



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۵ / شماره ۱ (پیاپی ۵۷) / بهار ۱۴۰۵
صفحه ۳۰۷ تا ۳۲۹

ارائه مدل رفتار سرمایه‌گذار برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری

محمد مهدی رضازاده چاری

دانشجوی دکتری مهندسی مالی، گروه مالی، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
mohammad1866@yahoo.com

محسن حمیدیان

دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
hamidian_2002@yahoo.com

رویا دارابی

دانشیار گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
royadarabi110@hayoo.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۸/۰۲ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۱/۱۵

چکیده

پژوهش حاضر باهدف ارائه مدل رفتاری سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری صورت گرفت. روش پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر نوع تحقیق رویکردی اکتشافی و توسعه‌ای و همچنین از نوع کیفی است. مشارکت‌کنندگان پژوهش را خبرگان دانشگاهی و متخصصانی که مسلط به موضوع پژوهش در حیطه‌ی ریسک سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی مخصوصاً در حوزه رفتاری هستند، تشکیل دادند که با استفاده از روش نمونه‌گیری هدفمند و اصل اشباع، ۲۰ نفر به‌عنوان مصاحبه‌شونده انتخاب شدند. در این پژوهش جهت جمع‌آوری داده‌ها از مصاحبه ساختاریافته استفاده شد. همچنین برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش تئوری داده بنیاد استفاده شد. نتایج نشان داد پدیده محوری شامل مؤلفه‌های تمایل به انحراف از رفتار منطقی، تمایل به ریسک‌پذیری، تمایل به انحصارگرایی و تمایل به درک اشتباه خود می‌باشد. همچنین شرایط علی شامل مؤلفه‌های عوامل اجتماعی، عوامل فنی، عوامل مالی، عوامل روان‌شناختی و عوامل قانونی است. درنهایت نیز پیامدها شامل مؤلفه‌های پیامدهای مالی و پیامدهای غیرمالی است.

واژه‌های کلیدی: رفتار سرمایه‌گذاری، ریسک، ریسک سبد سرمایه‌گذاری، بازارهای مالی.

۱- مقدمه

امروزه اقتصاد آسیب بسیار قابل‌توجهی را تجربه می‌کند و به دلیل محدود شدن برخی فعالیت‌ها، تغییراتی در ساختار نیروی کار به وجود می‌آید و نمی‌توان برای آن کنترلی ایجاد کرد (آلونسو و راریچ^۱، ۲۰۱۸) که در نهایت باعث کاهش رشد اقتصادی (سامانیگو و سان^۲، ۲۰۱۶) و بحران اقتصادی بیشتر می‌شود. بخش مالی نیز در حال بی‌ثباتی است. نمایندگان سرمایه خود را خارج می‌کنند و بازارهای مالی را پایین می‌آورند. در چنین دورانی، علاقه شدید به چگونگی توسعه بحران و آنچه می‌تواند اقتصاد را به سمت آن سوق دهد وجود داشت. در حالی که رویدادهای بحران به‌تازگی در حال آشکار شدن هستند، نمی‌توان ارزیابی کرد که به چه چیزی منجر می‌شود، چه آسیبی رخ خواهد داد. با توجه به جهانی شدن، شرکت‌های امروزی علیرغم شناخت قبلی، به دلیل رشد روزافزون فناوری، با خطرات شدیدی روبرو هستند. به دنبال بی‌ثباتی در حال ظهور در اقتصاد، ریسک هرروز در حال افزایش است. در این راستا برخی از چالش‌های عمده‌ای که بسیاری از شرکت‌ها با آن مواجه هستند، ریسک مالی است (علی و وان^۳، ۲۰۱۶)، به‌خصوص آن‌هایی که در بازار سهام هستند و ارزش‌گذاری این شرکت‌ها به شرایط بازار بستگی دارد (علی و اودت^۴، ۲۰۲۰). این عوامل مدیر را وادار می‌کند تا منابعی را که می‌توانند اثر ریسک را کاهش دهند، بررسی کنند. وجود درک متنوعی از ریسک، به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا چشم‌اندازهای آینده و هزینه‌های تجاری را با استفاده روش‌های مختلف سرمایه‌گذاری درک کنند (صمیمی و همکاران^۵، ۲۰۲۰). در این راستا ارزیابی ریسک مکانیزمی است که در آن تصمیمات سرمایه‌گذاری تعیین و ارزیابی شده و عدم قطعیت کاهش می‌یابد (محمد نظر و صمیمی^۶، ۲۰۱۹).

فرآیند سرمایه‌گذاری مانند هر فرآیند دیگری نیاز به مدیریت دارد. مدیریت فرآیندی است که توسط آن هر سیستمی تحت تأثیر قرار می‌گیرد تا آن را در یک حالت خاص حفظ کند یا آن را به حالت جدیدی منتقل کند که با قوانین عینی ذاتی این سیستم و اهداف خاص مطابقت دارد (المزن و همکاران^۷، ۲۰۱۷). مدیریت فرآیند سرمایه‌گذاری به‌عنوان سیستمی درک می‌شود که شامل ساختارهای سازمانی و روابط سازمانی و اقتصادی است که بر فرآیند سرمایه‌گذاری برای دستیابی به منافع اقتصادی، اجتماعی و غیره تأثیر می‌گذارد (اولشکو و همکاران^۸، ۲۰۲۰). پیش از مطرح شدن مالیه رفتاری در مدیریت مالی و اقتصاد، رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه بر مبنای نظریه مطلوبیت اقتصادی تفسیر می‌شد. با توجه به پیشرفت‌های اخیر در بازارهای مالی، باید تمامی عوامل درونی و بیرونی به صورتی ظریف و ریزبینانه موردبررسی قرار گیرند، چراکه ما با تفکرات، عقاید و ذهنیات بسیار متنوعی از افراد روبه‌رو هستیم، که شناخت و درک این ذهنیات از اهمیت بالایی برخوردار است. افراد برای سرمایه‌گذاری پول خود عوامل بسیار زیادی را مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌دهند. افراد با توجه به میزان ریسک و بازده، اقدام به

¹ Alonso & Raurich

² Samaniego & Sun

³ Ali & Wan

⁴ Ali & Oudat

⁵ Samimi et al

⁶ Mohammadnazar & Samimi

⁷ Almazán et al

⁸ Oleshko et al

سرمایه‌گذاری کرده و پول خود را در محل‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که بیشترین عواید را نسبت به ذهنیت خود به دست آورند. بنابراین، عوامل بسیار زیادی بر قصد و تصمیم افراد به سرمایه‌گذاری و ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی تأثیرگذارند (ابراهیمی سروعلیا و صابونچی، ۱۳۹۸).

سرمایه‌گذاری در پرتفوی، همان‌طور که مارکوویتز^۱ (۱۹۵۲) توضیح می‌دهد، بر روی دو عامل متمرکز شده است: اول، بیشینه‌سازی بازده سرمایه‌گذاری درازای یک مقدار ریسک معین و دوم، کمینه کردن ریسک سرمایه‌گذاری به ازای یک مقدار بازده مشخص. در ساخت نظریه پرتفوی، مارکوویتز (۱۹۵۲) فرض کرد که همه سرمایه‌گذاران افراد منطقی در تصمیم‌گیری هستند. بنابراین، انتظار می‌رود که کلیه تصمیمات گرفته‌شده از طریق انواع فرآیندهای تجزیه و تحلیل منطقی، بالاترین سودمندی را ایجاد کنند. نه تنها نظریه مدرن پرتفوی، بلکه طیف وسیعی از نظریه‌های متداول مالی، مانند مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای و فرضیه بازار کاراً از این مفروضات بهره می‌گیرند که سرمایه‌گذاران همیشه منطقی هستند (راهایو و همکاران^۲، ۲۰۲۰). باربریس و تالر^۳ (۲۰۰۳) این‌گونه ادعا کرده‌اند که رفتار منطقی باید دو چیز را پوشش دهد. اول، وقتی سرمایه‌گذاران اطلاعات جدیدی دریافت می‌کنند، باورهای خود را به‌طور مناسب و دقیق به‌روز می‌کنند. ثانیاً، بر اساس باورهای جدید، سرمایه‌گذاران تصمیمات درستی را اتخاذ می‌کنند که منطبق بر توضیح نظریه‌های مالی متعارف باشد. از این‌رو، تورش و تعصب در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری رخ نخواهد داد، زیرا این‌گونه در نظر گرفته می‌شود که هر فرد بر اساس محاسبات کامل، نظریه‌ها، مفاهیم و رویکردهای مناسب، بهترین گزینه‌ها را از بین گزینه‌های موجود انتخاب می‌کند (کارتینی و نادا^۴، ۲۰۲۱). یک سؤال اساسی که توسط چند نظریه‌پرداز امور مالی رفتاری مطرح شده است، این است که "آیا سرمایه‌گذاران همیشه منطقی هستند؟" به گفته آن‌ها، فرض عقلانیت سرمایه‌گذار به راحتی تحقق نمی‌یابد، زیرا سرمایه‌گذاران در شرایطی اقدام به تصمیم‌گیری می‌کنند که گزینه‌های دیگری که شامل ریسک، احتمال و عدم اطمینان هستند، نیز وجود دارد. افراد بین گزینه‌های مختلف (یا چشم‌اندازهای مختلف) و بر اساس چگونگی تخمین آن‌ها (به‌صورت مغرضانه یا نادرست) احتمال مطلوبیت هر یک از این گزینه‌ها را تعیین می‌کنند. آن‌ها همچنین بیان می‌کنند که تصمیم‌گیرندگان مالی نه تنها شامل ملاحظات منطقی و عقلایی می‌شوند، بلکه جنبه‌های روان‌شناختی نیز دارند که گاه غیرمنطقی است و شامل شهود است. از این‌رو، ممکن است از فرض عقلانیت از مفروضات اولیه تئوری‌های مالی منحرف شود (شا و اسماعیل^۵، ۲۰۲۰). بر این اساس می‌توان گفت رفتار سرمایه‌گذاران عامل مهمی در سرمایه‌گذاری موفق است. اما همان‌گونه که بیان شد، با وجود بحران‌های مالی و عدم ثبات امروزه سرمایه‌گذاری با ریسک بالایی مواجه است و سرمایه‌گذاران باید بتوانند این ریسک را مدیریت کنند تا بتوانند سرمایه‌گذاری موفق و درستی داشته باشند. با وجود اهمیت بالای این موضوع، مشخص نیست که ابعاد رفتاری چگونه می‌توانند به مدیریت ریسک سرمایه‌گذاری کمک کنند و این فرایند در قالب رفتار چگونه

