامل سرمایه‌گذاران، فرضیه اصلی بسیاری از پژوهش‌های دانشگاهی به شمار می‌رفت (چاندرا و راویندر^۱، ۲۰۱۱). نظریه‌های کلاسیک بر این فرض استوارند که سرمایه‌گذاران در زمان تصمیم‌گیری به صورت کاملاً عقلایی عمل می‌کنند، این فرض با نظریه انسان اقتصادی عقلایی منطبق است. انسان اقتصادی عقلایی، کسی است که ضمن برخورداری از قوه ادراکی یک انسان سالم به صورت عاقلانه رفتار کند. رفتار عقلایی، رفتاری است مبتنی بر استفاده از عقلانیت نامحدود که به انتخاب عقلایی و تصمیم‌گیری عقلایی منتج می‌شود (کیم و نوفسینگر^۲، ۲۰۰۸)؛ اما در برخی مواقع، عوامل مختلفی باعث بروز رفتار غیرعقلایی می‌شود و نحوه تصمیم آن‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. این دسته از عوامل، عرصه ظهور علوم رفتاری در مباحث مالی را ایجاد کرده است. مالی رفتاری، این موضوع را بررسی می‌کند که چگونه افراد، اطلاعات را گردآوری، تعبیر و پردازش می‌کنند (ریزی^۳، ۲۰۰۸). تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی از عوامل فراوانی متأثر است که بسیاری از آن‌ها در رویکردهای عقلانی تصمیم‌گیری توجیه‌شدنی نیست. عواملی مانند نظام ارزشی، اعتقادات و پیش‌فرض‌های فرهنگی موجب بروز سوگیری در فرایند تصمیم‌گیری می‌شود که رفتار و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد (غیور باغبانی و بهبودی، ۱۳۹۶). فرایند تصمیم‌گیری انسان پیچیده است و تحت تأثیر عوامل مختلفی قرار می‌گیرد. تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران، انحراف قیمت سهام از قیمت‌های واقعی را به دنبال دارد و به قیمت‌گذاری نادرست سهام و در نتیجه سرمایه‌گذاری ناکارآمد منجر می‌شود. مالی رفتاری در پاسخ به انتقادهای وارد به نظریه‌های مالی سنتی، تلاش می‌کند تا با در نظر گرفتن این واقعیت که سرمایه‌گذاران به طور کامل منطقی نیستند و سوپیه‌های رفتاری بر تصمیم‌های آنان اثر می‌گذارد، ناهنجاری‌های موجود در بازارهای مالی را توضیح دهد (نایب محسنی و همکاران، ۱۴۰۰). سرمایه‌گذاری بهینه در بازار رقابتی امروز، نیازمند توزیع عادلانه خدمت به فعالان بازار سرمایه هست. این امر منوط به شناسایی و اولویت‌بندی مؤلفه‌های مهم تأثیرگذار بر رفتارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است (چاووشی و فلاطون‌نژاد، ۱۳۹۶). همچنین، این مؤلفه‌های رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌توانند به تفاوت‌های بین سرمایه‌گذاران در رفتار و تصمیم‌گیری‌هایشان کمک کنند: (۱) تمایل به نگهداری از سرمایه: سرمایه‌گذاران معمولاً تمایل دارند سرمایه خود را در برابر خطرات مختلف محافظت کنند و از اتخاذ تصمیم‌های خطرناک خودداری کنند؛ (۲) تمایل به رفتار اقتصادی: سرمایه‌گذاران معمولاً تمایل دارند تصمیم‌هایشان را براساس تحلیل و محاسبات اقتصادی اتخاذ کنند و از تصمیم‌های احساسی خودداری کنند، در نظریات کلاسیک، رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه بر مبنای نظریه مطلوبیت اقتصادی تفسیر می‌شد (نلسون و همکاران^۴، ۲۰۰۸)؛ (۳) تمایل به تفکر گروهی: سرمایه‌گذاران ممکن است تمایل داشته باشند تصمیم‌های خود را با توجه به نظرات و تجربیات افراد دیگر بگیرند و از تصمیم‌های فردی خودداری کنند (عزیزی و همکاران، ۱۴۰۲)، طرفداران دانش مالی رفتاری اعتقاد راسخی دارند که آگاهی از تمایلات روان‌شناختی در عرصه سرمایه‌گذاری، کاملاً ضروری و نیازمند توسعه جدی دامنه مطالعاتی است. (۴) تمایل به تغییر: سرمایه‌گذاران ممکن است تمایل داشته باشند تصمیم‌های خود را با توجه به تغییرات در بازار و شرایط اقتصادی تغییر دهند و از تصمیم‌های ثابت خودداری کنند، (۵) تمایل به جستجوی اطلاعات: سرمایه‌گذاران معمولاً تمایل دارند قبل از اتخاذ تصمیم‌ها، اطلاعات لازم را جمع‌آوری و تحلیل

1. Chandra & Ravinder
 2. Kim & Nofsinger
 3. Rizzi
 4. Nelson et al.

کنند و از تصمیم‌های بی‌اطلاع خودداری کنند. پیش‌بینی بازده سهام یکی از دغدغه‌های اصلی سرمایه‌گذاران است، زیرا به این وسیله می‌توانند در سطح مشخصی از ریسک به بازدهی بیشتری دست یابند. تجزیه و تحلیل محتوای اطلاعاتی موجود در گزارش‌های مالی منجر به افزایش یادگیری سرمایه‌گذاران و به تبع آن تغییر میزان علامت‌دهی سود می‌شود (علیخانی و سروش یار، ۱۴۰۲؛ ۶) تمایل به اندازه‌گیری ریسک: سرمایه‌گذاران معمولاً تمایل دارند خطرات مختلف را اندازه‌گیری و ارزیابی کنند و از تصمیم‌های بی‌خطر خودداری کنند، روسیولو و همکاران چارچوب جدیدی برای تصمیم‌گیری در شرایط ریسکی معرفی کردند که در آن ویژگی‌های روان‌شناختی مربوط به درجه خوش‌بینی یا بدبینی تصمیم‌گیرندگان در سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه مورد توجه قرار گرفت (روسیولو و همکاران^۱، ۲۰۱۹؛ ۷) تمایل به تصمیم‌گیری سریع: سرمایه‌گذاران معمولاً تمایل دارند تصمیم‌های خود را به سرعت اتخاذ کنند و از تأخیر در تصمیم‌گیری خودداری کنند؛ (۸) تمایل به اعتماد به نفس: سرمایه‌گذاران معمولاً تمایل دارند به توانایی خود در تصمیم‌گیری اعتماد کنند و از تردید در تصمیم‌گیری خودداری کنند. همچنین، بررسی این مؤلفه‌ها و درک آن‌ها می‌تواند به سازمان‌ها و مدیران سرمایه‌گذاری کمک کند تا رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را بهبود بخشند و بهترین راهبردها را برای مدیریت سرمایه‌گذاری انتخاب کنند. تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران یکی از عوامل کلیدی در موفقیت یا شکست در بازار سرمایه است. رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تحت تأثیر عوامل مختلفی قرار می‌گیرد که می‌توان آن‌ها را به‌عنوان مؤلفه‌های رفتاری تصمیم‌گیری شناخت. هدف اصلی این تحقیق بررسی و تبیین الگوی رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است. با تحلیل و بررسی این مؤلفه‌ها، می‌توان به این موضوع پی برد، چگونه سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری خود تأثیر می‌پذیرند و چه عواملی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر دارند.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

