



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
دوره ۱۶ / شماره ۲ (پیاپی ۶۲) / تابستان ۱۴۰۶  
صفحه ۱۲۵ تا ۱۵۰

## ارایه الگوی کیفی رفتاری در بحران‌های بازار سرمایه ایران با تأکید بر ابعاد سوگیری‌های عاطفی و شناختی سرمایه‌گذاران

### هلسا بابائی

دانشجوی دکتری تخصصی حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد بناب، ایران.  
helalebabaei3@gmail.com

### نادر رضائی

دانشیار گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد بناب، ایران (نویسنده مسئول)  
naderrezaeimindoab@gmail.com

### عسگر پاک مرام

دانشیار گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد بناب، ایران.  
pakmaram@bonab.ac.ir

### رسول عبیدی

دانشیار گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد بناب، ایران.  
Abdi\_rasool@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۷/۰۱ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۱۰/۲۶

### چکیده

هدف پژوهش حاضر ارائه الگوی کیفی رفتاری در بحران‌های بازار سرمایه ایران با تأکید بر ابعاد سوگیری‌های عاطفی و شناختی سرمایه‌گذاران است. پژوهش حاضر از نوع تحقیقات کیفی و اکتشافی بوده و الگو با مصاحبه از ۲۱ نفر خبره (شامل اساتید رشته‌های حسابداری و مالی، مدیران کارگزاری‌های رسمی و تحلیل‌گران رسمی بازار سرمایه) در سال ۱۴۰۲ و به روش نمونه‌گیری گلوله برفی، به اشباع رسیده و ارائه می‌گردد. نتایج نشان می‌دهد، مهم‌ترین علل مالی رفتاری نگرش‌های اجتماعی افراد نسبت به زمینه سرمایه‌گذاری، عوامل عاطفی شناختی، نوع و نحوه دسترسی به اطلاعات، تورش‌های رفتاری و فردی سرمایه‌گذاران می‌باشند. بستر این رفتار غیر عقلایی می‌تواند عواملی مانند اقتصاد درگیر با شرایط تحریمی و تورمی، عدم پویایی قوانین بازار سرمایه، شناخت و ادراک نادرست سرمایه‌گذاران، نوع مالکیت شرکت‌های بورسی (اغلب دولتی) باشد. ویژگی‌های متنوع صنایع، سیاست‌های سازمان بورس و دولت مردان، عدم قطعیت سیاست اقتصادی، خود جامعه و عوامل سیاسی می‌تواند به‌عنوان مداخله‌گرها در ایجاد شرایط بحرانی و حرکت به سمت مالی رفتاری مطرح شوند. آموزش مناسب، نگرش‌های حاکمیتی به این امر، حضور مشاوران و تحلیل‌گران، نظارت و افزایش سواد مالی سرمایه‌گذاران راهبرد مناسبی برای پاسخ به کارایی بازار سرمایه هستند. در این راستا اگر به مالی رفتاری توجه نشود، پیامدهای نامطلوب برای سرمایه‌گذاران، اقتصاد کلان، جامعه و بازار سرمایه به همراه خواهد داشت.

**واژه‌های کلیدی:** الگوی کیفی رفتاری، مالی رفتاری، سوگیری‌های شناختی، سوگیری‌های عاطفی، بحران بازار سرمایه.

## ۱- مقدمه

بازارهای مالی به سبب نقش اساسی در گردآوری منابع از طریق پس اندازهای کوچک و بزرگ موجود در اقتصاد ملی، بهینه‌سازی گردش منابع مالی و هدایت آن‌ها به سوی مصارف و نیازهای سرمایه‌گذاری در بخش‌های مولد اقتصادی، مورد توجه قرار می‌گیرند (صمدی و همکاران، ۱۳۸۶). در بازارهای مالی دو دیدگاه حاکم است؛ یکی دیدگاه کلاسیک بازار سرمایه که بر کارایی بازار اشاره دارد و دیگری دیدگاه متقابل که تحت عنوان مالی رفتاری یاد می‌شود. فرضیه بازار کارا به عنوان یکی از مبانی اصلی تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری مد نظر گرفته می‌شود. بر اساس این تئوری، هیچ سرمایه‌گذاری نمی‌تواند بر اساس دانش و توانایی پردازش اطلاعات، بازدهی غیرعادی بیش از میانگین بازده را کسب کند (النجار<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳؛ راس و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶). این تئوری، این فرض را در نظر می‌گیرد که سرمایه‌گذاران منطقی هستند و از طیف متنوعی از مدل‌ها برای محدودسازی فرصت‌های سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند. با این حال این تئوری نتوانست ناهنجاری‌های بازار را توجیه کند که منجر به بحران مالی مختلفی شد (زینی وند و همکاران، ۱۴۰۲). ترکیب حساب اینترنت در دهه ۱۹۹۰، بحران دات کام، سقوط بازار سهام در سال ۲۰۰۲ و بحران‌های بانکی در سال ۱۹۹۴ (شارما و کومار<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹) از جمله این بحران‌ها بود. نیمه دوم سال ۲۰۰۱ با بحران مالی پیش‌بینی نشده در بازار سهام آمریکا آغاز شد و بحران اعتباری سال ۲۰۰۷ به عنوان عمیق‌ترین رکود پس از رکود بزرگ ۱۹۳۰، اقتصاد جهانی را در نوردید. طبق پیش‌بینی‌های مالی کلاسیک، چنین بحران‌هایی نباید به وقوع می‌پیوستند و بر خلاف آنچه انتظار می‌رفت، نظریه پردازان مالی کلاسیک نتوانستند دلایل و ریشه‌های پدیده‌ای این بحران‌ها را توضیح دهند. اما تفکرات رقیب که فرصت بی‌نظیری برای اثبات ناکارآمدی مالی کلاسیک به دست آورده بودند، هر یک در چارچوب پارادایم خود به توضیح مسأله پرداختند که از میان این دیدگاه‌ها، رویکرد رفتاری بیشتر مورد توجه قرار گرفت. مالی رفتاری در توضیح دلایل بروز بحران‌ها مدعی است خطاهای سرمایه‌گذار تصادفی نبوده و به صورت نظام‌مند در سطح خرد و کلان به وقوع می‌پیوندد. نظام‌مندی خطاها بدان معنی است که ساز و کارهای یادگیری و آربیتراژ نمی‌تواند اثر خطاهای فردی را محدود کرده و یا از بین ببرد. اقتصاددانان رفتاری از عبارت سوگیری برای توضیح خطاهای نظام‌مند استفاده می‌کنند. سوگیری فاصله معنادار داده‌های مشاهدات از پیش‌بینی‌های مالی کلاسیک است. بر اساس ادعای مالی رفتاری، سوگیری باعث می‌شود سرمایه‌گذاران در سطح خرد، سبدهای غیر بهینه برگزینند و ناکارآمدی ساز و کار تصحیح خطا، اثر سوگیری‌ها در سطح کلان را به شکل ناتوانی بازار در بازگشت به تعادل پیش‌بینی شده و در نتیجه ایجاد بحران مالی به همراه دارد (حسن پور و همکاران، ۱۴۰۱). مالی رفتاری به عنوان یک جریان فکری جدید در حوزه مالی و اقتصاد نقش ویژه‌ای برای احساسات و حالات درونی سرمایه‌گذاران در فرآیند تصمیم‌گیری قائل شده است. در این پارادایم قیمت اوراق بهادار نه تنها به متغیرهای بنیادی از قبیل سود و برآورد جریان نقدی آتی شرکت در آینده، بلکه به احساسات و شرایط روحی سرمایه‌گذاران نیز بستگی دارد. بدیهی است چنانچه تأثیرپذیری تصمیمات سرمایه‌گذاران از احساساتشان بیش از حد معمول باشد، در آن صورت پدیده‌هایی از قبیل نوسانات شدید، حساب و