¹ Markowitz

² Rahayu et al

³ Barberis and Thaler

⁴ Kartini & Nahda

⁵ Sha & Ismail

خواهد بود. بر همین اساس در پژوهش حاضر به ارائه مدل رفتاری برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی پرداخته شده است. بر این اساس می‌توان گفت در این پژوهش به دنبال پاسخ این سؤال هستیم که مدل رفتاری سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری چگونه است؟ در این راستا، سؤالات پژوهش به شرح زیر است:

- مؤلفه‌ها و شاخص‌های رفتار سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری کدامند (پدیده محوری)؟
- عوامل اثرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری کدامند (شرایط علی)؟
- پیامدهای رفتاری سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری کدامند (پیامد)؟
- بسترهای پیاده‌سازی رفتار سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری کدامند (بستر حاکم)؟
- موانع پیاده‌سازی رفتار سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری کدامند (شرایط مداخله‌گر)؟
- راهبردهای پیاده‌سازی رفتار سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری کدامند (راهبردها)؟

چارچوب نظری

ریسک عبارت است از عدم حتمیت نتیجه در یک شرایط معین و در زمان خاص. شانس وقوع چیزی، اعم از آنکه به صورت عینی^۱ و یا ذهنی^۲ تعریف، اندازه‌گیری و یا تعیین شود و یا به صورت کلی و یا ریاضی توصیف شود (مانند احتمال و یا فراوانی در دوره زمانی معین). مردم نمی‌توانند ریسک را در زندگی خود حذف کنند. آن‌ها یاد می‌گیرند که بین گزینه‌های در حال تغییر ارزیابی کرده و با کاهش ریسک‌ها، تصمیم‌گیری کنند (آون^۳، ۲۰۱۶). افراد از طریق مکاتب فکری مختلف بررسی می‌کنند که چگونه در هنگام مواجهه با پیامدها یا احتمالات مختلف، تصمیمات را ارزیابی و پردازش کنند. در غیر این صورت تصمیمات افراد به‌عنوان تصمیمات پرخطر شناخته می‌شود (گرابل^۴، ۲۰۱۶؛ پیک و هوو^۵، ۲۰۱۷). در اقتصاد کلاسیک، طرفداران نظریه سودمندی مورد انتظار، ارزیابی ریسک را امری پایدار و عینی می‌دانند و معتقدند انسان‌ها تصمیمات ریسک منطقی و منسجمی را اتخاذ می‌کنند (گرابل، ۲۰۱۶). از دیدگاهی متفاوت، طرفداران نظریه چشم‌انداز پیشنهاد می‌کنند که درک افراد از ریسک، و در نتیجه تصمیم در مورد ریسک، بر اساس نوع ریسک ارائه شده تغییر می‌کند (تالر و همکاران^۶، ۱۹۹۷).

بر اساس تئوری چشم‌انداز، به‌جای تفکر منطقی، بخش ناخودآگاه "تفکر سریع" مغز یک تصمیم ریسک را خلاصه می‌کند و در عرض چند ثانیه به آن واکنش نشان می‌دهد و باعث بروز سوگیری‌های شناختی و ایجاد

¹ Objective

² Subjective

³ Aven

⁴ Grable

⁵ Paek & Hove

⁶ Thaler et al

ادراک ریسک نادرست می‌شود (موهر و همکاران^۱، ۲۰۱۰). درک ریسک، به‌نوبه خود، بر تحمل ریسک افراد و میزان عدم قطعیتی که آن‌ها مایل به تحمل آن هستند، تأثیر می‌گذارد (نگوین و همکاران^۲، ۲۰۱۹). تحمل ریسک، متشکل از عوامل رفتاری، جمعیتی و اجتماعی، مستقیماً بر تصمیمات ساخت سبد سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد. کسانی که تحمل ریسک بالاتری دارند اغلب تخصیص ریسک بالاتری دارند که به‌طور بالقوه منجر به بازده سرمایه‌گذاری بیشتر می‌شود (نور عینی و لطفی^۳، ۲۰۱۹). رحمان (۲۰۱۹) نشان داد که سطح ریسک سبد سرمایه‌گذاری باید با میزان تحمل ریسک فرد و همچنین اهداف مالی او همخوانی داشته باشد. فیشر و یائو (۲۰۱۷) توصیه کردند که مشاوران مالی باید تحمل ریسک و تأثیر درک ریسک بر تحمل ریسک را درک کنند تا بتوانند سبدهای سرمایه‌گذاری مناسب برای مشتریان خود بسازند. حتی در یک سبد مناسب ساخته‌شده، هر بخش از مشتریان در طبقه‌بندی‌های تحمل ریسک با سوگیری‌های شناختی مختلفی روبرو هستند که مشاوران باید در شناسایی و کاهش این سوگیری‌ها به آن‌ها کمک کنند (دیکاسون و فریرا^۴، ۲۰۱۸). مشاوران مالی باید به‌طور دقیق میزان تحمل ریسک مشتریان خود را ارزیابی کنند، و سوگیری‌های شناختی مشتریان خود را شناسایی و کاهش دهند تا سبد سهامی هماهنگ با تحمل ریسک واقعی و اهداف مالی مشتریان خود بسازند.

طبق چندین مطالعه در امور مالی رفتاری، عوامل مربوط به سرمایه‌گذاران می‌توانند تصمیم سرمایه‌گذاری و عملکرد آن‌ها را پیش‌بینی کنند. شکست سرمایه‌گذار در دستیابی به عملکرد سرمایه‌گذاری مورد انتظار اغلب به دلیل محدودیت‌های رفتار مالی غیرمنطقی او است. در طول سال‌ها، تعداد کمی از محققین در زمینه بازارهای مالی و امور مالی شخصی مطالعاتی را در رابطه با تصمیم‌گیری‌های مالی پرخطر انجام داده‌اند (آیدمیر و آرن^۵، ۲۰۱۷). تئوری چشم‌انداز می‌تواند رفتار سرمایه‌گذار را در هنگام تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در شرایط ریسک توضیح دهد. بر اساس این نظریه، هنگام بررسی سرمایه‌گذاری در دارایی‌های پر ریسک، سرمایه‌گذار گزینه‌های جایگزین (چشم‌انداز) را تعیین می‌کند و بازنمایی ذهنی آن‌ها را بررسی می‌کند، سپس مناسب‌ترین جایگزین را شناسایی و انتخاب می‌کند. تحقیقات سه متغیر مربوط به رفتار سرمایه‌گذار را معرفی کرده‌اند که بازنمایی ذهنی در فرآیند انتخاب جایگزین را می‌توان به آن‌ها نسبت داد. این سه دسته از متغیرهای مربوط به ویژگی‌های شخصی سرمایه‌گذار، شامل میزان سواد مالی او (پرادیتا و ویوک^۶، ۲۰۱۹)، میزان تحمل ریسک (پروین و همکاران^۷، ۲۰۲۰) و شخصیت سرمایه‌گذار (گامبتی و گیسبرتی^۸، ۲۰۱۹) هستند.