تصمیم‌فرایندی است که منجر به انتخاب از میان گزینه‌های خاصی می‌شود، بنابراین، تصمیم‌گیری و انتخاب در یک سیستم اقتصادی به‌عنوان مهم‌ترین رکن آن سیستم قلمداد می‌شود. در بازار سرمایه، سرمایه‌گذاران هر روز باید تصمیم‌های متعددی اتخاذ نمایند که در نهایت روند حرکتی بازار سرمایه کشور را نشان می‌دهد. از این رو مطالعه مالی رفتاری و بررسی رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه مهم تلقی می‌گردد (سعیدی و فرهانیان، ۱۳۹۴). بنابراین، تصمیم‌های مالی رفتاری برای اجرای موفقیت‌آمیز مدیریت سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه برای سرمایه‌گذاران مهم و اساسی تلقی می‌گردد (مانچوا، ۲۰۲۰). همچنین، یکی از حیاتی‌ترین برنامه‌های پژوهشی دانش مالی امروز که در رأس رد نظریه بازارهای کارا قرار دارد، نظریه مالی رفتاری است که عامل تشریک مساعی بین علوم مالی و علوم اجتماعی است و باعث ژرف‌تر شدن دانش ما از بازارهای مالی شده است. الگوی حاکم بر مباحث مالی امروز که ما قصد توضیح، تشریح و مقایسه آن را داریم، رفتار مالی نام دارد که به زبان ساده عبارت است از یک الگوی فکری که در آن بازارها با استفاده از الگوهای مرکب از علوم اجتماعی، روان‌شناسی، مالی و چند رشته دیگر مطالعه می‌شوند و به عبارت بهتر عاملان اقتصادی در الگوهای رفتاری برخلاف نظریه‌های نئوکلاسیک منطقی نیستند، بلکه یا به خاطر ترجیحاتشان و یا به دلیل سوگیری‌های شناختی نرمال‌اند (عباسی‌اصل و همکاران، ۱۴۰۳). بررسی و تحلیل مالی رفتار سرمایه‌گذاران یکی از مباحث نوپای رشته مدیریت مالی محسوب می‌شود. بر مبنای رویکردهای موجود، مالی رفتار را می‌توان ادغام اقتصاد کلاسیک و علوم روان‌شناسی و تصمیم‌گیری دانست. حال اینکه با توجه به پیشرفت‌های اخیر در بازار سرمایه، باید تمامی عوامل به‌صورت جامع مورد بررسی قرار گیرند. اهمیت این موضوع

زمانی روشن‌تر می‌شود که براساس آمارهای بازار سرمایه، نیمی از حجم معاملات بازار سرمایه توسط سرمایه‌گذاران جزء انجام می‌شود و تعداد فعالان این عرصه بالغ بر نود درصد جمعیت فعال بازار سرمایه را به خود اختصاص داده است (ابراهیمی سرو علیا و همکاران، ۱۳۹۶). امروزه سرمایه‌گذاران برای انتخاب سرمایه‌گذاری، دامنه بسیار وسیعی از عوامل را مدنظر قرار می‌دهند. اما تا به حال، تحقیقات محدودی درباره روش انتخاب از بین سرمایه‌گذاری‌های مختلف انجام شده است. تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران روزبه‌روز پیچیده‌تر و پرخطرتر می‌شود و نتایج این سرمایه‌گذاری‌ها می‌تواند تأثیرات بااهمیتی بر زندگی مردم داشته باشد. اطلاعات کمی در مورد عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران وجود دارد (آقایی و مختاریان، ۱۳۸۳). شاخص‌هایی که سرمایه‌گذاران قبل از سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه مدنظر قرار می‌دهند، عبارت‌اند از: (۱) ریسک‌پذیری: این شاخص نشان می‌دهد تا چه حد سرمایه‌گذاران مایل به پذیرش ریسک هستند. سرمایه‌گذارانی که بیشترین ریسک را می‌پذیرند، ممکن است تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با بازدهی زیاد و ریسک فراوان داشته باشند؛ (۲) تمایل به تأخیر در تصمیم‌گیری: این شاخص نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری خود به چه اندازه به تأخیر می‌افتند. برخی سرمایه‌گذاران ممکن است تمایل داشته باشند تا تصمیم‌هایشان را به تأخیر بیندازند و اطلاعات بیشتری را جمع‌آوری کنند؛ (۳) تمایل به تصمیم‌گیری مبتنی بر احساس: این شاخص نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری خود به چه اندازه به احساسات و ادراکات خود اعتماد دارند. برخی سرمایه‌گذاران ممکن است تصمیم‌هایشان را براساس احساسات و ادراکات شخصی‌شان اتخاذ کنند، طبق پژوهش گبی و زانوتی، سرمایه‌گذارانی که احساس خوش‌بینی دارند، تمایل بیشتری به خرید سهام دارند (گبی و زانوتی، ۲۰۱۹)؛ (۴) تمایل به پیروی از گروه: این شاخص نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری خود به چه اندازه به نظرها و تجربیات افراد دیگر اعتماد دارند. برخی سرمایه‌گذاران ممکن است تصمیم‌های خود را براساس تجربه‌ها و نظرات دیگر سرمایه‌گذاران دیگر اتخاذ کنند، منظور از سرمایه‌گذاری، صرف‌نظر از هزینه کردن پول یا دیگر منابع مالی، در زمان حاضر، به همراه پذیرفتن ریسک (خطر) مشخص یا نامشخص برای کسب سود در آینده هست. مهم‌ترین هدف سرمایه‌گذاری، کسب سود و کاهش هزینه‌های فرصت هست، به این معنی که ممکن است فرد، پول مازاد را کدی داشته باشد که بتواند آن را در محلی برای سرمایه‌گذاری و کسب سود به کار گیرد، اما به علت عدم آگاهی، آن فرصت کسب سود را از دست بدهد. سرمایه‌گذاری می‌تواند در دارایی‌های مالی و دارایی‌های واقعی انجام شود (هیستینگز و میچل، ۲۰۲۰)؛ (۵) تمایل به تصمیم‌گیری مبتنی بر داده‌ها: این شاخص نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری خود به چه اندازه به داده‌های علمی و اطلاعات معتبر اعتماد دارند. برخی سرمایه‌گذاران ممکن است تمایل داشته باشند تصمیم‌هایشان را براساس تحلیل داده‌ها و اطلاعات موجود اتخاذ کنند؛ (۶) تمایل به تصمیم‌گیری سریع: این شاخص نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری خود به چه اندازه تمایل به تصمیم‌گیری سریع دارند. برخی سرمایه‌گذاران ممکن است تصمیم‌هایشان را به سرعت اتخاذ کنند و از تأخیر در تصمیم‌گیری خودداری کنند. همچنین، این شاخص‌ها می‌توانند به سازمان‌ها و مدیران سرمایه‌گذاری کمک کنند تا رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را بهبود بخشند و بهترین راهکارها و راهبردها را برای جذب و نگهداشت سرمایه‌گذاران انتخاب کنند. بنابراین، رفتار سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی یکی از موضوعات مهم در علم مالی است که در این خصوص مالی استاندارد بر رفتار منطقی عاملان اقتصادی و وجود آربیتراژ و مالی رفتاری بر خطاهای رفتاری و محدودیت در آربیتراژ در بازارهای مالی تأکید دارد (خوشنود و همکاران، ۱۳۹۲). با توجه به مباحثی که در مبانی نظری مطرح گردید و با حاکمیت الگوی مالی رفتاری و توجه به