<sup>1</sup> Alnajjar<sup>2</sup> Ross et al.<sup>3</sup> Sharma and Kumar

ریزش که همگی علائمی از بحران در بورس اوراق بهادار می‌باشند، رخ خواهند داد (ژانگ<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸). از این رو بدیهی است با افزایش وزن احساسات در تصمیمات خرید و فروش سرمایه‌گذاران، احتمال بروز نوسانات شدید قیمت در قالب حباب، ریزش قیمت‌ها و رفتارهای جمعی و در نتیجه عدم کارایی بازار افزایش یابد. مطالعات گل ارضی و پیری (۱۴۰۱)، نشان داد احساسات سرمایه‌گذاران بر احتمال وقوع بحران در بورس تهران تأثیر مثبت و معنادار دارد که با یافته‌های کومار و لی<sup>۲</sup> (۲۰۰۶)، هوانگ<sup>۳</sup> و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۰)، ین و تاین<sup>۴</sup> (۲۰۱۷)، ژائو و شین<sup>۵</sup> (۲۰۱۸)، پان<sup>۶</sup> و همکاران (۲۰۲۱) همراستا می‌باشد. از این رو می‌توان اذعان کرد یکی از عواملی که با مالی رفتاری ارتباط معنی‌داری دارد، نقش بحران مالی است که می‌تواند بر تصمیمات افراد در بازارهای مالی تأثیرگذار باشد و در نتیجه تصمیمات افراد نیز در بازارهای مالی، محیط سرمایه‌گذاری را تحت شعاع خود قرار دهد. به عبارتی با افزایش رفتار احساسی و سوگیری‌های شناختی و عاطفی شاهد بازار سرمایه همراه با بحران خواهیم بود و از طرفی وقتی شرایط بحرانی حاکم باشد، سرمایه‌گذاران با اهداف کوتاه‌مدت وارد بازار سرمایه می‌شوند و این می‌تواند آسیب‌های جبران‌ناپذیری به بازار سرمایه و در نتیجه اقتصاد کشور وارد کند. در چنین شرایطی بود که روانشناسی و اقتصاد رفتاری، شواهد گسترده‌ای را ارائه کردند و نشان دادند افراد در برابر سوگیری‌ها آسیب‌پذیر هستند و از میانبرها در تفکرهای سرمایه‌گذاری خود بهره می‌برند و در تصمیم‌گیری‌ها سوگیری‌هایی دارند. سلدن<sup>۷</sup> (۱۹۱۲)، اعتقاد دارد قیمت سهام در بازار تحت تأثیر نگرش‌های ذهنی سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد. بر این اساس کانمن و تورسکی<sup>۸</sup> (۱۹۷۶)، با ارائه تئوری معروف چشم‌انداز، مبنای معرفی انواع سوگیری‌های شناختی-عاطفی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه را پایه‌گذاری نمودند (باباجانی محمدی و همکاران، ۱۳۹۶). ورنر و بونت و تالر<sup>۹</sup> سال ۱۹۸۵ حسابداری ذهنی و واکنش بیش از حد در بازار سهام را مطرح کردند. ساموئلسون و همکاران<sup>۱۰</sup> (۱۹۸۸)، با بررسی سوگیری‌های سرمایه‌گذاران در بازار، سوگیری حفظ وضع موجود را معرفی کردند. نکته اصلی این مهم مطالعات فرناندز<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۷) بود که با مدل‌های اقتصادی نشان دادند عدم اطمینان، موجب سوگیری حفظ وضع موجود می‌شود. این در حالی بود که بنارتیز و تالر<sup>۱۲</sup> (۱۹۹۵) مفاهیم رفتاری را مستقیم وارد حوزه سرمایه‌گذاری کرده و سوگیری محافظه‌کاری را معرفی نمودند. گرینبالت، تیتمن و ورمرز<sup>۱۳</sup> (۱۹۹۵) رفتار توده‌وار را ارائه نمودند و باسو<sup>۱۴</sup> (۱۹۹۷) با بررسی اخبار بد متوجه شد، اخبار بد با سرعت بیشتری منتشر می‌گردد. در حالت کلی

<sup>1</sup> Zhang

<sup>2</sup> Kumar and lee

<sup>3</sup> Huang

<sup>4</sup> Yin and Tian

<sup>5</sup> Zhao and Shen

<sup>6</sup> Pan

<sup>7</sup> Selden

<sup>8</sup> Kahneman and Tversky

<sup>9</sup> Werner, Bondt and Thaler

<sup>10</sup> Samuelson et al

<sup>11</sup> Fernandes

<sup>12</sup> Benartzi and Thaler

<sup>13</sup> Grinblatt, Titman and Wermers

<sup>14</sup> Basu

سوگیری‌های سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه در دو گروه؛ سوگیری‌های شناختی و عاطفی معرفی می‌شوند. سوگیری‌های شناختی هر نوع خطایی هستند که در نتیجه تجزیه و تحلیل یک تصمیم امکان رخ دادن آن بوده و ناشی از ضعف در استدلال و اطلاعات می‌باشد و سوگیری‌های شناختی در فرآیند شناخت انسان اثر نامطلوب گذاشته و شناخت را دچار خدشه می‌کند. اعتماد بیش از حد اتکاء و تعدیل، نمایندگی، قابلیت دسترسی، خود اسنادی، توهم کنترل، محافظه‌گرایی، ابهام‌گریزی و حسابداری ذهنی، تأیید‌گرایی، رویداد‌گرایی، رویدادهای اخیر و شکل‌دهی، اثر وضعی جزو سوگیری‌های شناختی محسوب می‌شوند. اما سوگیری‌های عاطفی بیان می‌کنند، احساسات بعد جدا نشدنی انسان هستند و تصمیم‌گیری‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهند. سوگیری‌های عاطفی عبارتند از: داشته بیش‌نگری، خودکنترلی، خوش‌بینی، زیان‌گریزی، پشیمان‌گریزی و حفظ وضع موجود از این نوع سوگیری می‌باشند و در سرمایه‌گذارانی بیشتر مشاهده می‌شود که ترجیح می‌دهند شرایط نسبتاً ثابت باقی‌مانده و تغییر نکنند و به عبارتی با سوگیری داشته بیش‌نگری یا شرایطی که سرمایه‌گذاران به دارایی، زمانی که مایملک آن هستند نسبت به زمانی که مایملک ندارند، ارزش بیشتری قائل هستند، مواجه خواهیم بود. بنابراین در سوگیری وضع موجود است که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه فکر می‌کنند با حفظ وضع موجود، موقعیت خود را در بازار تثبیت کرده و با ریسک‌گریزی و به عبارت دیگر با محافظه‌کاری بیشتر در بازار فعالیت می‌نمایند. از این‌رو با سوگیری دیگری تحت عنوان لنگر انداختن در سهم بدون منطق، بازار را تحت تأثیر قرار می‌دهند. انتظار بر این است سرمایه‌گذاران همواره تحت تأثیر سوگیری‌های مختلف قرار گرفته باشند که این سوگیری‌ها در بحران‌های بازار سرمایه، پیامدهای مختلفی را به همراه دارد و بررسی آن در محیط بازار سرمایه ایران ضروری و مهم به نظر می‌رسد تا نشان دهد نگاه سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه و تصمیمات ناشی از عوامل روانشناختی سرمایه‌گذاری تحت نظارت و میزان ریسک‌پذیری سرمایه‌گذار می‌باشد. اما مالی رفتاری بیان می‌کند میزان انتظارات و ریسک، خارج از محدوده منطق و عقلانیت می‌باشد. این مهم محقق را بر آن داشت تا علت بحران بازار سرمایه ایران را با رویکرد عاطفی - شناختی بررسی کند که در پژوهش‌های پیشین به این امر مهم توجهی نشده بود و این شکاف در واقعیت‌های بازار سرمایه و مطالعات پیشین، عدم اطمینان را نسبت به بازار سرمایه ایجاد نموده بود. در اصطلاح عام، نااطمینانی به موقعیت‌های شناختی اطلاق می‌شود که شامل اطلاعات ناقص یا ناشناخته است. این امر در مورد پیش‌بینی رویدادهای آینده، اندازه‌گیری‌هایی که قبلاً انجام شده است یا ناشناخته‌ها، اعمال می‌شود. نااطمینانی، در محیط‌ها تا حدی قابل مشاهده بوده و یا به دلیل عدم آگاهی پدید می‌آید. در مقابل، نااطمینانی در شرایط بحرانی می‌تواند سوگیری‌هایی از بعد عاطفی و شناختی در زمینه سرمایه‌گذاری ایجاد نماید. از این‌رو، پژوهش حاضر سعی دارد در شناخت بهتر مالی رفتاری و معرفی نقش سوگیری‌ها در بحران مالی بازار سرمایه کمک نماید که بررسی آن، مهم و ضروری به نظر می‌رسد. در ادامه برخی ویژگی‌های مالی رفتاری که می‌تواند با بحران مالی ارتباط برقرار کند، توضیح داده می‌شود تا به سؤال اصلی پژوهش پاسخ داده شود که آن به شرح زیر می‌باشد:

الگوی کیفی مالی رفتاری در بحران‌های بازار سرمایه ایران با تأکید بر ابعاد سوگیری‌های عاطفی و شناختی چگونه است؟

در پاسخ اولیه به این سوال مبانی نظری زیر انتظار می‌رود:

### ارتباط رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران و بحران مالی

با افزایش روزافزون حضور شرکت‌های مختلف در بازار سهام، سرمایه‌گذاران با گزینه‌های متفاوتی برای سرمایه‌گذاری مواجه می‌شوند که کار را برای اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری مناسب، مشکل و پیچیده می‌کند. سرمایه‌گذاران در صورت کارایی بازار بر اساس تحلیل‌های بنیادی اقدام به خرید و فروش سهام می‌کنند. اما زمانی که بازار ناکارایی دارد، بخشی از رفتار سرمایه‌گذاران در بازار ناشی از عوامل رفتاری و عقلایی است که از جمله این تورش‌های رفتاری که در بازارهای مالی اتفاق می‌افتد، رفتار توده‌وار است که سرمایه‌گذار، بدون شناخت با ریسک بیشتری وارد بازار شده و در موقع عدم موفقیت، به سرعت و بدون توجه به قواعد بازار از آن خارج می‌شود. از آنجا که بازار سرمایه در ایران یک بازار ناشناخته محسوب می‌شود، روزانه هزاران نفر به‌صورت توده‌وار و با رفتارهای توده‌وار، پول خود را به امید دستیابی به ثروت بیشتر سرمایه‌گذاری می‌کنند. اوتامی ادی<sup>۱</sup> (۲۰۱۸)، نشان داد تورش‌های رفتاری می‌تواند منجر به اتخاذ تصمیمات اشتباه و در نتیجه زیان سرمایه‌گذاران گردد که در این میان برخی به هدف خود دست می‌یابند و برخی دیگر سرمایه خود را از دست می‌دهند. در چنین بازارهایی که افراد بیشتر از عوامل محیطی تأثیر می‌پذیرند، بیشترین رفتار غیرعقلایی و احساسی را از خود نشان می‌دهد و در نتیجه نوسان‌های شدیدی نیز در قیمت‌ها تجربه می‌کنند. بنابراین نوسان‌های شدید بازارهای مالی، به شکل‌گیری بحران مالی کمک می‌کنند. در طی بحران مالی سال ۲۰۰۸ ایالات متحده، بازارهای سهام در اروپا و آمریکا سقوط کرد و چندین منطقه نوظهور نیز این کاهش را تجربه کردند. علاوه بر این بحران‌های مالی و بدهی و سرریز اثرات منفی مربوط به آن به چندین اقتصاد در حال ظهور تأثیر گذاشت که گاهی موجب عدم تعادل متنوع داخلی، مالی و عدم تعادل خارجی آن‌ها شد و آسیب‌های بالقوه‌ای به اقتصادهای نوظهور در اثر بحران‌های مالی و بدهی وارد شد. مطالعات اسلامی بیدگلی و شهریاری (۱۳۸۴)، نشان دادند که رفتار توده‌وار زمانی که رکود را در بازار شاهد باشیم، بیشتر ملموس است. همچنین با توجه به ارتباط بازارهای مالی و اوراق بهادار با سایر بازارها، این بحران به کل اقتصاد تسری پیدا کرده و در نتیجه رفتار توده‌وار افراد منجر به بی‌ثباتی و نااطمینانی در بازار سرمایه و در نهایت در تصمیم‌های اقتصادی افراد مؤثر خواهد شد.

### کوتاه بینی سرمایه‌گذاران و بحران مالی

کوتاه بینی شکلی از تعصب و سوگیری است که تصمیم‌های سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد (عامری و یارمحمدی، ۱۴۰۰). در این دیدگاه، اعتقاد بر این است که سرمایه‌گذاران چیزی جز سودآوری فعلی شرکت را نمی‌بینند و سهام شرکت‌هایی را که از لحاظ سودآوری کوتاه‌مدت کاهش یافته‌اند را تحت فشار قرار خواهند داد و منجر به کاهش قیمت سهام شرکت‌ها می‌گردند (تانگ<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵). انتظار بر این است که اگر بازارها کارا باشند، سرمایه‌گذاران و مدیران شرکت‌ها از رفتار کوتاه بینانه منصرف می‌شوند، زیرا سرمایه‌گذاران درک می‌کنند که رفتار

<sup>۱</sup> Sri Utami Ady

<sup>۲</sup> Tong

کوتاه بینانه توانایی افراد را به سمت ایجاد سود بلندمدت کاهش می‌دهد. اما زمانی که شرایط بحران مالی بر اقتصاد یک کشور حاکم شود، این دیدگاه به عنوان یک دیدگاه جایگزین در سرمایه‌گذاری عنوان می‌شود و افراد در شرایط بحران و رکود مالی به نوسان‌گیری در سرمایه‌گذاری خواهند پرداخت و از سرمایه‌گذاری با دیدگاه بلندمدت دوری خواهند کرد.

### خودشیفتگی و بحران مالی

با حاکم شدن پارادایم مالی رفتاری در حوزه‌ی مالی و اقتصاد، تجزیه و تحلیل عوامل تأثیرگذار روانی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران از اهمیت زیادی برخوردار شد. یکی از ویژگی‌های رفتاری تأثیرگذار بر عملکرد سرمایه‌گذاران به هنگام تصمیم‌گیری در بازارهای مالی، خودشیفتگی است. خودشیفتگی به عنوان یک تورش رفتاری در بازار مالی به حساب می‌آید که با تحت تأثیر قرار دادن درجه تحمل ریسک سرمایه‌گذاران، تعادل بازار سرمایه را دچار اختلال می‌نماید. مطالعات گل ارضی و همکاران (۱۴۰۱)، نشان داد بین خودشیفتگی سرمایه‌گذاران و درجه تحمل ریسک آن‌ها در بازار سرمایه ارتباط مستقیم وجود دارد. به عبارتی انتظار بر این است با افزایش میزان خودشیفتگی افراد به میزان تحمل آن‌ها در شرایط بحران مالی افزوده شده و در نتیجه می‌توانیم خودبرتربینی انتخاب‌ها را در شرایط بحرانی شاهد باشیم.

### بیش اعتمادی مدیران و بحران مالی

از دیدگاه مالی رفتاری عوامل گوناگون و متنوعی وجود دارد که به موجب آن عوامل، افراد اقدام به اتخاذ تصمیم‌های غیربهبینه می‌کنند. لذا سرمایه‌گذاران باید اهمیت این عوامل را در تصمیم‌گیری‌های خود دریافته و تعیین کنند که آیا این‌گونه از سوگیری‌ها در تصمیمات گذشته آن‌ها دخیل بوده است و آیا در تصمیمات آتی آن‌ها تأثیرگذار است؟ سپس آن‌ها در مرحله بعدی به دنبال فهم این غیرعقلانیت در رفتار دیگر سرمایه‌گذاران هستند، تا بتوانند از اشتباهات انجام شده توسط آن‌ها در جهت معاملات سودمند و بهینه بهره ببرند. اطمینان بیش از حد در بیان کلی می‌تواند به عنوان یک اعتقاد بی اساس در مورد توانایی‌های شناختی، قضاوت‌ها و استدلال شهودی فرد خلاصه شود. مفهوم اطمینان بیش از حد در مجموعه وسیعی از بررسی‌ها و آزمایش‌های روانشناختی بررسی شده است که نشان می‌دهد افراد هم در مورد توانایی خود در پیش‌بینی و هم در مورد دقت اطلاعاتی که در اختیار آن‌هاست برآوردی بیش از اندازه دارند. مطالعات طهرانی در سال ۱۳۸۵ نشان داد، بین بیش اعتمادی سرمایه‌گذاران انفرادی و حجم مبادلات آن‌ها در بورس تهران ارتباط مستقیم وجود دارد. به عبارتی دیگر هرچقدر اعتماد سرمایه‌گذاران بالاتر باشد، حجم مبادلات بیشتر است اما در شرایط بحرانی و رکود حاکم بر اقتصاد کشور، طبق مطالعات هیبیتی و زندیه (۱۳۹۰)، سرمایه‌گذاران نسبت به این امر مهم به اصطلاح حالت بیش واکنشی منفی خواهند داشت و در نتیجه بازار به سمت کاهش قیمت‌ها و خروج‌های توده‌وار سرمایه‌گذاران میل خواهد کرد. به عبارتی شرایط احساسی بر بازار سرمایه حاکم خواهد بود.