¹ Mohr et al

² Nguyen et al

³ Nur Aini & Lutfi

⁴ Dickason & Ferreira

⁵ Aydemir & Aren

⁶ Pradita & Wiwik

⁷ Perveen et al

⁸ Gambetti & Giusberti

روش‌شناسی

راهبرد پژوهشی مورداستفاده در این پژوهش، نظریه داده بنیاد است. خرده‌مایه استفاده از این راهبرد، به کاربری آن بازمی‌گردد. راهبرد پژوهش نظریه داده بنیاد، روشی نظام‌مند و کیفی برای خلق نظریه‌ای است که در سطحی گسترده، به تبیین فرآیند، کنش یا کنش متقابل موضوعی با هویت مشخص می‌پردازد. از آنجاکه کاوش الگوی رفتاری سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری، مطلوب این پژوهش بود، لذا راهبرد داده بنیاد انتخاب شد تا با این مطلوب سازگار داشته باشد. در این پژوهش، از طرح نظام‌مند نظریه داده بنیاد استفاده شده است؛ علت‌گزینی این طرح، روشمندی آن در عین ابتناء بر دیدگاه‌های مشارکت‌کنندگان، و نیز اختتام آن به مجموعه‌ای از فضاها و مدلی آزمون‌پذیر است.

جامعه آماری پژوهش شامل خبرگان دانشگاهی و متخصصانی که مسلط به موضوع پژوهش در حیطه‌ی ریسک سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی مخصوصاً در حوزه رفتاری می‌باشند. این افراد شامل مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذار در بازارهای مالی، خبرگان ستاد در حوزه ریسک سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی مخصوصاً در حوزه رفتاری و اساتید مطلع در حوزه مورد مطالعه هستند که دارای تحصیلات دکتری و فوق‌لیسانس، عضو هیئت‌علمی دانشگاه‌های دولتی و از مدیران و روسای شرکت‌های سرمایه‌گذار در بازارهای مالی هستند.

روش نمونه‌گیری حاضر به صورت هدفمند است. در این روش پایه انتخاب موارد نمونه توسط پژوهشگر با توجه به هدف‌های مطالعه و ماهیت پژوهش استوار است. با توجه به اینکه هدف از مصاحبه، اکتشاف و توصیف عقاید و نگرش‌های مصاحبه‌شوندگان است، با توجه به زمان و منابع قابل‌دسترس، تعداد (۱۰ ± ۱۵) نمونه برای انجام مصاحبه کافی خواهد بود. در این پژوهش ۲۰ نفر با استفاده از اصل اشباع به‌عنوان مصاحبه‌شونده در نظر گرفته شد؛ پژوهشگر به‌منظور اطمینان بیشتر فرایند مصاحبه را تا ۲۲ نفر ادامه داد.

جدول ۱: آمار جمعیت شناختی مصاحبه‌شوندگان، منبع: نتایج تحقیق حاضر

متغیر	طبقه	فراوانی	متغیر	طبقه	فراوانی	متغیر	طبقه	فراوانی
	مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذار در بازارهای مالی	۵	تحصیلات	دکتری تخصصی	۱۲	سن	پایین‌تر از ۳۹ سال	۲
	خبرگان ستاد در حوزه ریسک سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی مخصوصاً در حوزه رفتاری	۸		فوق‌لیسانس	۸		۴۰ تا ۴۵ سال	۱۰
محل خدمت	اساتید مطلع در حوزه مورد مطالعه	۷	جنسیت	زن	۴	سابقه کار	بالای ۵۰ سال	۴
				مرد	۱۶		زیر ۱۵ سال	۶
							۱۶ تا ۲۰ سال	۸
						بالای ۲۰	۶	

در این پژوهش برای گردآوری داده‌ها از دو روش میدانی و کتابخانه‌ای استفاده شده است. بدین ترتیب که با استفاده از روش کتابخانه‌ای اطلاعات از طریق مطالعه کتب، نشریات، منابع اینترنتی و پایگاه‌های اطلاعاتی جمع‌آوری و پس از انتخاب منابع نسبت به تهیه، فیش‌برداری و ترجمه متون مورد نظر اقدام شده است. حاصل این بخش مشخص کردن مؤلفه‌های اولیه و شاخص‌های متغیرهای مربوط است. در ادامه با استفاده از روش میدانی برای انجام مصاحبه‌های اکتشافی به صورت هدفمند تعدادی از خبرگان دانشگاهی انتخاب شده و پس از اعمال هماهنگی‌های لازم با آن‌ها مصاحبه شد. برای حصول اطمینان از روایی ابزار در پژوهش و به منظور اطمینان خاطر از دقیق بودن یافته‌ها از دیدگاه پژوهشگر، از نظرت ارزشمند اساتید آشنا با این حوزه و متخصصان دانشگاهی که در این حوزه خبره و مطلع بودند استفاده شد. همچنین به‌طور هم‌زمان از مشارکت‌کنندگان در تحلیل و تفسیر داده‌ها کمک گرفته شد. همچنین پایایی در مصاحبه، در مراحل چون موقعیت مصاحبه، نسخه‌برداری و تحلیل مطرح می‌گردد. برای محاسبه پایایی مصاحبه با روش توافق درون موضوعی دو کدگذار، از یکی از اساتید حوزه مربوطه آشنا به کدگذاری درخواست شد تا به‌عنوان کدگذار ثانویه در پژوهش مشارکت کند. پایایی حاصل از دو کدگذار ۷۵.۳۲ درصد به دست آمد. در خصوص روش تجزیه و تحلیل داده‌ها در این پژوهش از روش تئوری داده بنیاد (کدگذاری باز، محوری و انتخابی) و مصاحبه استفاده شده است.

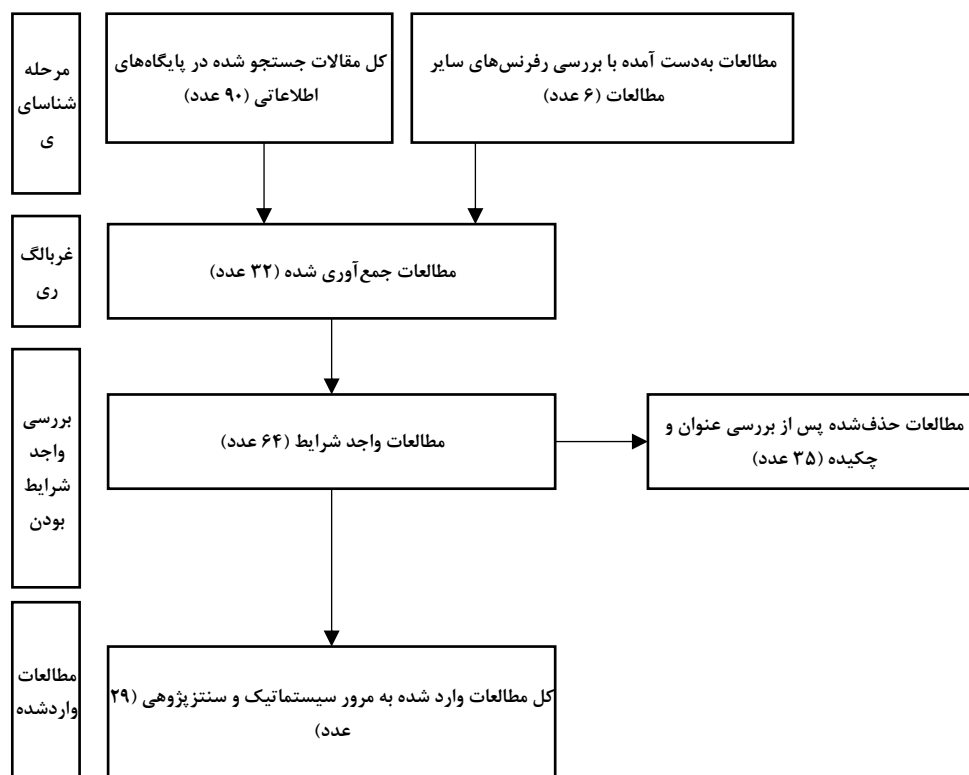
یافته‌ها

در پژوهش حاضر، با تکیه بر بررسی‌های حاصل از فراترکیب، به شناسایی مؤلفه‌ها و شاخص‌های مدل رفتاری سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری پرداخته شده است. در این مرحله با استفاده از روش فراترکیب با مرور نظام‌مند و با رهیافت مدل پریزما و با استفاده از روش تجزیه و تحلیل مضمون، مؤلفه‌های رفتاری سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری شناسایی می‌شود.

✓ **نمودار جریان (فرایند جستجوی مقالات) رفتاری سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد**

سرمایه‌گذاری

در این مرحله ابتدا محدودیت‌های اعمال شده به لحاظ قلمروهای زمانی (داخلی و خارجی)، مکانی (پایگاه‌های داده داخلی و خارج)، ماهیت پژوهش (سنتز، مروری، کیفی و کمی) و موضوعی (کلمات کلیدی برای جستجو) آورده می‌شود، سپس فرایند غربالگری درشت و ریز انجام می‌شود. مشخصات کلی مطالعات منتخب بر اساس مدل پریزما برای تحلیل نهایی در نمودار زیر آورده شده است.



نمودار ۱: فرایند انتخاب مقالات بر اساس دستورالعمل پریزما.