بازار سرمایه، مطالعه و پژوهش درباره موضوع‌های رفتاری و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران اهمیت خاصی یافته است. تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه یک فرایند پیچیده و مهم است که تأثیر زیادی بر روند اقتصاد کشور دارد. این تصمیم‌گیری‌ها بیشتر براساس الگوهای رفتاری و روش‌های تصمیم‌گیری خاصی اتفاق می‌افتد. بنابراین، تحقیق درباره تبیین الگوی رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه کشور، می‌تواند به شناخت بهتر این الگوها و تأثیرات آن‌ها بر بازار سرمایه کمک کند. این تحقیق می‌تواند به بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران از جمله روان‌شناختی، اقتصادی و اجتماعی کمک کند و الگوهای رفتاری آن‌ها را بررسی کند. همچنین می‌تواند به شناخت عواملی که باعث تغییر در الگوی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌شوند، کمک کند و راهکارهایی برای بهبود تصمیم‌گیری آن‌ها ارائه دهد. بنابراین، تحقیق درباره تبیین الگوی رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه کشور، می‌تواند به بهبود فرایند تصمیم‌گیری و همچنین بهبود عملکرد بازار سرمایه کمک کند. در ادامه به برخی پژوهش‌های انجام‌شده در این حوزه اشاره می‌گردد:

عباسی‌اصل و همکاران (۱۴۰۳) در پژوهشی به طراحی و تبیین مدل شناسایی عوامل رفتاری مؤثر بر نوسانات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این تحقیق از لحاظ هدف کاربردی است و از لحاظ روش کار از نوع تحقیقات پیمایشی است. داده‌های این تحقیق با استفاده از نرم‌افزار اسمارت پی‌ال‌اس بررسی شده است. نتایج حاصل از تحقیق نشان داد که سوگیری احساسی کوتاه‌نگری، سوگیری احساسی بهینه‌بینی و سوگیری احساسی سازگارایی بر نوسانات قیمت سهام شرکت‌ها تأثیرگذار می‌باشند.

میربزرگی و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی به تبیین الگوی مناسب قدرت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران بازار سرمایه براساس ویژگی‌های شخصیتی با استفاده از رویکرد تحلیل عاملی اکتشافی و مدل‌سازی معادلات ساختاری پرداختند. این تحقیق از نظر هدف، پژوهشی کاربردی و در دسته تحقیق‌های علی قرار دارد. جامعه موردپژوهش شامل خبرگان و سرمایه‌گذاران بوده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که چهار بعد از زیر عامل‌های شخصیت بر ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران تأثیر مثبت و معنادار دارد لذا می‌توان نتیجه گرفت بین شخصیت و ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران رابطه قوی وجود دارد که در راستای نتایج پژوهش حاضر هست.

نایب محسنی و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی به تدوین مدل رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در بازار سرمایه ایران پرداختند. در پژوهش حاضر، از روش نظریه داده‌بنیاد چندوجهی استفاده شده است. برای گردآوری داده‌ها، مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته عمیق با خبرگان حرفه ترتیب داده شده است. جامعه آماری پژوهش حاضر، سرمایه‌گذاران فردی فعال در بازار سرمایه ایران هستند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که عوامل علی اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران عبارت‌اند از: پشیمان‌گریزی، طمع، ترس، ناهماهنگی شناختی، اثر شهرت، لنگر ذهنی، خوداسنادی، زیان‌گریزی، لذت قمار، تفکر سرمایه‌گذاری، رفتار توده‌ای، بیش‌نگری، نماگری، هیجان کاذب، اعتمادبه‌نفس کاذب، تعصب به گذشته، تازه‌گرایی، حسابداری ذهنی، توانمندپنداری، عدم تقارن معاملاتی، خطای شباهت، اثر کهربایی، توهم قمارباز، انگیزه، افق زمانی، اثر سود اولیه، تجربه، سن، جنسیت و تحلیل.

عبدالرحیمیان و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی به ارائه الگوی رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. مطابق با اهداف تعیین‌شده، تحقیق ترکیبی در بخش‌های کیفی و کمی تحقیق عملیاتی شد. در مرحله کیفی ضمن اتخاذ راهبرد پدیدارنگاری، مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته عمیق با خبرگان بازار سرمایه انجام شد و با استفاده از روش تحلیل محتوا تجزیه و تحلیل گشت که هیجده مؤلفه شناسایی شد. براساس این مؤلفه‌ها پرسش‌نامه بخش کمی تحقیق طراحی گردید. نتایج تحقیق بیانگر این است که زیربنایی‌ترین عامل در رفتار

سرمایه‌گذاران همانا عامل فرهنگ هست. سوگیری‌های شناختی مقدم بر سوگیری‌های عاطفی هستند (نظریه ساخت‌واره) که در کنار تأثیر عامل شخصیت، موجب بروز رفتارهای توده‌وار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی می‌شد.

عبدالرحیمیان و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی به شناسایی عوامل مؤثر بر رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی و ارائه الگوی مرتبط با استفاده از رویکرد تحقیق ترکیبی پرداختند. برای دستیابی به اهداف، راهبرد تحقیق ترکیبی در این پژوهش به کار گرفته شده است. در بخش کیفی تحقیق، ۱۷ مؤلفه تأثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی (آشناگرایی، توجه محدود، خوداسنادی، نقطه اتکا، فرااعتمادی، سفسطه قمارباز، زیان‌گریزی، ریسک‌پذیری فزاینده، توجیه‌گرایی، خوش‌خیالی، پشیمان‌گریزی، افق زمانی، کانون کنترل، تحمل ابهام، مطمئن، مضطرب، محافظه‌کار بی‌پروا) که از روش تحلیل محتوای مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته عمیق از خبرگان بازار سرمایه به دست آمد شناسایی شدند که مبنای تهیه پرسش‌نامه محقق‌ساخته قرار گرفتند. در بخش کمی نیز الگوی نهایی رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی استخراج گردید و برازش شد.