با توجه به مبانی نظری مطرح شده می‌توان بیان داشت، هدف هر سرمایه‌گذاری کسب بازده می‌باشد. رفتار سرمایه‌گذاران بسته به مکتب فکری آن‌ها می‌تواند عقلانی یا غیرمنطقی باشد. تئوری‌های مالی نمی‌توانند انحراف‌های سرمایه‌گذاران را هنگام سرمایه‌گذاری توضیح دهند. چوداری<sup>۱</sup> (۲۰۲۰)، معتقد است سوگیری‌های شناختی عمیق بر رفتار و تصمیمات مالی تأثیر می‌گذارد. سوگیری‌های اخیر سرمایه‌گذاران در بحران بازار سرمایه چند سال اخیر نشان می‌دهد، سوگیری‌ها اثر لحظه‌ای دارند و مشمول تاریخ نمی‌شوند. اما نیکرسون<sup>۲</sup> (۱۹۹۸) معتقد است سوگیری، تأیید جستجوی داده‌هایی است که از عقاید و باورهای پیش ساخته یک فرد پشتیبانی می‌کند. دو نوع نظریه در ارتباط با تصمیم‌گیری افراد مطرح می‌شود. اولین نظریه تئوری‌های هنجاری هستند که بیان می‌کنند چگونه یک تصمیم باید اتخاذ شود و دومین نظریه، تئوری‌های توصیفی هستند و عوامل مختلف تأثیرگذار بر تصمیم‌گیری را بیان می‌کنند. از این‌رو می‌توان ادعا کرد نظریه رفتاری بر فرآیند تصمیم‌گیری افراد تأثیر می‌گذارد. نظریه رفتاری یک نظریه ابتکاری است که توضیح می‌دهد چگونه باورها، دلایل، انگیزه‌ها، نیات و رفتار، تصمیمات یک فرد را تعیین می‌کنند. سوگیری‌های بازار سرمایه ایران در سال‌های اخیر نشان می‌دهند، افراد به اطلاعات جدید واکنش غیرمنطقی و سریع‌تری نشان می‌دهند. این واکنش‌ها اغلب با مبانی نظری مالی رفتاری همراستا است و خلاف فرضیه بازار کارا و نقطه ورود به بحران مالی می‌باشد. از این‌رو ضعف در استدلال‌ها و شناخت، باعث بحران مالی در بازار سرمایه گردیده و در نتیجه پیامدهای نامطلوب اقتصادی را در بلندمدت به همراه دارد. برای کاهش ضعف‌های زیرساختی و رفتاری موجود در بازار سرمایه ایران، پژوهش حاضر سعی دارد در راستای بهبود بازار سرمایه و فراهم آوردن محیط امن سرمایه‌گذاری مفهوم‌پردازی و الگوی کیفی مالی رفتاری از دیدگاه سوگیری‌های شناختی - عاطفی را در بحران‌های بازار سرمایه ایران، ارائه کند که در پژوهش‌های قبلی این مهم نادیده گرفته شده است.

### پیشینه تجربی پژوهش

موهانتی و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۳)، در پژوهشی با عنوان سوگیری‌های شناختی و تصمیم‌گیری‌های مالی سرمایه‌گذاران بالقوه در طول کووید ۱۹ به این نتیجه رسیدند که سوگیری‌های اخیر تأثیر بالقوه‌ای بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارد، در حالی که سوگیری اعتماد بیش از حد، تأثیر ناچیزی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارد. بنگوئی وو و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۲۱) پژوهشی با عنوان "تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر ریسک کاهش سهام" انجام دادند و جامعه آماری شامل شاخص سهام منتخب ۱۰۰ شرکت شنزن و ۱۸۰ شرکت بورس شانگهای طی سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۷ بود. نتایج حاصل از انجام تحلیل PLS نشان داد، احساسات سرمایه‌گذاران به طور معنی‌داری می‌تواند بر ریسک کاهش قیمت سهم در هر دو بازار شانگهای و شنزن اثر داشته باشد. به علاوه هرچه سرمایه‌گذاران بدبین‌تر

<sup>1</sup> Chowdhary

<sup>2</sup> Nickerson

<sup>3</sup> Mohanty et al

<sup>4</sup> Binghui Wu and et al

باشند ریسک کاهش قیمت سهم افزایش می‌یابد و بلعکس. گاگیلیمو ماریا کاپورال و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۰) در پژوهش خود با عنوان "رفتار معاملات سرمایه‌گذاران و نوسانات بازار سهام در دوره‌های بحران: مدل دوگانه حافظه بلندمدت برای بورس سهام کره"، به بررسی تأثیر معاملات خرید و فروش سرمایه‌گذاران بر نوسانات بازار سهام کره طی دو بحران، بحران آسیا ۱۹۹۷ و سقوط مالی جهانی ۲۰۰۸ پرداختند. آن‌ها رفتار خرید و فروش سرمایه‌گذاران داخلی در مقابل سرمایه‌گذاران خارجی و سازمانی را بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد که معاملات خرید و فروش، تأثیر نامتقارنی بر نوسانات داشته که به نوع خرید و فروش سرمایه‌گذار و مرحله چرخه تجارت بستگی داشته است. سفارشات خرید نسبت به سفارشات فروش بسیار آموزنده‌تر بودند، زیرا بیشتر نوسانات آن‌ها در دوره‌های قبل از بحران کمتر بوده، در حالی که فروش و خرید پس از بحران معاملات، بدون توجه به اینکه چه کسی (سرمایه‌گذاران نهادی یا فردی) و با چه اطلاعاتی (عضو، غیر عضو) معامله می‌کند، نوسانات مثبتی داشته است. از همه مهم‌تر، تجزیه معاملات خرید و فروش کل در دسته‌های نوع معامله‌گر نشان داد که برخی از سرمایه‌گذاران نهادی، معامله‌گران آگاه‌تری بوده‌اند که در مقایسه با افرادی که همیشه نوسانات را افزایش می‌دادند، بازار را تثبیت می‌کردند. سرمایه‌گذاران خارجی با خریدها و کل فعالیت‌های معاملاتی خود در کل نمونه آسیا فقط در دوره قبل تلاطم‌های مالی جهانی اخیر، بحران نوسانات را کاهش می‌دادند. رضائی و علمی<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان "مدل‌های مالی رفتاری و سوگیری‌های رفتاری در پیش‌بینی قیمت سهام" بیان کردند که بازار سهام تحت تأثیر اخبار و اطلاعات است. اگر بازار سهام کارآمد نباشد، واکنش قیمت سهام به اخبار و اطلاعات، بازار سهام را در حالت واکنش بیش از حد و کم واکنش قرار می‌دهد. مدل‌های زیادی قبلاً با استفاده از ابزارها و تکنیک‌های مختلف برای پیش‌بینی رفتار بازار سهام ارائه شده‌اند. در این مطالعه، واکنش قیمت سهام در بازار سهام با رویکرد مالی رفتاری مدل‌سازی شد. جامعه آماری این تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. به‌منظور پیش‌بینی قیمت سهام، داده‌های قیمت نهایی پایان خرداد، شهریور، آذر و اسفند به عنوان نمونه مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. در این تحقیق از قانون بیز برای تخمین احتمال تغییر مدل استفاده شد. از طریق این قانون، احتمال وقوع یک رویداد را می‌توان با شرطی کردن وقوع یا عدم وقوع یک رویداد دیگر محاسبه کرد. نتایج برآورد مدل نشان داد که احتمال قرار گرفتن در رژیم‌های پر نوسان (بی‌واکنش) و کم نوسان (عدم واکنش قیمت سهام علی‌رغم شوک‌های وارد شده به بازار سهام) وجود دارد. در مدل‌سازی به‌صورت ماهانه، قیمت نهایی ثابت ماند در حالی که قیمت واقعی سهام تفاوتی با قیمت بازار نداشت. بیرد و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان "مالی رفتاری و بازارهای کارآمد: بحران یورو به ما چه می‌گوید؟" با مطالعه بحران در منطقه یورو بین سال‌های ۲۰۰۹ و ۲۰۱۵، بررسی کردند که آیا بازارهای مالی ویژگی‌های مرتبط با فرضیه بازار کارا را به‌طور کامل نشان می‌دهند یا اینکه آیا رویکردهای رفتاری که بر بدبینی بیش از حد و سوگیری تأییدی تأکید دارند، شواهدی از عملکرد بازارها را نیز ارائه می‌دهند؟ آن‌ها چندین جنبه مهم رفتار بازار را مورد آزمون قرار دادند. به‌طور خاص بررسی کردند که تا چه حد تغییرات زیاد در حق بیمه ریسک در میان کشورهایی که با بحران مواجه شده بودند