منبع: نتایج تحقیق حاضر

همان‌طور که در نمودار جریان بر اساس مدل پریزما قابل‌ملاحظه است پس از غربالگری‌های صورت گرفته در نهایت ۲۹ مقاله انتخاب شد که کیفیت آن‌ها بررسی و مورد واکاوی قرار گرفت.

✓ چک‌لیست ۲۷ موردی جهت بررسی کیفیت مقالات شناسایی‌شده در مورد مؤلفه‌های رفتاری سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری

نتایج جستجوی کلیه مجلات مرتبط با حوزه رفتاری سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری در داخل و خارج از کشور نشان می‌دهد که در فاصله سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۱ در داخل و ۲۰۰۰ تا ۲۰۲۲ در خارج از کشور تنها ۲۹ مقاله با رویکرد فراترکیب و بدون فراترکیب با کلمات کلیدی ترکیب سرمایه‌گذاری، رفتار سرمایه‌گذاران، مدیریت ریسک، سبد سرمایه‌گذاری در این حوزه به چاپ رسیده است. جدول ۴-۲ نتایج بررسی کیفیت مقالات چاپ‌شده را بر اساس چک‌لیست ۲۷ موردی مدل پریزما نشان می‌دهد. میزان انطباق کلی کیفیت مقالات موردبررسی با معیارهای گزارش چک‌لیست ۶۴٪ برآورد شد. بیشترین کمبودهای کیفیت در گزارش بخش

روش مقالات به میزان ۵۴٪ تخمین زده شد. مشخص‌ترین نقصان گزارش‌های مطالعات مرور نظام‌مند مورد بررسی مربوط به خطاهای موجود در مطالعات اولیه و خطاهای حاصل از ترکیب نتایج این مطالعات و عدم اشاره به سوگیری‌ها بوده است. بیشتر مقالات یافت شده مربوط به سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۳۹۹ (۶۸.۲٪) و همین‌طور ۲۰۱۷ تا ۲۰۲۰ (۶۴.۷٪) بوده است که در مقالات پژوهشگران مدیریت مالی ۴۲.۵٪ و رفتار مصرف‌کننده ۳۳.۱٪ وجود داشته است. از این تعداد مقاله ۳۳.۳٪ مربوط به مقالات داخلی و ۶۶.۶٪ مربوط به مقالات خارجی بود. در جدول زیر نتایج آزمون خی دو در خصوص نقش رشته پژوهشگر، سال‌های مختلف چاپ مقاله و تعداد نویسندگان در کیفیت گزارش مقالات آورده شده است.

جدول ۲: نتایج آزمون خی دو در خصوص نقش رشته پژوهشگر، سال‌های مختلف چاپ مقاله و تعداد نویسندگان در کیفیت گزارش مقالات،

نتیجه	سطح معناداری	درجه آزادی	آماره خی دو	متغیر
عدم تفاوت	۰.۴۱	۱	۰.۶۹	رشته پژوهشگر
عدم تفاوت	۰.۵۷	۹	۰.۵۴	سال چاپ
عدم تفاوت	۰.۳۵	۴	۰.۷۸	تعداد نویسندگان

منبع: نتایج تحقیق حاضر

بر اساس آزمون خی دو و جدول ۲ می‌توان گفت کیفیت مقالاتی که توسط پژوهشگران دو رشته مدیریت مالی و رفتار نگارش شده بود با یکدیگر تفاوت نداشت ($p=0.41$). در کیفیت گزارش مقالات بین سال‌های مختلف نیز همین آزمون تفاوت آماری معناداری را نشان نداد ($p=0.57$). همچنین تعداد نویسندگان نیز بر کیفیت گزارش مقالات تأثیر معناداری را نشان نداد ($p=0.35$).

لازم به توضیح است مقالات منتخب پس از واکاوی بر اساس ماهیت، در چهار دسته سنتز، مروری، کیفی و کمی قرار گرفتند تا شرایط سنتز فراهم شود. در جدول زیر فراوانی و درصد این چهار دسته از مقالات آورده شده است.

جدول ۳: فراوانی و درصد مقالات مورد تحلیل قرار گرفته بر اساس ماهیت،

ماهیت مقالات	سنتز	مروری	کیفی	کمی	جمع کل
فراوانی	۷	۸	۴	۱۰	۲۹
درصد	۲۴.۱۳	۲۷.۵۸	۱۳.۷۹	۳۴.۴۸	۱۰۰

منبع: نتایج تحقیق حاضر

با توجه به جدول ۳ توزیع فراوانی ماهیت مقالات مورد تحلیل قرار گرفته آمده است. همان‌طور که در جدول ۵ قابل مشاهده است بیشترین مقالات مورد تحلیل قرار گرفته در فرایند سنتز پژوهی مقالات کمی (۱۰ مقاله) و مقالات مروری (۸ مقاله) و سنتز (۷) بوده است، همچنین ۴ مقاله نیز به صورت کیفی بوده است. در مورد کیفیت

مقالات منتخب می‌توان گفت که تمام مقالات یا از کیفیت مناسب برخوردارند و یا از کیفیت بالا چراکه درصد کیفیت برای هر آیتم یا بالاتر از ۷۵٪ است و یا بین ۵۰٪ تا ۷۵٪ و اگر درصد کیفیت کسب‌شده کمتر از ۵۰٪ بود می‌توانستیم بگوییم که کیفیت آیتم موردنظر پایین است. همچنین با توجه به مقدار ضریب کاپای (۰.۵۶) به‌دست‌آمده، می‌توان نتیجه گرفت که نتیجه بررسی دو ارزیاب مناسب است.

✓ واکاوی و سنتز (تجمیعی و ترکیبی)

در این مرحله واکاوی مقالات منتخب بر اساس پژوهشگر، سال، عنوان، ماهیت مقاله، جامعه آماری، نمونه‌گیری، ابزار اندازه‌گیری، روش تجزیه و تحلیل، پایگاه‌های داده، نام مجله، کشور، امتیاز کیفیت مقاله، نتیجه کیفیت صورت گرفته است. درنهایت سنتز به‌منظور شناسایی مؤلفه‌های رفتاری سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری انجام می‌شود.

✓ تحلیل مضمون مؤلفه‌های رفتاری سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری

در این پژوهش، فرایند کدگذاری برای شاخص‌های موردبررسی در فراترکیب و همچنین شاخص‌های حاصل از مصاحبه، به‌صورت توأمان موردبررسی قرار گرفته است. با توجه به داده‌های جمع‌آوری‌شده در فرمت مصاحبه که با فرایند تطبیق مستمر به نقطه اشباع نظری رسیده است بعد از تعریف سؤالات اصلی پژوهش (مصاحبه) که برای آن‌ها مقیاس کمی تعریف شده است، می‌توان کدگذاری مصاحبه‌های جمع‌آوری‌شده را با تعریف ویژگی‌ها و ابعاد آن و نمودارهای توصیف‌کننده این ویژگی‌ها شروع کرد. شاپان‌ذکر است که با ۲۲ خبره در این زمینه بر اساس مصاحبه نیمه ساختاریافته مصاحبه شد. در ادامه می‌توان سؤالات اصلی مصاحبه و چک‌لیست نتایج مصاحبه را در جداولی مجزا مشاهده کرد. پاسخ‌های ارائه‌شده برای هر سؤال پس از تحلیل محتوا و کدگذاری توسط پژوهشگر و دو نفر از متخصصین آمار در جدولی آورده شده است که این جداول، بیانگر شاخص‌ها و مؤلفه‌های اصلی پژوهش می‌باشد. در این پژوهش برای جمع‌آوری شاخص‌ها و همچنین ایجاد مؤلفه‌ها، از کدگذاری نظری استفاده شده است که شامل ۳ مرحله کدگذاری باز، محوری و انتخابی است.

استراوس و کوربین کدگذاری باز را این‌گونه توصیف می‌کنند "بخشی از تحلیل که مشخصاً به نام‌گذاری و دسته‌بندی پدیده از طریق بررسی دقیق داده‌ها مربوط می‌شود". به عبارت بهتر در این نوع کدگذاری مفاهیم درون مصاحبه‌ها و اسناد و مدارک بر اساس ارتباط با موضوعات مشابه طبقه‌بندی می‌شوند.