غیور باغبانی و بهبودی (۱۳۹۶) در پژوهشی به شناخت عوامل رفتاری و ارائه الگوی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران با تأکید بر مؤلفه‌های فرهنگی پرداختند. در مرحله کیفی ضمن اتخاذ راهبرد پدیدارنگاری، مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته عمیق با خبرگان تصمیم‌گیری رفتاری انجام شد. داده‌های حاصل از مصاحبه‌ها با استفاده از روش تحلیل محتوا، تحلیل و براساس آن، پرسش‌نامه پژوهش طراحی شد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد در مقوله فرهنگ، مؤلفه‌های نظام ارزشی، کانون کنترل، تحمل ابهام، عادت به سرمایه‌گذاری و افق زمانی در کنار مقوله‌های شخصیت، سوگیری شناختی و سوگیری عاطفی، تصمیم‌های سرمایه‌گذاران را شکل می‌دهد و موجب بروز رفتارهای توده‌وار در تصمیم‌گیری می‌شود. همچنین با وجود تأیید تأثیر مقوله زمان در سایر پژوهش‌ها، تحلیل داده‌ها نشان داد الگوی رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار خراسان رضوی متأثر از عامل زمان نیست.

چاووشی و فلاطون‌نژاد (۱۳۹۶) در پژوهش خود با استفاده از تحلیل عاملی تأییدی و بهره‌گیری از نرم‌افزار آموس، الگوی رفتار مصرف‌کننده را متناظر با ادبیات مالی به رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری تسری داده و شاخص‌های تأثیرگذار بر فرایند تصمیم‌گیری فعالان بازار سرمایه را در چهار قالب رفتار جستجوگری، رفتار اعتبارسنجی، رفتار تحلیلی و سوگیری‌های رفتاری برآزش نموده است. نتایج، حاصل تجزیه و تحلیل نظرهای ۱۴۰ سرمایه‌گذار در بورس اوراق بهادار تهران بود که از طریق پرسش‌نامه‌ای مشتمل بر ۳۳ شاخص مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاری جمع‌آوری شد. همچنین با استفاده از نرم‌افزار اسپاس‌اس‌اس و آزمون رتبه‌ای فریدمن، تفاوت معناداری بین میزان اهمیت اقسام رفتارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در مدل پژوهش کشف شد، که مبتنی بر میزان اهمیت به ترتیب ذیل اولویت‌بندی شدند: ۱. رفتار اعتبارسنجی؛ ۲. رفتار تحلیل‌گری؛ ۳. رفتار جستجوگری و ۴. سوگیری‌های رفتاری.

ابراهیمی سرو علیا و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی عوامل اثرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران جزء پرداختند. این تحقیق پس از بررسی عمیق و جامع ادبیات علمی، چارچوب مفهومی اولیه خود را به نظرخواهی خبرگان به روش دلفی سپرده است که پس از مرحله سوم دلفی، اشباع نظری در اتفاق نظر و هم‌گرایی پاسخ‌ها موجب جمع‌بندی و نهایی شدن چارچوب تحقیق شد. این تحقیق سپس به روش پیمایش اقدام به نظرخواهی از سرمایه‌گذاران جزء بورس اوراق بهادار تهران در مورد عوامل اثرگذار بر رفتار ایشان کرد و در نهایت به روش مدل‌سازی معادلات ساختاری به تبیین عوامل تعیین‌کننده رفتار سرمایه‌گذاران جزء بورس اوراق بهادار تهران پرداخت.

خوشنود و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی به ارزیابی و رتبه‌بندی رفتارهای سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار

تهران به روش فرایند تحلیل شبکه‌ای پرداختند. جهت ارزیابی و رتبه‌بندی رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران از روش فرایند تحلیل شبکه‌ای و نرم‌افزار سوپردسیژن استفاده شده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران در ۴۰ درصد رفتارها و تصمیم‌های خرید و فروش سهام، رفتار توده‌وار دارند و در ۳۳ درصد مواقع فرایند دقیق و تحلیلی را برای تصمیم خرید و فروش سهام انتخاب کرده و منطقی رفتار می‌کنند همچنین حدود ۲۲ درصد رفتارهای سرمایه‌گذاران واکنشی و حدود ۵ درصد تصمیم‌های خرید و فروش سهام آن‌ها شهودی است. براساس نتایج دیگر این پژوهش عوامل مربوط به بازار سهام و آموزش و فرهنگ بیش از سایر عوامل بر رفتارهای سرمایه‌گذاران مؤثر است.

آقایی و مختاریان (۱۳۸۳) در پژوهشی به بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران هنگام خرید سهام استفاده می‌کند. پژوهش کیفی و براساس نظریه داده‌بنیاد می‌باشد. این رویکرد در تحقیقاتی که به بررسی انتخاب محصولات غیرمالی مؤثر بر تصمیم‌گیری می‌پرداخته‌اند نیز استفاده شده است. نتایج به‌دست‌آمده، نشان می‌دهد که اکثریت سرمایه‌گذاران علاقه کمی به سفته‌بازی و معاملات پرخطر دارند. در مورد تصمیم‌گیری برای خرید سهام، معیارهای مالی، از قبیل تقسیم سود و سود هر سهم بسیار مهم است. با این حال اهمیت آن‌ها کمتر از نوسانات قیمت و روند قیمت سهام در بورس است.

یان فانگ و همکاران^۱ (۲۰۲۲) در پژوهشی به بررسی راهبردهای معاملاتی کمی مبتنی بر سقوط از دیدگاه رفتاری پرداختند. نتایج نشان داد که عوامل رفتاری زمانی می‌توانند برای سرمایه‌گذاران مفید باشند که در راهبردهای معاملاتی آن گنجانده شوند.

شا و یوسف^۲ (۲۰۲۱) در پژوهشی به بررسی تأثیر جنسیت و سن سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار مسقط در کشور عمان پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که جنسیت عامل مهمی است که در اخذ تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است.

پروین و همکاران^۳ (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی بیش واکنشی بازار، احساسات سرمایه‌گذاران و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای نوظهور پرداختند. نتایج نشان داد که اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد و سویه‌نگاری عوامل علی هستند که بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه تأثیرگذار هستند.

روسولو و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی چارچوب جدیدی برای تصمیم‌گیری در شرایط ریسکی معرفی کردند که در آن ویژگی‌های روان‌شناختی مربوط به درجه خوش‌بینی یا بدبینی تصمیم‌گیرندگان موردتوجه قرار گرفت. نتایج نشان داد که خوش‌بینی در مورد پیش‌بینی ریسک بازار سرمایه موضوع بااهمیتی است که بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است.

گامبتی و گیوسبرتی^۴ (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی اثر واسطه‌ای عادات تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که سرمایه‌گذاران با سبک تصمیم‌گیری منطقی مستعد سرمایه‌گذاری هستند، آن‌ها قبل از تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ابتدا اطلاعات مالی، اقتصادی و زیست‌محیطی را بررسی می‌کنند.