1 Guglielmo Maria Caporale and et al

2 Rezaei and Elmi

3 Bird et al

به اخبار مربوطه ارتباط دارد. همچنین، بررسی کردند که آیا تأثیر اخبار خوب و بد متقارن بوده است یا خیر. سرانجام آن‌ها بررسی کردند که آیا تغییر در حق بیمه ریسک در کشور یونان به روشی غیرمتقارن و مغرضانه بر حق بیمه در سایر کشورها تأثیرگذار است؟ آن‌ها دریافتند که گرچه شواهد قابل توجهی وجود دارد که نشان می‌دهد بازارهای مالی غالباً به طرز مؤثری در طی بحران عمل می‌کنند، اما از این الگو نیز انحرافات مهمی وجود دارد که با رویکرد رفتاری سازگار بوده است. یافته‌های آن‌ها حاکی از آن بوده که هنگام تلاش برای درک عملکرد بازارها، رویکردهای کارآمد و رفتاری می‌توانند مفید باشند. مک نایر و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۶) پژوهشی تحت عنوان " عوامل فردی پیش‌بینی رفتار مالی مصرف‌کننده در زمان فشار مالی بالا" انجام دادند و نشان دادند شناخت عوامل فردی مرتبط با رفتارهای مالی مصرف‌کننده در طول دوره‌های فشار مالی مشخص، ممکن است بینش‌های جدیدی را در مورد کنترل بهتر امور مالی و کاهش هزینه‌های خود ارائه دهند. روش انجام پژوهش با استفاده از رگرسیون خطی و تحلیل واریانس انجام شد. همچنین بررسی رفتار قرض گرفتن با استفاده از رگرسیون لجستیک باینری انجام گردید. در این پژوهش اشاره شده است که تفاوت‌های فردی خاص منجر به رفتارهای مالی متفاوت می‌شود. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که مداخلات برای بهبود تصمیم‌گیری‌های مالی با شناخت مسائل فردی می‌تواند به اثربخشی بیشتر منجر شده و اگر مسائل روان‌شناختی مانند توسعه مهارت‌های مقابله (مقابله با استرس و غیره) مورد تأکید قرار گیرد، به حفظ کنترل رفتارهای مالی افراد کمک مؤثرتری می‌شود (کرمی و همکاران، ۱۴۰۲). آنیل و خیائو<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) در مطالعه‌ای با عنوان "رفتارهای مالی قبل و بعد از بحران مالی شواهدی از یک نظرسنجی آنلاین"، عملکرد ۲۰ روش مالی را قبل و بعد از بحران مالی جهانی اخیر بررسی نمودند. داده‌ها از یک ابزار خود ارزیابی مالی آنلاین با استفاده از پاسخ‌های جمع‌آوری شده، از ژانویه ۲۰۰۵ تا دسامبر ۲۰۱۰ به دست آمده بود. تعداد ۱۰۶۶۱ نمونه پاسخگو به‌منظور مقایسه، به گروه‌های قبل و بعد از ۳۱ دسامبر ۲۰۰۷ تقسیم شدند. اختلاف معنادار دوره زمانی در جهت مثبت برای نمرات آزمون یافت شد که نشان دهنده فراوانی عملکرد ۱۲ روش مالی برای نمره کل همه اقدامات بوده است. پس از تبدیل موارد به سه دسته رفتار کلی، امتیازات هر سه رفتار (بودجه‌بندی، هزینه و پس‌انداز) پس از شروع بحران مالی به‌طور قابل توجهی بالاتر بوده است. کرمی و همکاران (۱۴۰۲) در پژوهشی با عنوان "ارائه مدل انتخاب پرتفوی با دیدگاه مالی رفتاری مدیران شرکت‌ها بر اساس تئوری نمایندگی" بیان کردند، دیدگاه مالی رفتاری که از تلفیق روانشناسی و مالی به وجود آمده است اظهار می‌دارد که روانشناسی در تصمیم‌گیری مالی نقش ایفا می‌نماید. پژوهش آن‌ها در دو گام انجام شده است. در گام اول، ابعاد و مؤلفه‌های تئوری‌های مالی رفتاری بر اساس تئوری نمایندگی، روابط میان متغیرهای مذکور، در قالب مدل ریاضی تبیین گردیده است. در گام دوم، با استفاده از داده‌های شاخص قیمت و بازدهی نقدی بورس اوراق بهادار تهران برای دوره‌های سه ماهه در بازه زمانی ۱۰ ساله از ابتدای سال ۱۳۸۹ تا پایان سال ۱۳۹۸ به آزمون تجربی الگوی پیشنهادی مالی رفتاری با تئوری نمایندگی در پرتفوی بهینه و مقایسه آن با الگوی کلاسیک پرداخته شده است. تحلیل گام دوم توسط آزمون مقایسه میانگین‌ها انجام شده است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل دو

<sup>1</sup> McNair

<sup>2</sup> O'Neill and Xiao

مدل استاندارد و رفتاری در پژوهش نشان داد که مدل رفتاری منجر به دستیابی به پرتفویی با ریسک کمتر شده است و بازدهی پرتفوی‌ها تفاوت معنادار ندارند. گل ارضی و پیری (۱۴۰۱) به بررسی تأثیر "تصمیمات احساسی سرمایه‌گذاران بر وقوع بحران" با این هدف پرداختند که احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند باعث اتخاذ تصمیمات احساسی و گاهاً غیرمنطقی از سوی آنان و در نتیجه باعث بروز ناهنجاری‌هایی از قبیل نوسانات شدید در قیمت و حتی بحران در بازارهای مالی گردد. جامعه آماری، دوره زمانی ۱۵ ساله ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۹ بر روی ۱۷۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که با بکارگیری رگرسیون لجستیک به این نتیجه رسیدند که احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند بر احتمال وقوع بحران مالی در بازار سرمایه مؤثر باشد. نایب محسنی و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان "تدوین مدل رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در بازار سرمایه ایران" با استفاده از روش نظریه داده‌بنیان چندوجهی با انجام مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته عمیق با خبرگان حرفه‌ای طی سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۹ و پس از مصاحبه‌های انجام‌شده با خبرگان، در نهایت ۶۷ مقوله اصلی و ۲۱۸ مفهوم استخراج شد که مدل کلی پژوهش را شکل داد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که عوامل علی‌الثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران عبارتند از: پشیمان‌گریزی، طمع، ترس، ناهماهنگی شناختی، اثر شهرت، لنگر ذهنی، خوداسنادی، زیان‌گریزی، لذت قمار، تفکر سرمایه‌گذاری، رفتار توده‌ای، داشتن 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. بر اساس نتایج پژوهش، سرمایه‌گذاران فردی می‌توانند با پیاده‌سازی راهبردهای ارائه شده، از طریق شناسایی و کاهش سوپیه‌های ذهنی خود، کیفیت تصمیم‌گیری‌شان را بهبود بخشند و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری کاراتری اتخاذ کنند. این راهبردها عبارتند از: خودشناسی، یادداشت‌برداری، دانش بازار سرمایه، تمرکز، کلی‌نگری، صبر، پذیرش و بررسی اشتباه‌ها، خوداتکایی، مشورت، انتقادپذیری، انعطاف‌پذیری، مطالعه، متنوع‌سازی و حواس‌پرتی. بخردی نسب و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی با عنوان "واکنش سرمایه‌گذاران به حمایت در برابر تضاد منافع طی دوره رکود اقتصادی" به مطالعه واکنش سرمایه‌گذاران به حمایت در برابر تضاد منافع طی دوران رکود اقتصادی پرداختند. جامعه آماری پژوهش آن‌ها شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ می‌باشد. آن‌ها از طریق حذف سیستماتیک، تعداد ۱۷۶ شرکت را به عنوان نمونه آماری انتخاب نمودند. روش اجرای پژوهش بر اساس رگرسیون چندگانه و الگوی داده‌های ترکیبی با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی اجراء شده است. یافته‌های پژوهش، حاکی از آن بوده است که تضاد منافع میان مدیر و مالک بر واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر منفی داشته و حمایت از سرمایه‌گذار بر واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر مستقیم داشته است. همچنین، از دیگر نتایج پژوهش این بوده است که اثر مثبت حمایت از سرمایه‌گذار و اثر منفی تضاد منافع میان مدیر و مالک بر واکنش سرمایه‌گذاران در دوره رکود اقتصادی تقویت می‌شود. در نهایت، اثر همکنشی حمایت از سرمایه‌گذار و تضاد منافع میان مدیر و مالک در دوره رکود اقتصادی با واکنش سرمایه‌گذاران، تأثیر معکوس داشته است. حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی با عنوان "فرشتگان سرمایه‌گذار: ارزیابی عوامل مالی رفتاری مؤثر بر گزینش سرمایه‌گذاری" عوامل مالی رفتاری مؤثر بر گزینش