گام اول: کدگذاری باز

این مرحله از روش کدگذاری نظری، بلافاصله بعد از اولین مصاحبه انجام می‌شود. به‌عبارت‌دیگر محقق پس از هر مصاحبه شروع به پیدا کردن مفاهیم و انتخاب برچسب‌های مناسب برای آن‌ها و ترکیب مفاهیم مرتبط می‌کند. در این پژوهش در مرحله کدگذاری باز تمامی متون مربوط به مصاحبه تحلیل شد و واحدهای معنایی از متن مصاحبه استخراج گردید. در این راستا ۴۱ کد از فرایند مصاحبه و در بخش کدگذاری باز استخراج شد. در این مرحله خود مفاهیم بر اساس ارتباط با موضوعات مشابه طبقه‌بندی می‌شوند که به این کار طبقه‌سازی (تم‌سازی) گفته می‌شود. عناوینی که به طبقه‌ها اختصاص می‌دهیم؛ انتزاعی‌تر از مفاهیمی است که مجموعه آن طبقه را

تشکیل می‌دهند. طبقه‌ها دارای قدرت مفهومی بالایی هستند؛ زیرا می‌توانند مفاهیم را بر محور خود جمع کنند. عنوان‌های انتخابی به‌طور عمده توسط خود پژوهشگر انتخاب شده‌اند و سعی بر این بوده تا بیشترین ارتباط و همخوانی را با داده‌هایی که نمایانگر آن است داشته باشند. منشأ مهم دیگر (عنوان‌ها) عبارتی است که مشارکت‌کنندگان در پژوهش به کار می‌برند و می‌تواند برای پژوهشگر کاربرد داشته باشد. جدول حاصل از کدگذاری باز شامل دو قسمت است، جدول کدهای اولیه استخراجی از مصاحبه‌ها و جدول طبقه‌های استخراج‌شده از مفاهیم به همراه کدهای ثانویه آن‌ها.

گام دوم: کدگذاری محوری

هدف از کدگذاری محوری ایجاد رابطه بین مقوله‌های تولیدشده (در مرحله کدگذاری باز) است. این عمل به نظریه‌پرداز کمک می‌کند تا فرایند نظریه‌پردازی را به سهولت انجام دهد. اساس ارتباط دهی در کدگذاری محوری بر بسط و گسترش یکی از مقوله‌ها قرار دارد. دسته‌بندی اصلی (مانند ایده یا رویداد محوری) به‌عنوان پدیده تعریف می‌شود و سایر دسته‌بندی‌ها با این دسته‌بندی اصلی مرتبط می‌شوند. در این مرحله پژوهشگر یکی از طبقه‌ها را به‌عنوان طبقه محوری انتخاب کرده و آن را تحت عنوان پدیده محوری در مرکز فرآیند مورد کاوش قرار داده و ارتباط سایر طبقه‌ها را با آن مشخص می‌کند. اساس فرآیند ارتباط دهی در کدگذاری محوری بر بسط و گسترش یکی از طبقه‌ها قرار دارد. بنابراین در گام دوم این پژوهش بر اساس داده‌های به‌دست آمده از مطالعه اسناد بالادستی و مصاحبه‌های عمیق و مقوله‌بندی آن‌ها، ۵ مقوله اصلی شکل گرفت.

جدول ۴: کدگذاری محوری، منبع: نتایج تحقیق حاضر

ابعاد	مؤلفه	شاخص
پدیده محوری (رفتار سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری)	تمایل به انحراف از رفتار منطقی	احساسات شخصی
		افراط‌گرایی
		نوسانات شدید عوامل بازاری
پدیده محوری (رفتار سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری)	تمایل به ریسک‌پذیری	ویژگی‌های شخصیتی
		اهداف سرمایه‌گذاری
		تجربه سرمایه‌گذار
		شناخت شرکت‌های خاص
		تحلیل پویا
پدیده محوری (رفتار سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری)	تمایل به انحصارگرایی	وابستگی به شرکت‌های خاص
		تحلیل نادرست
		پذیرش عدم قطعیت
		آموزش
پدیده محوری (رفتار سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری)	تمایل به درک اشتباه خود	استفاده از مشاورین مالی
		نظرات دیگران

شاخص	مؤلفه	ابعاد
شبکه‌های اجتماعی	عوامل اجتماعی	شرایط علی
محیط کسب و کار		
فرهنگ و اقتصاد جامعه		
تبلیغات و شایعات		
تکنولوژی‌های جدید در بازارهای سرمایه	عوامل فنی	
دانش سرمایه‌گذاری		
سیستم‌های تجاری تکنولوژیک		
نرخ سود	عوامل مالی	
ریسک و بازده سرمایه‌گذاری		
قیمت سهام		
خصوصیات شخصیتی	عوامل روان‌شناختی	
تحمل ریسک		
تلاش سرمایه‌گذار		
داشتن روحیه کارآفرینانه		
تصورات شخصی		
تجربیات قبلی	عوامل قانونی	
قوانین و مقررات بازار سرمایه		
مالیات		
حقوق مالکیت معنوی		
حقوق سرمایه‌گذاری	پیامدهای مالی	
افزایش بازده		
کارایی		
کاهش هزینه‌های معاملات	پیامدهای غیرمالی	
تعادل در سپر سرمایه‌گذاری		
بازده حقوق صاحبان سهام		
سرمایه‌گذاری‌های نوآورانه		
افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار		
کاهش ریسک	بسترهای محیطی	
اطلاعات بازار		
دانش به‌روز در زمینه بازار	بستر حاکم	
سبک سرمایه‌گذاری		
درک سرمایه‌گذاران از بازار		

ابعاد	مؤلفه	شاخص
	بسترهای فردی	سواد مالی
		هدف سرمایه‌گذاری
		فرهنگ سرمایه‌گذاری
		تجربه سرمایه‌گذاری
	عوامل محیطی	تغییرات بازار
		اخبار غیرمنتظره
شرایط مداخله‌گر	عوامل فردی	عدم آگاهی سرمایه‌گذاران
		عدم تنوع در سبد سرمایه‌گذاری
		تأثیرات روانی
		تأخیر در تصمیم‌گیری
		بهبود توانایی سرمایه‌گذاری
	راهبردهای آموزشی	ارزیابی مدام عملکرد سرمایه‌گذاران
		آموزش در زمینه سرمایه‌گذاری
		استفاده از خدمات مشاوره مالی
		آموزش در زمینه بازار

گام سوم: کدگذاری انتخابی (گزینشی)

در نهایت فرایند کدگذاری به کدگذاری انتخابی پرداخته شد. کدگذاری انتخابی عبارت است از فرآیند انتخاب دسته‌بندی اصلی، مرتبط کردن نظام‌مند آن با دیگر دسته‌بندی‌ها، تأیید اعتبار این روابط، و تکمیل دسته‌بندی‌هایی که نیاز به اصلاح و توسعه بیشتری دارند. کدگذاری انتخابی بر اساس نتایج کدگذاری باز و کدگذاری محوری، مرحله اصلی نظریه‌پردازی است. به این ترتیب که مقوله محوری را به شکل نظام‌مند به دیگر مقوله‌ها ربط داده و آن روابط را در چارچوب یک روایت ارائه کرده و مقوله‌هایی را که به بهبود و توسعه بیشتری نیاز دارند، اصلاح می‌کند. بر این اساس کدگذاری نهایی از این فرایند به صورت جدول زیر ارائه می‌شود. در این جدول کد مربوط به مصاحبه‌ها و منبع کدها نیز ارائه شده است.

جدول ۵: کدگذاری انتخابی، منبع: نتایج تحقیق حاضر

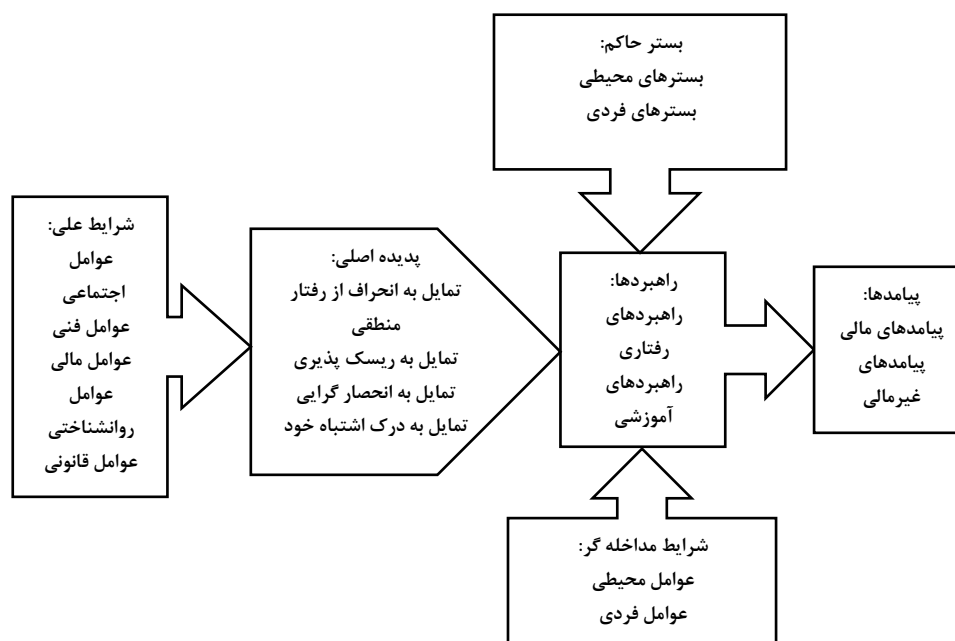
کد مصاحبه‌شونده	منبع	شاخص	مؤلفه
II	نظری و خسروی (۱۳۹۸)	احساسات شخصی	تمایل به انحراف از رفتار منطقی
	نظری و خسروی (۱۳۹۸)	افراط‌گرایی	
	نظری و خسروی (۱۳۹۸)	نوسانات شدید عوامل بازاری	
	نظری و خسروی (۱۳۹۸)	ویژگی‌های شخصیتی	