1. YanFang et al.
2. Sha & Yousoof
3. Parveen et al.
4. Gambetti & Giusberti

سؤال‌های پژوهش

۱. الگوی رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران شامل چه مؤلفه‌ها و شاخص‌هایی هست؟
۲. رتبه‌بندی مؤلفه‌های رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران به چه صورت است؟

روش‌شناسی پژوهش

هدف پژوهش حاضر، تبیین الگو و در نهایت رتبه‌بندی مؤلفه‌های رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بازار سرمایه ایران براساس روش نظریه داده‌بنیاد و مصاحبه هست. در نتیجه، از منظر بعد زمانی، مقطعی است؛ زیرا مصاحبه‌ها در سال ۱۴۰۲ انجام شده‌اند. از منظر هدف، از نوع اکتشافی است. این پژوهش، از منظر فرایند اجرا از نوع کیفی با استفاده از نظریه داده‌بنیاد است؛ در این روش پژوهش، بخش اول (داده‌ها)، از منابع مختلفی مانند روش تحلیل محتوا، نظریه داده‌بنیاد، مصاحبه، مشاهده و مشارکت گردآوری می‌شود که در این پژوهش نیز داده‌ها با مصاحبه 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. بخش سوم روش پژوهش کیفی، عبارت است از گزارش‌های نوشته‌شده یا ترسیم نمودارها و شکل‌ها یا ارائه شفاهی که در این پژوهش از روش نموداری استفاده شده است. همچنین این پژوهش از منظر نتیجه اجرا از نوع بنیادی است که با هدف کشف ماهیت پدیده‌ها انجام می‌شود. جامعه آماری پژوهش حاضر را حسابداران، اعضای هیئت‌علمی خبره در حرفه و مدیران مالی که شامل ۱۸ نفر از خبرگان اند تشکیل می‌دهند. همچنین، مصاحبه‌ها تا اطمینان از اشباع نظری با ۱۸ نفر از خبرگان ادامه پیدا کرد. جهت انتخاب خبرگان از روش نمونه‌گیری هدفمند و داشتن حداقل یکی از معیارهای زیر مطابق با جدول (۱) استفاده گردید:

- ۱- دارا بودن سابقه پژوهش در زمینه مرتبط با موضوع پژوهش؛
- ۲- دارا بودن سابقه تدریس در زمین مرتبط با پژوهش؛
- ۳- دارا بودن سابقه خدمت در بازار سرمایه؛
- ۴- دارا بودن سابقه تحصیلی در زمینه مرتبط با موضوع پژوهش.

جدول (۱). معیارهای خبرگان

	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹	۱۰	۱۱	۱۲	۱۳	۱۴	۱۵	۱۶	۱۷	۱۸	
معیار ۱	*									*		*			*				
معیار ۲		*					*					*					*		
معیار ۳			*		*		*				*				*		*		
معیار ۴	*			*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*

یافته‌های پژوهش

خبرگان پژوهش

در جدول (۲) تعداد خبرگان به تفکیک: حسابداران، ۸ نفر، مدیران مالی ۵ نفر و اعضای هیئت‌علمی دانشگاه ۵ نفر می‌باشند.

جدول (۲). خبرگان پژوهش

ردیف	شغل	تعداد
۱	حسابداران	۸
۲	مدیران مالی	۵
۳	اعضای هیئت‌علمی دانشگاه	۵
	جمع	۱۸

اطلاعات جمعیت شناختی

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل اطلاعات جمعیت‌شناسی در جدول (۳) ارائه گردیده است. اطلاعات نشان می‌دهد که بیشترین درصد پاسخ‌گویان (۰/۷۸) جنسیت خود را مرد و کمترین درصد (۰/۲۲) نیز جنسیت خود را زن گزارش کرده‌اند. در ارتباط با تحصیلات پاسخ‌گویان ۰/۳۹ درصد تحصیلات خود را دکتری و ۰/۶۱ درصد نیز تحصیلات خود را کارشناسی ارشد گزارش کرده‌اند. رشته تحصیلی بیشترین درصد پاسخ‌گویان (۰/۶۱) حسابداری و کمترین درصد (۰/۰۶) نیز سایر رشته‌ها (مدیریت مالی) هستند. شغل بیشترین درصد پاسخ‌گویان (۰/۴۴) حسابدار و کمترین درصد (۰/۲۸) شغلشان مدیر مالی و هیئت‌علمی است. در ارتباط با سابقه کار بیشترین درصد پاسخ‌گویان (۰/۳۹) سابقه کار خود را ۱۰ تا ۱۵ سال و کمترین درصد (۰/۱۱) نیز سابقه کار خود را بین ۶ تا ۱۰ سال به گزارش کرده‌اند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل به صورت زیر است:

جدول (۳). اطلاعات جمعیت شناختی

عنوان	شرح	درصد	فراوانی
جنسیت	مرد	۰/۷۸	۱۴
	زن	۰/۲۲	۴
۱۸ نفر			
میزان تحصیلات	فوق لیسانس	۰/۶۱	۱۱
	دکتری	۰/۳۹	۷
۱۸ نفر			
رشته تحصیلی	حسابداری	۰/۶۱	۱۱
	مدیریت	۰/۳۳	۶
	سایر	۰/۰۶	۱
۱۸ نفر			
شغل	حسابدار	۰/۴۴	۸
	مدیر مالی	۰/۲۸	۵
	هیئت‌علمی	۰/۲۸	۵
۱۸ نفر			
سابقه کار	۵-۱	۰/۱۷	۳
	۱۰-۶	۰/۱۱	۲
	۱۵-۱۰	۰/۳۹	۷
	بالای ۱۵	۰/۳۳	۶
۱۸ نفر			

یافته‌های پژوهش

جهت جمع‌آوری داده‌ها از مصاحبه نیمه‌ساختاریافته در بخش کیفی و در بخش کمی از پرسش‌نامه استفاده شده که روایی آن را خبرگان به صورت روایی محتوا بررسی کردند. به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها در بخش کیفی با استفاده از کدگذاری باز و محوری و گزینشی استفاده شد. در قدم اول، در پژوهش حاضر با استفاده از روش کتابخانه‌ای و مصاحبه با خبرگان و انجام کدگذاری باز و محوری ابعاد، شاخص‌ها و مؤلفه‌ها شناسایی و تلخیص گردید و سپس با استفاده از روش دلفی، شاخص‌ها و مؤلفه‌ها به تأیید نهایی خبرگان رسید و در مرحله بعد با استفاده از کدگذاری گزینشی، چارچوب نهایی مدل نهایی شکل گرفت.

مرحله اول: کدگذاری باز (اولیه):

در نظریه‌پردازی داده‌محور کدگذاری باز فرایندی تحلیلی بوده که در طی آن، مفاهیم شناسایی و براساس خصایص و ابعادشان بسط داده می‌شوند. مصاحبه‌های انجام‌شده با خبرگان و با استفاده از متون مقالات مرتبط، مؤلفه‌ها و شاخص‌ها استخراج و مفهوم‌پردازی شده و توسط کدها نام‌گذاری گردیدند.