سرمایه‌گذاری فرشتگان را شناسایی و ارزیابی نمودند. آن‌ها پس از مطالعه پیشینه و ادبیات موضوع، در مجموع ۲۳ متغیر مالی رفتاری را در اختیار یک گروه دلفی قرار دادند که پس از کسب اجماع و حذف برخی متغیرها، پرسشنامه تحقیق تدوین و سپس با استفاده از یک نمونه ۱۸۳ نفره از فرشتگان، عوامل مالی رفتاری مؤثر بر تصمیمات آن‌ها مورد بررسی و پرسش قرار گرفت. در ادامه، داده‌های جمع‌آوری شده ابتدا با استفاده از تحلیل عاملی اکتشافی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. در این مرحله، هفت عامل پنهان شامل: امیدواری، گذشته‌نگری، فرا اعتمادی، ساده‌گزینی، ریسک‌پذیری، حسابداری روانی و خود اسنادی به عنوان عوامل مالی رفتاری اثرگذار بر تصمیمات فرشتگان شناسایی شدند. سپس فرضیه‌ای با مضمون بررسی امکان محدود نمودن متغیرها در هفت عامل، با استفاده از تحلیل عاملی تأییدی مورد آزمون قرار گرفت که نهایتاً این تعداد عوامل مجدداً تأیید شدند. دادرس و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهش خود با عنوان "نقش مالی رفتاری در درک رفتار سرمایه‌گذاران فردی (مرور شواهد تجربی از بورس اوراق بهادار تهران)" به شناسایی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار فردی و همین‌طور شناسایی تورش‌های رفتاری در بورس اوراق بهادار تهران از طریق مرور جامع تحقیقات انجام شده در ایران و مقایسه آن‌ها با نتایج تحقیقات در بازارهای مالی سایر کشورها پرداختند. نتایج مطالعه آن‌ها نشان داد که، تحقیقات داخلی و خارجی، نسبتاً عوامل مؤثر مشابهی را همچون نسبت‌های مالی، توصیه‌ها، تورش‌های رفتاری و ... شناسایی کرده‌اند. همچنین، تأثیر عوامل دموگرافیک بر رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سهام تهران، مطالعه نشده است. میرعلوی و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان "ارائه مدلی مبتنی بر رفتار مالی سرمایه‌گذاران جهت پیش‌بینی قیمت سهام با استفاده از روش‌های فرا ابتکاری شبکه‌های عصبی" یک سیستم دو سطحی از شبکه‌های عصبی پرسپترون چند لایه پیشنهاد داده و از چندین شاخص برای پیش‌بینی استفاده کردند. آن‌ها از داده‌های شاخص قیمت بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ برای پیش‌بینی استفاده نمودند. در تحلیل رفتار مالی، نتایج پژوهش پس از بررسی تأثیر هر یک از عوامل رفتاری بر روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی نشان داده است که تمامی عوامل به غیر از عامل بیش اطمینانی روی سرمایه‌گذاری تأثیرگذار بوده‌اند و میزان این تأثیر برای هر یک از عوامل سود و زیان نسبی، اثر تمایلی، محافظه‌کاری، رفتار توده‌وار، شهود نمایندگی، اثر مالکیت و پشیمان‌گریزی متفاوت بوده است، که از بین این عوامل، عامل سود و زیان نسبی بیشترین تأثیر و عامل پشیمان‌گریزی کمترین تأثیر را بر روی سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی در بورس اوراق بهادار داشته است که این خود تأثیر مستقیم در شاخص قیمت بورس خواهد داشت. همچنین برای آموزش بهتر شبکه عصبی و در نتیجه بهبود نتایج به‌دست‌آمده، از الگوریتم بهینه‌سازی ملخ برای انتخاب بهترین نمونه‌ها استفاده نمودند. نتایج نشان داد که مدل پیشنهادی توانسته با خطای پیش‌بینی پایین‌تری نسبت به دیگر مدل‌ها عمل کند. گرجی زاده و خانمحمدی (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان "بررسی اثرات عوامل مالی رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران انفرادی" به بررسی عوامل مؤثر بر میزان سرمایه‌ای پرداختند که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه آن را سرمایه‌گذاری می‌نمایند. آن‌ها در بررسی خود به ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. داده‌ها از طریق پرسشنامه جمع‌آوری گردید و با استفاده از تحلیل رگرسیون چندگانه میزان رابطه میان متغیرها اندازه‌گیری شد. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان داد که به ترتیب میزان بازده جاری کسب شده سرمایه‌گذار در بورس، پس‌انداز،

سال‌های حضور در بورس، درآمد و افق سرمایه‌گذاری، بیشترین تأثیر را روی حجم سرمایه‌گذاری افراد در بورس اوراق بهادار داشته است. غریب لو و شرفی (۱۳۹۳) با انجام پژوهشی تحت عنوان "شناسایی اثرات مالی رفتاری با تأکید بر بازده و حجم روزهای هفته در بورس اوراق بهادار تهران"، مساله اثر هفتگی را بررسی کردند. آن‌ها وجود اثر اول، وسط و آخر هفته بازدهی، همچنین وجود اثر اول، وسط و آخر هفته حجم معاملات در بورس اوراق بهادار در بازه زمانی سال ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ را با استفاده از آزمون تی (T) بررسی کردند. هدف آن‌ها شناسایی رفتار سرمایه‌گذاران و پیدا کردن راهی برای کسب سود اضافه در بورس اوراق بهادار تهران بود. همچنین، پژوهش آن‌ها میزان کارایی بورس اوراق بهادار تهران را تا حدود زیادی مشخص کرد. نتایج پژوهش نشان داد که اثر یکشنبه به شکلی قوی و شنبه به شکل نیمه قوی نسبت به بازدهی دیگر روزهای هفته بوده و متوسط بازدهی آن پایین‌تر از دیگر روزها بوده است. اثر چهارشنبه نیز نسبت به روزهای دیگر هفته اثری قوی را نشان می‌داد و میانگین بازده آن نسبت به دیگر روزهای هفته، بیشتر بوده است. در مورد حجم معاملات نیز اثر شنبه و چهارشنبه وجود داشته است، به طوری که میانگین معاملات چهارشنبه بالاتر از روز شنبه بوده است. این اثرات نشان از امید سهامداران در روز چهارشنبه نسبت به کسب بازدهی بالاتر در هفته آتی و بالطبع خرید سهام بیشتر، همچنین از دست رفتن امید آنان در اول هفته نسبت به بازدهی بالاتر و فروش سهام خود بوده است.

### روش پژوهش

هدف پژوهش حاضر، ارائه الگوی مالی رفتاری جهت بررسی بحران‌های مالی بازار سرمایه ایران با تأکید بر سوگیری‌های شناختی و عاطفی از نظر خبرگان به روش نظریه‌پردازی زمینه بنیان است. در نتیجه از منظر بعد زمانی در زمره تحقیقات مقطعی و سال ۱۴۰۲ را شامل می‌شود؛ زیرا مصاحبه‌ها در سال ۱۴۰۲ انجام شده‌اند. از منظر هدف، پژوهش از نوع اکتشافی است؛ چرا که پژوهشی با موضوع طراحی الگوی کیفی مالی رفتاری جهت بررسی بحران‌های مالی بازار سرمایه در کشور انجام نشده است و نتایج این پژوهش به ارائه یک نظریه منتج می‌شود. همچنین، یافته‌های این پژوهش، دانش موجود در زمینه رفتارشناسی معامله‌گران را توسعه می‌دهد. این پژوهش از منظر فرایند اجرا (نوع داده‌ها) از نوع کیفی است؛ زیرا در این روش، بخش اول (داده‌ها) از طریق مصاحبه جمع‌آوری شده‌اند. همچنین این بخش شامل روش‌های تحلیلی و تعبیر و تفسیری است که برای رسیدن به یافته‌ها یا نظریه‌ها به کار می‌رود. این روش‌ها شامل شیوه‌های مفهوم‌پردازی از داده‌ها است که به کدگذاری مرسوم است. در این پژوهش از روش‌های کدگذاری باز، محوری و انتخابی استفاده شده است. بخش آخر پژوهش، عبارت است از گزارش‌های نوشته شده یا ترسیم نمودارها و شکل‌ها با ارائه شفاهی که در این پژوهش از روش نموداری استفاده شده است. همچنین پژوهش حاضر از منظر نتیجه اجرا از نوع بنیادی است که با هدف کشف ماهیت پدیده‌ها انجام می‌شود. از منظر منطبق اجرا (یا نوع استدلال) از نوع استقرایی است؛ زیرا در این پژوهش مصاحبه‌شوندگان با توجه به تجربه خود درباره نتایج پدیده‌ها توضیحات خود را ارائه می‌کنند. جامعه آماری پژوهش، شامل خبرگان و فعالان اصلی حوزه مالی رفتاری در کشور شامل اساتید دانشگاهی که دروس سرمایه‌گذاری را در مقطع تحصیلات تکمیلی تدریس می‌نمایند و همچنین مدیران کارگزاری‌های رسمی بازار سرمایه و تحلیل‌گران بازار سرمایه می‌باشد. با

توجه به هدف پژوهش، از روش نمونه‌گیری گلوله برفی یا زنجیره‌ای برای انتخاب خبرگان پژوهش استفاده شده است.