کد مصاحبه‌شونده	منبع	شاخص	مؤلفه		
ابعاد	نظری و خسروی (۱۳۹۸)	اهداف سرمایه‌گذاری	تمایل به	پدیده محوری (رفتار سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری)	
I4	نظری و خسروی (۱۳۹۸)	تجربه سرمایه‌گذار	ریسک‌پذیری		
I8.I9.I18	نظری و خسروی (۱۳۹۸)	شناخت شرکت‌های خاص	تمایل به انحصارگرایی		
		تحلیل پویا			
		وابستگی به شرکت‌های خاص			
I5	نظری و خسروی (۱۳۹۸)	تحلیل نادرست			
I15.I6.I9	نظری و خسروی (۱۳۹۸)	پذیرش عدم قطعیت	تمایل به درک اشتباه خود		
		آموزش			
	نظری و خسروی (۱۳۹۸)	استفاده از مشاورین مالی			
I12.I6.I8	نظری و خسروی (۱۳۹۸)	نظرات دیگران		عوامل اجتماعی	
	هیگینز و همکاران (۲۰۲۱)	شبکه‌های اجتماعی			
	هیگینز و همکاران (۲۰۲۱)	محیط کسب و کار			
I6	هیگینز و همکاران (۲۰۲۱)	فرهنگ و اقتصاد جامعه			
I7	نظری و خسروی (۱۳۹۸)	تبلیغات و شایعات			
	گال (۲۰۲۱)	تکنولوژی‌های جدید در بازارهای سرمایه			عوامل فنی
	ساتیامورتی و همکاران (۲۰۲۱)	دانش سرمایه‌گذاری			
I8	گال (۲۰۲۱)	سیستم‌های تجاری تکنولوژیک			
	مرادی و همکاران (۱۴۰۰)	نرخ سود	عوامل مالی		
	مرادی و همکاران (۱۴۰۰)	ریسک و بازده سرمایه‌گذاری			
	مرادی و همکاران (۱۴۰۰)	قیمت سهام			
I9.I2.I3.I8	کورداوی و همکاران (۲۰۲۱)، دارمایانتی و همکاران (۲۰۲۲)، اخترت و همکاران (۲۰۱۸)، گامبیتی و گیسبرتی (۲۰۱۹)، انجا و یین (۲۰۱۳)	خصوصیات شخصیتی			شرایط علی عوامل روان‌شناختی
II	دارمایانتی و همکاران (۲۰۲۲)، زونا و زاماریان (۲۰۲۱)، نگوین و همکاران (۲۰۲۱)	تحمل ریسک			

کد مصاحبه‌شونده	منبع	شاخص	مؤلفه		
	(۲۰۱۹)، فیشر (۲۰۲۰)، رحمان (۲۰۲۰)، فیشر و یائو (۲۰۱۷)، نور عینی و لطفی (۲۰۱۹)				
I10	لطیف و آکتارشا (۲۰۱۶)	تلاش سرمایه‌گذار			
I22	موسوی رضوی و همکاران (۱۳۹۸)	داشتن روحیه کارآفرینانه			
I13.I15	کوردوای و همکاران (۲۰۲۱)	تصورات شخصی			
	کوردوای و همکاران (۲۰۲۱)	تجربیات قبلی			
I11	اریک ای. برنشتاین و همکاران (۲۰۲۰)	قوانین و مقررات بازار سرمایه	عوامل قانونی		
	اریک ای. برنشتاین و همکاران (۲۰۲۰)	مالیات			
I20.I22.I5.I6	اریک ای. برنشتاین و همکاران (۲۰۲۰)	حقوق مالکیت معنوی			
I12	اریک ای. برنشتاین و همکاران (۲۰۲۰)	حقوق سرمایه‌گذاری			
I21	عسگری و علیزاده (۱۳۹۸)	افزایش بازده	پیامدهای مالی		
	نیکومرام و همکاران (۱۳۹۵)	کارایی			
I12.I5.I9.I20.I22		کاهش هزینه‌های معاملات			
I17.I20.I21		تعادل در سب سرمایه‌گذاری	پیامدهای غیرمالی	پیامد	
	اودات و علی (۲۰۲۱)	بازده حقوق صاحبان سهام			
I13	زونا و زاماریان (۲۰۲۱)	سرمایه‌گذاری‌های نوآورانه			
I17.I9	عسگری و علیزاده (۱۳۹۸)	افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار			
I15.I9		کاهش ریسک			
I14	محبوبی و همکاران (۱۳۹۶)	اطلاعات بازار	بسترهای محیطی	بستر حاکم	
	عسگری و علیزاده (۱۳۹۸)	دانش به‌روز در زمینه بازار			
I1.I6.I8		سبک سرمایه‌گذاری			

کد مصاحبه‌شونده	منبع	شاخص	مؤلفه	
I15	هیمانشور و کیشور (۲۰۲۲)	درک سرمایه‌گذاران از بازار	بسترهای فردی	
I2.I5.I4	خیبر (۱۴۰۱)، دارماینتی و همکاران (۲۰۲۲)، آرن و زنگین (۲۰۱۶)، آریانتی (۲۰۱۸)، آویس و همکاران (۲۰۱۶)، پرادیتا و ویوک (۲۰۱۹)، ون رویچ (۲۰۱۱)	سواد مالی		
	محبوبی و همکاران (۱۳۹۶)	هدف سرمایه‌گذاری		
I16		فرهنگ سرمایه‌گذاری		
I20	عسگری و علیزاده (۱۳۹۸)	تجربه سرمایه‌گذاری	عوامل محیطی	
I3.I16.I5		تغییرات بازار		
I3.I13.I5.I16.I8		اخبار غیرمنتظره		
I13.I5		عدم آگاهی سرمایه‌گذاران	عوامل فردی	شرایط مداخله‌گر
I17		عدم تنوع در سبد سرمایه‌گذاری		
I9.I12.I19.I20		تأثیرات روانی		
I22.I5.I7		تأخیر در تصمیم‌گیری		
I3.I8.I9.I15		پذیرش عدم قطعیت	راهبردهای رفتاری	
	لطیف و آکتارشا (۲۰۱۶)	بهبود توانایی سرمایه‌گذاری		
I18		ارزیابی مدام عملکرد سرمایه‌گذاران	راهبردهای آموزشی	راهبردها
I8.I9.I11.I17		آموزش در زمینه سرمایه‌گذاری		
I20.I6		استفاده از خدمات مشاوره مالی		
I19		آموزش در زمینه بازار		

در نهایت با تکیه بر بررسی‌های صورت گرفته، مدل نهایی پژوهش حاضر به صورت شکل زیر ارائه می‌شود:



شکل ۲: مدل مفهومی پژوهش

منبع: نتایج تحقیق حاضر

بحث و نتیجه‌گیری

بر اساس نتایج، مؤلفه‌ها و شاخص‌های پدیده محوری به شرح زیر است:

تمایل به انحراف از رفتار منطقی: این مؤلفه شامل شاخص‌های احساسات شخصی، افراط‌گرایی و نوسانات شدید عوامل بازاری است. در این راستا نظری و خسروی (۱۳۹۸) نیز در پژوهشی مشابه به احساسات شخصی، افراط‌گرایی و نوسانات شدید عوامل بازاری اشاره کردند. تمایل به ریسک‌پذیری: این مؤلفه شامل شاخص‌های ویژگی‌های شخصیتی، اهداف سرمایه‌گذاری و تجربه سرمایه‌گذار است. افراد ریسک‌پذیر به دلیل بالا بودن میزان بازدهی مورد انتظارشان، معمولاً به سرمایه‌گذاری در سپرده‌های بانکی و سرمایه‌گذاری در اوراق صکوک و اوراق مشارکت و... تمایل ندارند. در این راستا نظری و خسروی (۱۳۹۸) در پژوهشی مشابه به ویژگی‌های شخصی، اهداف سرمایه‌گذاری و تجربه سرمایه‌گذار اشاره کردند. تمایل به انحصار‌گرایی: این مؤلفه شامل شاخص‌های شناخت شرکت‌های خاص، تحلیل پویا، وابستگی به شرکت‌های خاص و تحلیل نادرست است. با توجه به وجود مجراهای متعدد در خصوص ارتباط بین ارزش بازار سرمایه شرکت‌ها و تصمیم‌های واقعی آن‌ها، درک این رابطه تا اندازه‌ای پیچیده شده است. در این راستا نظری و خسروی (۱۳۹۸) در پژوهشی مشابه به شناخت شرکت‌های خاص، تحلیل پویا، وابستگی به شرکت‌های خاص و تحلیل نادرست اشاره کردند. تمایل به درک اشتباه خود: این مؤلفه شامل

شاخص‌های پذیرش عدم قطعیت، آموزش و استفاده از مشاورین مالی است. تورش‌ها، خطاها، انحرافات و روش‌های فردی و ابتکاری که در فرآیند درک پدیده‌ها (سهام، پیشنهادات خریدوفروش و ...) ایجاد می‌شود. در این راستا خسروی و نظری (۱۳۹۸) در پژوهشی مشابه به پذیرش عدم قطعیت، آموز و استفاده از مشاورین مالی اشاره کردند.