مرحله دوم: کدگذاری محوری:

اساس طبقه‌بندی در کدگذاری محوری، مطالعه پژوهش‌های پیشین و شناخت کافی و احاطه به موضوع و تسلط نظری به موضوع مورد مطالعه و دستیابی به بینشی به منظور یافتن مشترکات شاخص‌ها حول یک محور مشخص هست. در این مرحله، وجه اشتراک مفاهیم مشخص شده و دسته‌بندی صورت پذیرفته و در نتیجه مؤلفه و شاخص ایجاد می‌شوند. در این بخش محقق به مقوله‌پردازی می‌پردازد. در این مرحله، ۸ مؤلفه و ۳۱ شاخص شناسایی گردید.

جدول (۴). آماره‌های توصیفی مؤلفه‌های پژوهش

مؤلفه‌های پژوهش	تعداد	میانگین	انحراف معیار	خطای معیار	درجه آزادی	سطح معناداری
تمایل به نگهداری و محافظت از سرمایه	۱۸	۳/۵۴	۰/۴۳	۰/۰۷۵۴۲	۱۷	۰/۰۰۰
تمایل به رفتار اقتصادی	۱۸	۳/۶۲	۰/۶۵	۰/۰۶۱۲۷	۱۷	۰/۰۰۰
تمایل به تفکر گروهی	۱۸	۳/۷۱	۰/۶۹	۰/۰۷۰۲۵	۱۷	۰/۰۰۰
تمایل به تغییر	۱۸	۳/۵۷	۰/۴۹	۰/۰۵۰۵۹	۱۷	۰/۰۰۰
تمایل به جستجوی اطلاعات	۱۸	۳/۶۸	۰/۶۸	۰/۰۵۲۶۰	۱۷	۰/۰۰۰
تمایل به تصمیم‌گیری سریع	۱۸	۳/۸۹	۰/۷۱	۰/۰۶۵۰۱	۱۷	۰/۰۰۰
تمایل به اندازه‌گیری ریسک	۱۸	۳/۷۱	۰/۶۹	۰/۰۵۹۷۴	۱۷	۰/۰۰۰
تمایل به اعتماد به نفس	۱۸	۳/۵۹	۰/۶۶	۰/۰۵۹۰۴	۱۷	۰/۰۰۰

مرحله سوم: کدگذاری گزینشی (انتخابی):

در پایان جهت نشان دادن روابط میان مؤلفه‌ها و شاخص‌های به دست آمده، کدگذاری گزینشی انجام گرفت که در جدول (۵) در کدگذاری گزینشی نشان داده شده است. با توجه به مؤلفه‌ها و شاخص‌ها الگوی نهایی پژوهش نظری در شکل (۱) نشان داده شده است. همچنین، در جدول (۴) آماره‌های توصیفی مربوط به مصاحبه با خبرگان ارائه گردیده است. اطلاعات نشان می‌دهد که مدیران مالی، حسابداران و اعضای هیئت‌علمی، مؤلفه‌ها و شاخص‌های رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را تأیید کرده‌اند؛ زیرا میانگین بزرگ‌تر از ۳ بوده است. کلیه مقادیر سطح معنی‌داری

به‌دست‌آمده نیز کمتر از ۰/۰۵ به‌دست آمده است. در جدول (۵) مؤلفه‌ها و شاخص‌های رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران از دیدگاه خبرگان نشان داده شده است.

جدول (۵). شناسایی مؤلفه‌ها و شاخص‌های رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران

عنوان	مؤلفه‌ها	شاخص‌ها
تمایل به نگهداری و محافظت از سرمایه	مؤلفه‌ها	محافظه کاری در سرمایه‌گذاری
		تصمیم‌گیری عقلایی در سرمایه‌گذاری
		سنجش منفعت و ضرر در سرمایه‌گذاری
تمایل به رفتار اقتصادی	مؤلفه‌ها	در نظر گرفتن افق زمانی در سرمایه‌گذاری
		تصمیم‌گیری اقتصادی در سرمایه‌گذاری
		تحلیل اقتصادی در سرمایه‌گذاری
تمایل به تفکر گروهی	مؤلفه‌ها	پرهیز از تصمیم‌گیری احساسی در سرمایه‌گذاری
		سبد سرمایه‌گذاری متنوع در سرمایه‌گذاری
		پرهیز از تصمیم‌گیری فردی و بدون اطلاع استفاده از تجربه‌های سرمایه‌گذاران موفق
تمایل به تغییر	مؤلفه‌ها	بهینه‌کاو در تعیین سبد سهام سرمایه‌گذاری
		تصمیم‌گیری بخردانه گروهی
		تفکر راهبردی براساس نمودارهای مالی
تمایل به جستجوی اطلاعات	مؤلفه‌ها	پرهیز از تصمیم‌گیری‌های ثابت جهت سرمایه‌گذاری
		تصمیم‌گیری به‌موقع در سرمایه‌گذاری بر اساس اطلاعات به‌روز
		تصمیم‌به‌تغییر به‌موقع با توجه به شرایط اقتصادی و بازار توجه به آثار اقتصادی و افق زمانی تصمیم‌گیری
تمایل به تصمیم‌گیری سریع	مؤلفه‌ها	تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری بر اساس اطلاعات صحیح
		تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری بر اساس اطلاعات دقیق
		تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری بر اساس اطلاعات کامل
تمایل به اندازه‌گیری ریسک	مؤلفه‌ها	تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری بر اساس اطلاعات مربوط
		تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری بر اساس اطلاعات قابل‌اعتماد
		بروز بودن اطلاعات اقتصادی فردی و گروهی سرمایه‌گذار استفاده از درخت تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری
تمایل به اعتمادبه‌نفس	مؤلفه‌ها	تصمیم‌گیری آنی بر اساس اطلاعات بازار سهام
		ارزیابی ریسک سرمایه‌گذاری
		تنوع در سبد سرمایه‌گذاری براساس ریسک اندازه‌گیری ریسک براساس تجربه و دانش قبلی
افزایش دانش فردی مالی جهت تصمیم‌گیری	مؤلفه‌ها	پرهیز از تردید و شک در تصمیم‌گیری
		تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری باثبات و عقلایی

با توجه به اطلاعات جدول (۶) و نتایج آماره میانگین، مؤلفه تمایل به اندازه‌گیری ریسک در رتبه اول، مؤلفه تمایل به نگهداری و محافظت از سرمایه در رتبه دوم، تمایل به جستجوی اطلاعات در رتبه سوم، مؤلفه تمایل به تصمیم‌گیری سریع در رتبه چهارم، مؤلفه تمایل به رفتار اقتصادی در رتبه پنجم، مؤلفه تمایل به تفکر گروهی در رتبه ششم، مؤلفه تمایل به تغییر در رتبه هفتم و مؤلفه تمایل به اعتمادبه‌نفس در رتبه هشتم قرار گرفت.