در فرآیند مصاحبه، ابتدا تعدادی از اشخاص صاحب‌نظر و دارای تحصیلات مالی، حسابداری و دارای تجربه کافی (مدرس دروس مالی و سرمایه‌گذاری در مقطع تحصیلات تکمیلی، مدیران کارگزاری‌های رسمی بازار سرمایه و تحلیلگران رسمی بازار سرمایه) و مرتبط با موضوع، به‌صورت هدفمند از طرف اساتید راهنما و مشاور پیشنهاد و بر اساس شرایط نمونه آماری تطبیق داده شده و سپس انتخاب گردیدند و در پایان مصاحبه از آن‌ها درخواست شد که سایر افراد مطلع و صاحب‌نظر در خصوص موضوع پژوهش را معرفی نمایند. مصاحبه تا جایی ادامه داشت که اندیشه جدیدی حاصل نشد، یعنی در واقع کفایت نظری یا اشباع نظری رخ داد. لازم به ذکر است از مصاحبه ی ۱۶، تکرار کدها مشاهده گردید. با این حال فرآیند گردآوری داده‌ها تا مصاحبه ۲۱ ادامه یافت تا از اشباع کامل نظری اطمینان حاصل شود، بنابراین در مجموع ۲۱ مصاحبه انجام شد که اطلاعات مربوط به مشخصات مصاحبه شونده‌گان در نگاره شماره ۱ نشان داده شده است.

نگاره (۱): وضعیت شغلی و مدارک تحصیلی مشارکت‌کنندگان در پژوهش

موقعیت شغلی / تحصیلات	دکتری	کارشناسی ارشد	جمع کل
هیأت علمی دانشگاه	۱۴		۱۴
مدیران کارگزاری و تحلیل‌گر بازار سرمایه	۲	۵	۷
مجموع			۲۱

نگاره (۲): میزان سابقه کاری (بر حسب سال) مشارکت‌کنندگان

شرح	فراوانی - سابقه کار بر حسب سال
بالای ۲۵ سال	۶
۲۵-۲۰ سال	۵
۲۰-۱۰ سال	۸
زیر ۱۰ سال	۲
مجموع	۲۱

میانگین مدت زمان مصاحبه‌ها ۴۸ دقیقه بوده است. تعداد فراوانی کل مفاهیم استخراج شده از مصاحبه‌های باز (با در نظر گرفتن کدهای مشابه) ۷۲ مفهوم (کدگذاری محوری) است که در قالب ۳۲ مقوله (کدگذاری انتخابی) طبقه‌بندی شد که به‌طور میانگین از هر مصاحبه حدود ۷ مفهوم جدید (مقوله فرعی) استخراج شد و هر مفهوم به‌طور میانگین ۴ بار تکرار شده است.

تجزیه و تحلیل داده‌ها در نظریه زمینه‌بنیان طی سه مرحله کدگذاری انجام می‌شود. نخستین مرحله، یافتن مقوله‌های مفهومی در داده‌ها در سطح اولیه انتزاع است. دومین مرحله، یافتن ارتباطات بین این مقولات است و

سومین مرحله مفهوم‌سازی و گزارش این ارتباطات در سطح بالاتری از انتزاع است. شایان ذکر است که این مراحل ضرورتاً به صورت متوالی انجام نمی‌گیرند، بلکه با همدیگر هم‌پوشانی دارند و به‌طور هم‌زمان انجام می‌گیرند. سئوالات مطرح شده در این مرحله عبارتند از:

- علل بروز سوگیری عاطفی و شناختی در بحران‌های بازار سرمایه ایران شامل چه مواردی است؟
- بستر و زمینه‌های سوگیری عاطفی و شناختی در بحران‌های بازار سرمایه ایران شامل چه مواردی است؟
- راهبردهای مناسب بر شناخت سوگیری‌های عاطفی و شناختی در بحران‌های بازار سرمایه ایران شامل چه مواردی است؟
- عوامل مداخله‌گر مالی رفتاری از بعد شناختی در بحران‌های بازار سرمایه ایران شامل چه مواردی است؟
- پیامدهای سوگیری‌های مالی رفتاری در بحران‌های بازار سرمایه ایران از نظر شما چه مواردی است؟

مراحل کدگذاری و تحلیل به شرح زیر است (داداش زاده و همکاران، ۱۳۹۹):

کدگذاری باز<sup>۱</sup> عبارت است از روند خرد کردن، مقایسه کردن، مفهوم‌پردازی و مقوله‌بندی داده‌ها. روش کدگذاری باز، نه تنها به کشف مقوله‌ها می‌انجامد بلکه خصوصیات و ابعاد آن‌ها را نیز روشن می‌سازد. این کدگذاری متن بعد از خواندن مکرر و دقیق موارد آن صورت می‌گیرد که واحدهای معنادار، معرفی، توضیح و نام‌گذاری می‌شوند. این واحدها ممکن است لغات، عبارات و یا قطعات بزرگ‌تر متن باشند. در فرآیند پژوهش ممکن است که محقق به ده‌ها و حتی صدها برچسب مفهومی دست یابد. این مفاهیم باید طبقه‌بندی شوند. مفاهیم بر اساس مشابهت‌هایشان دسته‌بندی و طبقه‌بندی می‌گردند که به این کار مقوله‌پردازی می‌گویند. وقتی مفاهیم با یکدیگر مقایسه شده و به نظر برسند که به پدیده‌های مشابه مربوط هستند، مقوله‌ها کشف می‌شوند و بدین ترتیب مفاهیم در نظمی بالاتر دسته‌بندی می‌شوند. مقوله، مفهومی است که از سایر مفاهیم انتزاعی‌تر است؛ یعنی عنوانی که به مقوله‌ها اختصاص داده می‌شود، انتزاعی‌تر از مفاهیمی است که مجموعه آن مقوله را تشکیل می‌دهد. مقولات دارای قدرت مفهومی بالایی هستند؛ زیرا می‌توانند مفاهیم و خرده مقولات را بر محور خود جمع کنند. بنابراین تحت این نوع کدگذاری، مجموعه‌ای از مقولات مفهومی ایجاد شده است. سپس مجموعه‌ی این مفاهیم که دارای اشتراک بوده‌اند در سطح بالاتر طبقه‌بندی شده‌اند (بازرگان، ۱۳۹۱).

در مرحله کدگذاری باز، جملات اصلی از متن مصاحبه‌ها استخراج و کدگذاری گردید. به عنوان مثال، فرایند کدگذاری در نقل و قول زیر ارائه شده است:

... الگوهای مالی رفتاری شکل‌های مختلفی دارد. اگر در حالت کلی تصمیمات سرمایه‌گذاران را بخواهیم از منطق و عقلانیت، فاصله‌دار در نظر بگیریم، موضوع سوگیری‌های رفتاری یا تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران مطرح می‌شود. این سوگیری‌های رفتاری شکل‌های مختلفی می‌تواند داشته باشد و تحقیقات مختلف این‌ها را مورد مطالعه قرار داده‌اند. از جمله این سوگیری‌ها: محافظه‌کاری بیش از حد سرمایه‌گذاران....

در این نقل‌قول محافظه‌کاری بیش از حد سرمایه‌گذاران به عنوان مفهوم زیرساخت در قالب عوامل علی مطرح می‌شود.

<sup>1</sup> Open Coding

در نقل قول دیگری:

... ما بیاییم عوامل عاطفی شناختی را از عوامل رفتاری جدا کنیم. از جمله جنسیت، سن افراد، تجربه سرمایه‌گذاران و دانش مالی که این‌ها عوامل مؤثر هستند...

در این نقل قول هم مفاهیمی مانند جنسیت، سن افراد، تجربه سرمایه‌گذاران و دانش مالی به عنوان عوامل علی معرفی شدند.

کدگذاری محوری<sup>۱</sup>: عبارت است از سلسله رویه‌هایی که پس از کدگذاری باز انجام می‌شوند تا با برقراری پیوند بین مقوله‌ها، اطلاعات را به شیوه‌ای جدید با یکدیگر مرتبط سازند (بازرگان، ۱۳۹۱). در کدگذاری محوری مقوله‌های استخراجی حول محورهای شرایط "علی"، "پدیده‌ها"، "بستر"، شرایط "مداخله‌گر"، "راهبردها" و "پیامدها" ارائه می‌گردند.

سیاست‌های سازمان بورس: ملزم کردن گزارش‌گیری به موقع شرکت‌ها می‌باشد. ویژگی‌های صنایع: قوانین و مقررات یک صنعت، شدت رقابت در صنعت که می‌تواند در عملکرد و جذب سرمایه بسیار مؤثر باشد.

قوانین بالادستی از جمله الزامات قانون تجارت در زمینه حاکمیت شرکتی و حسابرسی و بازرسی شرکت‌ها می‌تواند مؤثر باشد...

...سیاست‌های دولت در راستای تثبیت سرمایه‌گذاری و ترغیب سرمایه‌گذاران به سمت آینده مطمئن و

بائبات می‌تواند مؤثر باشد. سیاست‌گذاری‌هایی که وجود ثبات و آینده روشنی برای سرمایه‌گذاران باشد...

در این نقل قول مفاهیم سیاست‌های سازمان بورس، ویژگی صنایع و ... به عنوان عوامل راهبردها مطرح شده اند. ادراک مشترک در دستگاه‌های اجرایی و سازمان برنامه و بودجه به عنوان عوامل مداخله‌گر مطرح هستند.