« عوامل اثرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری کدامند (شرایط علی)؟

عوامل اثرگذار در این مدل به شرح زیر است:

عوامل اجتماعی: این مؤلفه شامل شاخص‌های نظرات دیگران، شبکه‌های اجتماعی، محیط کسب‌وکار، فرهنگ و اقتصاد جامعه و تبلیغات و شایعات است. رفتار توده‌ای حاکی از تمایل انسان به رفتار کردن شبیه دیگران است. در این راستا نظری و خسروی (۱۳۹۸) به نظرات دیگران و شایعات اشاره کردند. همچنین هیگینز و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهش خود به شبکه‌های اجتماعی، محیط کسب‌وکار و فرهنگ و اقتصاد جامعه اشاره کردند. **عوامل فنی:** این مؤلفه شامل شاخص‌های تکنولوژی‌های جدید در بازارهای سرمایه، دانش سرمایه‌گذاری و سیستم‌های تجاری تکنولوژیک است. در این راستا گال (۲۰۲۱) در پژوهش خود به تکنولوژی‌های جدید در بازارهای سرمایه و سیستم‌های تجاری تکنولوژیک اشاره کردند. همچنین ساتیامورتی و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهشی مشابه به دانش سرمایه‌گذاری اشاره کردند. **عوامل مالی:** این مؤلفه شامل شاخص‌های نرخ سود، ریسک و بازده سرمایه‌گذاری و قیمت سهام است. در این راستا مرادی و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهش خود به نرخ سود، ریسک و بازده سرمایه‌گذاری و قیمت سهام اشاره کردند. **عوامل روان‌شناختی:** این مؤلفه شامل شاخص‌های خصوصیات شخصیتی، تحمل ریسک، تلاش سرمایه‌گذار، داشتن روحیه کارآفرینانه، تصورات شخصی و تجربیات قبلی است. دلیل پیچیدگی معامله‌گری در بازار سرمایه این است که انسان در طول یک معامله با عواطف و احساسات انسانی خود مواجه می‌شود. درگیر طمع، ترس، هیجان، استرس و ... می‌شود و توان مدیریت صحیح معامله خود را از دست می‌دهد. در این راستا کوردوای و همکاران (۲۰۲۱)، دارمایان‌تی و همکاران (۲۰۲۲)، اخترت و همکاران (۲۰۱۸)، گامبتی و گیسبرتی (۲۰۱۹)، انجا و یین (۲۰۱۳) به خصوصیات شخصیتی سرمایه‌گذار اشاره کردند. همچنین دارمایان‌تی و همکاران (۲۰۲۲)، زونا و زاماریان (۲۰۲۱)، نگوین و همکاران (۲۰۱۹)، فیشر (۲۰۲۰)، رحمان (۲۰۲۰)، فیشر و یائو (۲۰۱۷)، نور عینی و لطفی (۲۰۱۹) به تحمل ریسک اشاره کردند. **عوامل قانونی:** این مؤلفه شامل شاخص‌های قوانین و مقررات بازار سرمایه، مالیات، حقوق مالکیت معنوی و حقوق سرمایه‌گذاری است. در کشورهای در حال توسعه همچون ایران به‌منظور شفاف‌سازی اطلاعات مالی و فرهنگ‌سازی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، تدوین قوانین و مقررات الزام‌کننده افشاء اطلاعات مالی شفاف، از الزامات است. در این راستا اریک‌ای. برنشتاین و همکاران (۲۰۲۰) نیز در پژوهش خود به قوانین و مقررات بازار سرمایه، مالیات، حقوق مالکیت معنوی و حقوق سرمایه‌گذاری اشاره کردند.

◀ پیامدهای رفتاری سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری کدامند (پیامد)؟

پیامدهای مدل به شرح زیر است:

پیامدهای مالی: این مؤلفه شامل شاخص‌های افزایش بازده، کارایی و کاهش هزینه‌های معاملات است. سرمایه‌گذاری در این روزهای اقتصاد کشور کاری پر ریسک است و سرمایه‌داران ترجیح می‌دهند سرمایه خود را جایی قرار دهند که با کمترین میزان ریسک، بیشترین میزان سودآوری را کسب کنند. در این راستا عسگری و علیزاده (۱۳۹۸) در پژوهش خود به افزایش بازده اشاره کردند. همچنین نیکومرام و همکاران (۱۳۹۵) به کارایی اشاره کردند. **پیامدهای غیرمالی:** این مؤلفه شامل شاخص‌های تعادل در سبد سرمایه‌گذاری، بازده حقوق صاحبان سهام، سرمایه‌گذاری‌های نوآورانه، افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار و کاهش ریسک است. ایجاد یک سرمایه‌گذاری، علاوه بر پیامدهای مالی، پیامدهای غیرمالی نیز برای سرمایه‌گذاران به همراه دارد. مهم‌ترین دستاورد غیرمالی، حقوق صاحبان سرمایه است. در این راستا اودات و علی (۲۰۲۱) در پژوهش خود به بازده حقوق صاحبان سهام اشاره کردند. همچنین زونا و زاماریان (۲۰۲۱) به سرمایه‌گذاری‌های نوآورانه اشاره کردند. عسگری و علیزاده (۱۳۹۸) نیز به افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار اشاره کردند.

◀ بسترهای پیاده‌سازی رفتار سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری کدامند (بستر

حاکم)؟

بسترهای مدل شامل موارد زیر است:

بسترهای محیطی: این مؤلفه شامل اطلاعات بازار و دانش به‌روز در زمینه بازار است. اگر شرکت‌ها طی دوره‌ی دستکاری، بنا به دلایلی، به‌جز تأثیر اطلاعات همراه‌کننده، بیش سرمایه‌گذاری کنند، نمی‌توان انتظار داشت که با عدم دستکاری سود، سرمایه‌گذاری (بعد از کنترل کاهش فرصت‌های سرمایه‌گذاری) کاهش یابد. در این راستا محبوبی و همکاران (۱۳۹۶) به اطلاعات بازار اشاره کرد. همچنین عسگری و علیزاده (۱۳۹۸) به دانش به‌روز در زمینه بازار اشاره کرد. **بسترهای فردی:** این مؤلفه شامل سبک سرمایه‌گذاری، درک سرمایه‌گذاران از بازار، سواد مالی، هدف سرمایه‌گذاری، فرهنگ سرمایه‌گذاری و تجربه سرمایه‌گذاری است. اجتماع و فرهنگ از جمله مواردی می‌باشند که تأثیر بسیار زیادی بر رفتارها دارند و به همین علت باید به زمینه اجتماعی فرهنگی تصمیم‌گیرنده توجه شود. در این راستا خبیر (۱۴۰۱)، دارمیان‌تی و همکاران (۲۰۲۲)، آرن و زنگین (۲۰۱۶)، آریانتی (۲۰۱۸)، آوایس و همکاران (۲۰۱۶)، پرادیتا و ویوک (۲۰۱۹)، ون رویج (۲۰۱۱) در پژوهش خود به سواد مالی اشاره کردند. همچنین هیمان‌شور و کیشور (۲۰۲۲) به درک سرمایه‌گذاران از بازار اشاره کردند.

◀ موانع پیاده‌سازی رفتار سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری کدامند (شرایط

مداخله‌گر)؟

موانع مدل شامل موارد زیر است:

عوامل محیطی: این مؤلفه شامل تغییرات بازار و اخبار غیرمنتظره است. عمده شواهد حاکی از رفتاری هیجانی از سوی سرمایه‌گذاران بورسی در معاملات سهام، چه در هنگام انتشار اخبار مطلوب (خوب)، و چه در هنگام ورود

اخبار نامطلوب (بد)، در بورس اوراق بهادار تهران است. عوامل فردی: این مؤلفه شامل عدم آگاهی سرمایه‌گذاران، عدم تنوع در سبد سرمایه‌گذاری، تأثیرات روانی و تأخیر در تصمیم‌گیری است. هدف اصلی هر سرمایه‌گذار در بورس، کسب سود مستمر و به حداقل رساندن ضرر است؛ سودی که قابل تکرار باشد و بتوان آن را همیشه به دست آورد.