جدول (۶). رتبه‌بندی مؤلفه‌های رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران

رتبه	میانگین	مؤلفه‌های رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران
۲	۴/۵۶	تمایل به نگهداری و محافظت از سرمایه
۵	۴/۰۸	تمایل به رفتار اقتصادی
۶	۴/۰۲	تمایل به تفکر گروهی
۷	۳/۸۶	تمایل به تغییر
۳	۴/۳۸	تمایل به جستجوی اطلاعات
۴	۴/۲۶	تمایل به تصمیم‌گیری سریع
۱	۴/۶۸	تمایل به اندازه‌گیری ریسک
۸	۳/۵۸	تمایل به اعتمادبه‌نفس



شکل (۱). الگوی پژوهش

بحث و نتیجه‌گیری

تصمیم‌های مالی رفتاری برای اجرای موفقیت‌آمیز مدیریت سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه برای سرمایه‌گذاران مهم و اساسی تلقی می‌گردد (مانچوا، ۲۰۲۰). همچنین، شناخت از مؤلفه‌ها و شاخص‌های رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌تواند به نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و رفتار بازار سرمایه کمک کند و از این طریق بهبود موفقیت سرمایه‌گذاری و کاهش ریسک را در زمینه سرمایه‌گذاری و توسعه بازار سرمایه کشور ایجاد نماید. هدف از انجام پژوهش حاضر، شناسایی و رتبه‌بندی مؤلفه‌ها و شاخص‌های رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بود. در این پژوهش از روش مصاحبه با خبرگان داده‌ها جمع‌آوری گردیده است. به‌منظور پاسخ به سؤال‌های پژوهش در ارتباط با شناسایی و رتبه‌بندی مؤلفه‌ها و شاخص‌های رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در قالب ۸ مؤلفه و ۳۱ شاخص تدوین گردید.

برای پاسخ به سؤال یک پژوهش، مؤلفه‌ها و شاخص‌های رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران کدام‌اند؟ با توجه به نتایج پژوهش، هشت مؤلفه تمایل به نگهداری و محافظت از سرمایه با شاخص‌های (۱) محافظه‌کاری در سرمایه‌گذاری؛ (۲) تصمیم‌گیری عقلایی در سرمایه‌گذاری؛ (۳) سنجش منفعت و ضرر در سرمایه‌گذاری و (۴) در نظر گرفتن افق زمانی در سرمایه‌گذاری، مؤلفه تمایل به رفتار اقتصادی با شاخص‌های (۱) تصمیم‌گیری اقتصادی در سرمایه‌گذاری؛ (۲) تحلیل اقتصادی در سرمایه‌گذاری، (۳) پرهیز از تصمیم‌گیری احساسی در سرمایه‌گذاری و (۴) سبک سرمایه‌گذاری متنوع در سرمایه‌گذاری، مؤلفه تمایل به تفکر گروهی با شاخص‌های (۱) پرهیز از تصمیم‌گیری فردی و بدون اطلاع؛ (۲) استفاده از تجربه‌های سرمایه‌گذاران موفق؛ (۳) بهینه‌کاوی در تعیین سبک سهام سرمایه‌گذاری؛ (۴) تصمیم‌گیری بخردانه گروهی و (۵) تفکر راهبردی براساس نمودارهای مالی، مؤلفه تمایل به تغییر با شاخص‌های (۱) پرهیز از تصمیم‌گیری‌های ثابت جهت سرمایه‌گذاری؛ (۲) تصمیم‌گیری به‌موقع در سرمایه‌گذاری براساس اطلاعات بروز؛ (۳) تصمیم به تغییر به‌موقع با توجه به شرایط اقتصادی و بازار و (۴) توجه به آثار اقتصادی و افق زمانی تصمیم‌گیری و بازخورد، مؤلفه تمایل به جستجوی اطلاعات با شاخص‌های (۱) تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری براساس اطلاعات صحیح؛ (۲) تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری بر اساس اطلاعات دقیق؛ (۳) تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری براساس اطلاعات کامل؛ (۴) تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری بر اساس اطلاعات مربوط و (۵) تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری براساس اطلاعات قابل‌اعتماد، مؤلفه تمایل به تصمیم‌گیری سریع با شاخص‌های (۱) بروز بودن اطلاعات اقتصادی فردی و گروهی سرمایه‌گذار، (۲) استفاده از درخت تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری و (۳) تصمیم‌گیری آنی براساس اطلاعات بازار سهام، مؤلفه تمایل به اندازه‌گیری ریسک با شاخص‌های (۱) ارزیابی ریسک سرمایه‌گذاری؛ (۲) تنوع در سبک سرمایه‌گذاری بر اساس ریسک و (۳) اندازه‌گیری ریسک براساس تجربه و دانش قبلی، و مؤلفه تمایل به اعتمادبه‌نفس با شاخص‌های (۱) پرهیز از تردید و شک در تصمیم‌گیری؛ (۲) تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری باثبات و عقلایی و (۳) افزایش دانش فردی مالی جهت انتخاب سبک سرمایه‌گذاری استخراج گردید. نتایج پژوهش با پژوهش‌های (عبدالرحیمیان و همکاران، ۱۳۹۷)، (غیور باغبانی و بهبودی، ۱۳۹۶)، (یان فانگ، ۲۰۲۳)، (روسیلو و همکاران، ۲۰۱۹) و (چاووشی و فلاطون نژاد، ۱۳۹۶) هم‌راستا است.

برای پاسخ به سؤال دوی پژوهش، رتبه‌بندی مؤلفه‌های رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران به چه صورت است؟ براساس نتایج آزمون فریدمن، مؤلفه تمایل به اندازه‌گیری ریسک در رتبه اول، مؤلفه تمایل به نگهداری و محافظت از سرمایه در رتبه دوم، تمایل به جستجوی اطلاعات در رتبه سوم، مؤلفه تمایل به تصمیم‌گیری سریع در رتبه چهارم، مؤلفه تمایل به رفتار اقتصادی در رتبه پنجم، مؤلفه تمایل به تفکر گروهی در رتبه ششم، مؤلفه تمایل به تغییر در

رتبه هفتم و مؤلفه تمایل به اعتماد به نفس در رتبه هشتم قرار گرفت.

تحلیل و تبیین الگوهای رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه و محیط اقتصادی کشور اهمیت زیادی برای کشور دارد که برخی از پیشنهادهای کاربردی پژوهش عبارتند از:

۱. افزایش شفافیت بازار، با درک بهتر الگوهای رفتاری سرمایه‌گذاران، می‌توان بهبودهایی در فرایندهای تصمیم‌گیری و رفتار بازار ایجاد کرد که منجر به افزایش شفافیت و پیش‌بینی بهتر نتایج بازار می‌شود؛
 ۲. توسعه راهبردهای سرمایه‌گذاری، با شناخت نقاط قوت و ضعف الگوهای رفتاری سرمایه‌گذاران، می‌توان راهبردهای بهتری برای جذب سرمایه‌گذاران و جلب سرمایه خصوصی تدوین کرد؛
 ۳. کمک به تدوین سیاست‌های اقتصاد، اطلاعات به‌دست‌آمده از پژوهش‌های مرتبط می‌تواند به اقتصاد کشور کمک کند تا سیاست‌های بهینه‌تری را برای تصمیم‌گیری، جذب سرمایه‌گذاری و توسعه بازار سرمایه اعمال کند؛
 ۴. افزایش پایداری بازار، با شناخت بهتر الگوهای رفتاری سرمایه‌گذاران، می‌توان بهبودهایی در مدیریت ریسک و کاهش نوسانات بازار ایجاد کرد که منجر به پایداری بیشتر در بازار سرمایه کشور شود؛
 ۵. جلب سرمایه خارجی، شناخت عمیق‌تر از الگوهای رفتاری سرمایه‌گذاران می‌تواند به جلب سرمایه خارجی و سرمایه‌گذاری‌های بیشتر در بازار سرمایه کشور کمک کند.
- به‌طور کلی، تبیین الگوهای رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بازار سرمایه کشور می‌تواند به بهبود عملکرد بازار سرمایه، افزایش سرمایه‌گذاری و توسعه اقتصاد کشور کمک کند. همچنین، به پژوهشگران انجام پژوهش‌های زیر جهت تحقیق و بررسی پیشنهاد می‌گردد:
۱. بررسی الگوهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه، از جمله تأثیرات رویدادهای روان‌شناختی و اقتصادی بر تصمیم‌گیری‌های آن‌ها؛
 ۲. بررسی نحوه استفاده از اطلاعات و شناخت در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و تأثیر آن بر عملکرد سرمایه‌گذاری آن‌ها؛
 ۳. بررسی تأثیر عوامل گروهی مانند رفتار گروهی و تأثیر گروه‌های هم‌تا بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران؛
 ۴. بررسی استفاده از فناوری‌های جدید برای پردازش و تفسیر اطلاعات در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران؛
 ۵. استفاده از روش‌های تحلیلی مانند مدل‌های ریاضی و شبکه‌های عصبی برای پیش‌بینی و تجزیه و تحلیل رفتارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران.

References

- Abbasi asl, M., Rostami, M.R., & Minoui, M. (2024). Explaining the model of investors' emotional biases affecting stock price fluctuations in Tehran Stock Exchange By relying on the biases of Endowment, self-control, Optimism and Cognitive Dissonance. *Journal of Investment Knowledge*, 13(51), 319-338. (In Persian).
- Abdul rahimian, M.H., Torabi, T., Sadeghi Sharif, S.J., & Darabi, R (2018). Presenting the decision-making behavior model of real investors in Tehran Stock Exchange (In Persian).
- Abdul rahimian, M.H., Torabi, T., Sadeghi Sharif, S.J., & Darabi, R. (2019). Identifying the effective factors on the decision-making behavior of real investors and presenting a related model using a mixed research approach (evidence from Tehran Stock Exchange) (In Persian).

- Aghaei, M.A., Mukhtarian, O. (2004). Investigating the influencing factors on investors' decisions in Tehran's securities market. *Accounting and auditing reviews*, 11(2). (In Persian).
- Alikhani, A., & Soroush yar, A. (2023). Comparison of the signification of different types of profit and their effect on excess stock returns. *Judgment and decision making in accounting and auditing*, 2(5), 39-58. (In Persian).
- Azizi, K., Ivani, F., abdi, H., & Delavari, S.J. (2024). The effect of managers' ability on the relationship between the quality of accounting information and investors' trading behavior and performance. *Judgment and decision making in accounting*, 3(9), 1-30. (In Persian).
- Chavoshi, S.K., & Platunnejad, F. (2017). Presenting an analytical model of investors' decision-making behavior in Tehran Stock Exchange. *Investment knowledge*, 6(23), 105-128. (In Persian)..
- Chandra, A., & Kumar, R. (2011). Determinants of individual investor behaviour: An orthogonal linear transformation approach. *Jamia Millia Islamia (Central University), New Delhi*.
- Ebrahimi Sarvalia, M.H., Babajani, J., Hanafizadeh, P., & Ebadpour, B. (2017). Determining factors of shareholder behavior in Tehran Stock Exchange based on structural equation modeling. *Investment Knowledge*, 6(22), 131-146. (In Persian).
- Ghayour Baghbani, S. M., & Behboodi, O. (2017). Factors Affecting the Behavior of Investors Regarding Phenomenographical Approach. *Journal of Asset Management and Financing*, 5(3), 57-76. (In Persian).
- Gabbi, G., & Zanotti, G. (2019). Sex & the city. Are financial decisions driven by emotions? *Journal of Behavioral and Experimental finance*, 21, 50-57.
- Gambetti, E., & Giusberti, F. (2019). Personality, decision-making styles and investments. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 80: 14-24.
- Hastings, J., & Mitchell, O. S. (2020), How Financial Literacy and Impatience Shape Retirement Wealth and Investment Behaviors, *Journal of Pension Economics & Finance*, 19(1): 1-20.
- Khoshnoud, M., Vakili fard, H.R., & Forough nejad, H. (2013). Evaluation of investor's behavior in Tehran Stock Exchange with Analytic network process.(ANP). *Asset management and financing*, 1(2), 19-34. (In Persian).
- Kim, K, A., Nofsinger, J, R. (2008). Behavioral finance in Asia", *Pacific Basin Finance Journal*. 16, 1-7.
- Shanmuganathan, M. (2020), Behavioral finance in an era of artificial intelligence: Longitudinal case study of robo-advisors in investment decisions. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 70, 27September 2020Article 100297.
- Mirbozurgi, S.P., Hematfar, M., & Janani, M.H. (2022). Explaining the appropriate model of investors' risk-taking power based on personality characteristics. *Financial accounting and audit research*. 14(53), 135-162. (In Persian).
- Naib mohseni, S., Khalifa soltani, S.A., & Hejazi, R. (2022). Developing a Behavioral model of individual investor's decision-making in the Iranian capital market. *Financial Research*, 23(4): 625-652. (In Persian).
- Parveen, Sh., Satti, Z.W., Subhan, Q.A., & Jamil, S. (2020). Exploring market overreaction, investor's sentiments and investment decisions an emerging stock market. *Borsa Istanbul Review*, 20(3), 224-235.
- Rizzi, J.V. (2008). Behavioral basis of the financial crisis. *Journal of Applied Finance*. 18(2), 84-96.
- Rocciolo, F., Gheno, A., & Brooks, C. (2019). Optimism, volatility and decision-making in stock markets. *International Review of Financial Analysis*, 66(5), 1-11.

- Saeedi, A., Farhanian, S.M. (2012), *Fundamentals of Behavioral Economics and Finance*, Tahrn, stock market Publications. (In Persian).
- Sha, N., & Yousoof, M. (2021). Behavioral Investor Types and Financial Market Players in Oman. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(1), 285-294.
- Waweru, N.M., Evelyne, M., & Uliana, E.(2008). The effects of behavioural factors in investment decision-making: A survey of institutional investors. *International Journal of Business and Emerging Markets*. 1(1), 24-41.
- Yan, F., Jie, Yuan., JimmyYang, J., & Shangjun,Y. (2022). Crash-based quantitative trading strategies: Perspective of behavioral finance, *Finance Research* 45: (Cover date: March 2022)Article 102185.