« راهبردهای پیاده‌سازی رفتار سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری کدامند (راهبردها)؟»

راهبردهای مدل شامل موارد زیر است:

راهبردهای رفتاری: این مؤلفه شامل پذیرش عدم قطعیت، بهبود توانایی سرمایه‌گذاری و ارزیابی مدام عملکرد سرمایه‌گذاران است. دو عاملی که می‌تواند به مرور زمان باعث خستگی فکری و دل‌زدگی از بازارهای مالی شود، استرس و پشیمانی است. استرس زمانی اتفاق می‌افتد که سرمایه‌گذار سهمی را بخرد و آن سهم وارد فاز نزولی و زیان شود. **راهبردهای آموزشی:** این مؤلفه شامل آموزش در زمینه سرمایه‌گذاری، استفاده از خدمات مشاوره مالی و آموزش در زمینه بازار است. فکر انسان همیشه مایل است در مورد کاری که می‌خواهد انجام دهد تائید دیگران را نیز داشته باشد. در بازار بورس، مخصوصاً برای افراد کم‌تجربه این امر بیشتر صادق است. شخصی سهمی را کاملاً تحلیل کرده و از همه جهات آن را مناسب خرید می‌داند اما در خرید آن مردد است. مطالعه تحلیل‌های تحلیل‌گران برجسته و دریافت خدمات مشاوره از مراجع معتبر می‌تواند این خلأ ذهنی را پر کند.

یافته‌های حاصل از تحقیق حاضر نشان می‌دهد که جهت مدیریت رفتار سرمایه‌گذاران برای مدیریت ریسک سبد سرمایه‌گذاری، باید از الگوی پیشنهادی این پژوهش و به ترتیب سطوح مختلف آن عمل نمایند. به همین منظور باید مأموریت‌ها، رسالت و اهداف سازمانی را به‌طور روشن و شفاف مشخص نمایند و راهبردها و برنامه‌های کلی سازمان و همچنین الگوی روابط بین واحدها را به‌روشنی تعریف نمایند و حیطه نظارت را در سازمان و مشخص کنند تا کارکنان بتوانند وظایف خود را به‌درستی اعمال نمایند. الگوی ارائه‌شده در این تحقیق بدین جهت پیشنهاد می‌شود که در سطح اساتید مطرح دانشگاهی و خبرگان حوزه رفتار سرمایه‌گذاران صورت گرفته و با توجه به اینکه این افراد در شکل‌گیری رفتار نقش بسزایی دارند، می‌توان بر نتایج این تحقیق اعتماد کرد. همچنین مؤلفه‌ها و ابعاد تحقیق علاوه بر نظرات افراد خبره توسط ادبیات تحقیق نیز پشتیبانی می‌شوند که می‌توان بر صحت و دقت این اطلاعات تأکید کرد. همچنین برازش مدل با تکیه بر اعتبار یابی روایی، نشان‌دهنده اعتبار بالای سازه و روابط منطقی میان شاخص‌ها و ابعاد تحقیق است. با تکیه بر توضیحات، پیشنهاد می‌شود مدیران و دست‌اندرکاران دانشگاهی و سازمانی از الگوی ارائه‌شده در این تحقیق استفاده کنند. با توجه به اینکه این تحقیق ابعاد متنوع و جامعی را مدنظر قرار داده است، می‌توان گفت خلأهای موجود در سایر تحقیقات را تا این دوره زمانی پوشش داده‌اند. بررسی عمیق و دقیق منابع و همچنین رسیدن به نقطه اشباع تئوریک در بررسی‌ها و همچنین وارد کردن نظرات خبرگان دانشگاهی در این زمینه نیز گواهی بر این ادعاست.

فهرست منابع

- ابراهیمی سروعلیا، محمد حسن، صابونچی، امین. (۱۳۹۸). نقش عوامل جمعیت شناختی در تبیین تحمل ریسک سرمایه‌گذاران حقیقی و رفتار ریسک‌پذیری آنان. *دانش سرمایه‌گذاری*, ۸(۳۲), ۲۱۷-۲۳۴.
- Ali, B. J. & Oudat, M. S. (2020). Financial Risk and the Financial Performance in listed Commercial and Investment Banks in Bahrain Bourse. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 13(12), 160-180.
- Ali, Basel J. A. & Wan Ahmad Wan Omar, (2016). Relationship between E-Banking Service Quality and Customer Satisfaction in Commercial Banks in Jordan. *American Based Research Journal*, 5(12).
- Almazán, D., Tovar, Y., Quintero, J. (2017). Influence of information systems on organizational results. *Contaduría y Administración*, 62(2), 321-338.
- Alonso-Carrera J, Raurich X. (2018). Labor mobility, structural change and economic growth. *Journal of Macroeconomics*, 56: 292-310.
- Aven, T. (2016). Risk assessment and risk management: Review of recent advances on their foundation. *European Journal of Operational Research*, 253(1), 1-13.
- Aydemir, S. D., & Aren, S. (2017). Do the effects of individual factors on financial risk-taking behavior diversify with financial literacy? *Kybernetes*, 46(10), 1706-1734
- Dickason, Z., & Ferreira, S. (2018). Establishing a link between risk tolerance, investor personality and behavioural finance in South Africa. *Cogent Economics & Finance*, 6(1), 1519898.
- Gambetti, E., & Giusberti, F. (2019). Personality, decision-making styles and investments. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 80, 14-24.
- Grable, J. E. (2016). Financial risk tolerance. *Handbook of Consumer Finance Research*, 19-31.
- Kartini K., Nahda K., (2021). Behavioral Biases on Investment Decision: A Case Study in Indonesia, *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8 (3), 1231-1240.
- Mohammadnazar, D. & Samimi, A. (2019). Necessities of Studying HSE Management Position and Role in Iran Oil Industry, *Journal of Chemical Review*, 1(4), 252-259.
- Mohr, P. N. C., Biele, G., & Heekeren, H. R. (2010). Neural processing of risk. *Journal of Neuroscience*, 30(19), 6613-6619.
- Nguyen, L., Gallery, G., & Newton, C. (2019). The joint influence of financial risk perception and risk tolerance on individual investment decision-making. *Accounting & Finance*, 59(S1), 747-771.
- Nur Aini, N. S., & Lutfi, L. (2019). The influence of risk perception, risk tolerance, overconfidence, and loss aversion towards investment decision making. *Journal of Economics, Business & Accountancy Ventura*, 21(3), 401-413.
- Oleshko, A. Krasuk, Y., Borysova, M. (2020). Crisis management of investment processes in the national economy. *State and regions Series Economics and Business*, 1(112), 143-147.
- Paek, H. J., & Hove, T. (2017). Risk perceptions and risk characteristics. Oxford Research Encyclopedia of Communication.
- Perveen, N., Ahmad, A., Usman, M., & Liaqat, F. (2020). Study of Investment Decisions and Personal Characteristics through Risk Tolerance: Moderating Role of Investment Experience. *Revista Amazonia Investiga*, 9(34), 57-68.
- Pradita, V., & Wiwik, L. (2019). Study of Demographic Factors and Financial Literation and its Effect on Individual Investment Decision in Generation X and Generation Y. *The International Conference of Business and Banking Innovations (ICOBBI) 2019*, 1(1).
- Rahayu, S., Rohman, A., & Harto, P. (2020). Herding behavior model in investment decision on Emerging Markets: Experimental in Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 8(1), 53-59.

- Samaniego RM, Sun JY. (2016). Productivity growth and structural transformation. *Review of Economic Dynamics*. 21: 266-85.
- Samimi, A. Zarinabadi, S. Bozorgian, A. Amosoltani, A. Tarkesh, M., Kavousi, K. (2020). Advances of Membrane Technology in Acid Gas Removal in Industries, *Progress in Chemical and Biochemical Research*, 3(1), 46-54.
- Sha, N., & Ismail, M. Y. (2020). Behavioral investor types and financial market players in Oman. *Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 8(1), 285–294.
- Thaler, R. H., Tversky, A., Kahneman, D., & Schwartz, A. (1997). The effect of myopia and loss aversion on risk taking: An experimental test. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(2), 647–661.

Providing Investor Behavior Model for Investment Portfolio Risk Management

Mohamad Mehdi Rezazadeh Chari

PhD student in financial engineering, Department of Finance, South Tehran Branch, Islamic Azad University,
Tehran, Iran

Mohsen Hamidian

Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Economics and Accounting, South Tehran Branch,
Islamic Azad University, Tehran, Iran
(Corresponding Author)

Roya Darabi

Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Economics and Accounting, South Tehran Branch,
Islamic Azad University, Tehran, Iran

Abstract

The current research was conducted with the aim of presenting the behavioral model of investors for risk management of investment portfolio. The method of the present research is exploratory and developmental in terms of its practical purpose and in terms of the type of research, as well as qualitative. The participants of the research were academic experts and specialists who are proficient in the subject of research in the field of investment risk in financial markets, especially in the behavioral field, and 20 people were selected as interviewees using the purposeful sampling method and saturation principle. In this research, structured interview was used to collect data. Also, the foundation data theory method was used to analyze the data. The results showed that the central phenomenon includes the components of the tendency to deviate from rational behavior, the tendency to take risks, the tendency to monopolize, and the tendency to misunderstand oneself. Also, the causal conditions include the components of social factors, technical factors, financial factors, psychological factors and legal factors. Finally, the consequences include the components of financial consequences and non-financial consequences.

Keywords: Investment Behavior, Risk, Portfolio Risk, Financial Markets