کدگذاری انتخابی<sup>۲</sup>: عبارت است از روند انتخاب مقوله هسته به طور منظم و ارتباط دادن آن با سایر مقوله‌ها،

اعتبار بخشیدن به روابط و پر کردن جاهای خالی با مقوله‌هایی که نیاز به اصلاح و گسترش دارند (بازرگان،

۱۳۹۱). تحلیل خط داستان و تشریح روابط میان مقوله‌های استخراجی حاصل این نوع کدگذاری است.

به منظور اعتبار بخشی به یافته‌ها اقداماتی به شرح زیر انجام گردید:

پایایی: پایایی به سازگاری یافته‌های پژوهش اطلاق می‌شود. در پژوهش حاضر از پایایی باز آزمون استفاده شده

است. حدود یک سوم مصاحبه‌ها (یعنی ۶ مصاحبه) به صورت تصادفی انتخاب شده و هر کدام از آن‌ها دو بار در یک

فاصله زمانی ۲ هفته‌ای توسط پژوهشگر و اساتید راهنما و همچنین ۳ نفر از افراد مستقل که شامل ۲ نفر از

مصاحبه‌شوندگان به صورت تصادفی (مشارکت‌کنندگان) و یک نفر تحلیل‌گر آماری (خارج از مشارکت‌کنندگان) می

باشند، کدگذاری‌ها صورت گرفته است.

<sup>۱</sup> Axial Coding

<sup>۲</sup> Selective Coding

روایی: برای افزایش قابلیت اعتماد یافته‌های پژوهش، پروتکل مصاحبه شامل شیوه شروع مصاحبه، ورود به بحث و بررسی پرسش‌های تدوین شده می‌باشد و در طول مصاحبه‌ها راهنمای پژوهشگر در انجام مصاحبه می‌باشد تا از پراکنده‌گویی و نوسان زیاد در مصاحبه‌ها پرهیز شود. از سوی دیگر با مشخص نمودن محورهای اصلی مصاحبه، پژوهشگر برای طرح پرسش‌های خود آزاد بود. از اینرو در هر محور، روایی پژوهش نیز حفظ شده است. مستقل بودن پژوهشگر نسبت به موضوع پژوهش و حذف تعصب و پیش فرض‌های غیر لازم، مهم‌ترین عنصر پایایی در پژوهش کیفی است. روایی پژوهش پس از استخراج کدهای اولیه در دو سطح صورت گرفت. بررسی اول توسط مشارکت‌کنندگان انجام گرفت که داده‌های گردآوری شده، تحلیل‌ها، تفاسیر و نتیجه‌گیری به ۶ نفر از مشارکت‌کنندگان و افراد مستقل خارجی که بیشترین آگاهی را نسبت به موضوع با توجه به نحوه مصاحبه داشتند، ارائه و از آن‌ها خواسته شد تا در مورد صحت و اعتبار آن قضاوت کنند که مورد تأیید قرار گرفت. بررسی دوم توسط ممیزی خارجی انجام گرفت که نظرات اساتید محترم راهنما و مشاور که در زمینه تحقیق صاحب نظر هستند، پژوهش مورد بررسی قرار گرفت و نتایج در بازه‌های زمانی مختلف اعلام و اصلاحات صورت گرفت تا به روایی لازم ختم شود.

#### کدگذاری داده‌ها و استخراج الگوی پیشنهادی

پس از انجام مصاحبه، کدهای به دست آمده از فرآیند کدگذاری شامل: کدگذاری باز (با طرح سوال و دریافت پاسخ‌ها بصورت باز، مقوله‌ها مشخص گردیدند و تکرار آنها در نگاره شماره ۳ تحت عنوان اهمیت و وزن هر مقوله مطرح شدند)، کدگذاری محوری (با توجه به وزن و اهمیت هر مقوله نسبت به انتخاب مفاهیم علمی مرتبط اقدام شد) و کدگذاری انتخابی (مقوله‌های اصلی با توجه به مفاهیم حاصل از کدگذاری محوری مشخص شدند) در نگاره‌های شماره ۳ تا ۷ به شرح زیر ارائه شده است:

نگاره (۳): مقوله‌های اصلی و فرعی و مفاهیم زیرمجموعه مقوله علی (عوامل مؤثر)

ابعاد	مقوله	مفهوم	وزن و اهمیت هر مقوله
۹ ۳ ۲ ۲	تورش‌های رفتاری و فردی	محافظة‌کاری و اعتماد بیش از حد سرمایه‌گذاران	M1,M3,M7,M11,M12,M5,M17,M18, M19,M20,M21
		اثر برجستگی	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18, M19,M20,M21
		محدودیت‌های زمانی	M1,M5,M14,M15,M16, M19,M20,M21
		تعصبات فکری	M1,7,M8,M10,M11, M19,M20,M21
		ریسک‌گریزی و زیان‌گریزی سرمایه‌گذاران	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18, M19,M20
		مطلوبیت‌گریزی	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M20,M21

ابعاد	مقوله	مفهوم	وزن و اهمیت هر مقوله
		عقلانیت محدود و گرایش‌های احساسی	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18,M 19,M20,M21
		حسابداری ذهنی	M2, M6,M8,M11, M19,M20,M21
		فرهنگ	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18, M19,M20,M21
عاطفی شناختی		جنسیت	M1, M2, M8,M9,M15,M17,M20, M21
		سن افراد	M1,M8,M9,M15, M19,M20,M21
		تجربه سرمایه‌گذاران	M1,M2M,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18, M19,M20,M21
		دانش مالی سرمایه‌گذاران	M1,M2,M7,M13,M16, M19,M20,M21
		ابهام‌گریزی	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18,M 21
		فردگرایی	M7,M11,M16,M18, M19,M20,M21
		عدم تقارن اطلاعاتی	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18, M19,M20
اطلاعات		کیفیت اطلاعات ارائه شده توسط شرکت‌ها	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18,M 21
		نگرش‌های اجتماعی	M4,M5,M9,M12, M19,M20,M21
		توسعه نهادهای مالی و سرمایه‌گذاری	M4,M5,M9,M12, M19,M20,M21

منبع: یافته‌های پژوهش

لازم به ذکر است؛ واژه M به معنی مصاحبه شونده و عدد اختصاص یافته به معنی شماره نفر مصاحبه شده می‌باشد.

#### نگاره (۴): مقوله‌های اصلی و فرعی و مفاهیم زیرمجموعه بستر و زمینه

ابعاد	مقوله	مفهوم	وزن و اهمیت هر مقوله
بستر و زمینه	شناخت و ادراک نادرست سرمایه‌گذاران	محافظه‌کاری بیش از حد سرمایه‌گذاران	M1,M3,M7,M11,M12,M5,M17,M18, M19,M20,M21
		اثر برجستگی	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18, M19,M20
		احساسات عاطفی	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18, M19,M20,M21
	قوانین بازار سرمایه	نبود تحلیل‌گران مجوز دار در بازار	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18

ابعاد	مقوله	مفهوم	وزن و اهمیت هر مقوله
		تصمیمات لحظه‌ای قانون‌گذار	M1,M2,M3,M10,M11,M12,M15,M18
		نبود برنامه جامع قانون‌گذار	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18
	نوع مالکیت	سرمایه‌گذاران نهادی	M1,M2,M5,M6,M7,M12,M13,M18, M19,M20,M21
		مالکیت دولت	M1,M2,M7,M12,M13,M15,M16
اقتصاد کشور		اوضاع نامطلوب و ناپایدار اقتصاد	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18
		الگوهای کسب درآمد در اقتصاد	M8,M11,M13,M14,M18, M19,M20,M21

منبع: یافته‌های پژوهش

## نگاره (۵): مقوله‌های اصلی و فرعی و مفاهیم زیرمجموعه مداخله‌گرها

ابعاد	مقوله	مفهوم	وزن و اهمیت هر مقوله
عوامل مداخله‌گر	سیاست‌های سازمان بورس	گزارشگری به‌موقع	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18
		عدم مدیریت صحیح دامنه نوسان	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18
		قوانین و مقررات تصویبی	M1,M2,M17,M18, M19,M20,M21
	ویژگی‌های صنایع	قوانین و مقررات یک صنعت	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18
		شدت رقابت در صنعت	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18
		نوع کسب و کارها در جامعه	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M8,M9,M10 M11,M12,M18, M19,M20,M21
	سیاست‌های دولت	تثبیت سرمایه‌گذاری	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M8,M9,M10,M11, M12,M18, M19,M20
		ترغیب سرمایه‌گذاران به سمت آینده مطمئن و باثبات	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10, M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18, M20,M21
		حمایت دولت	M1,M6,M13,M14,M18
		سیاست‌های خارجی دولت	M1,M2, M7, M6,M13,M14,M18
عوامل سیاسی	تعامل با دنیا و پیمان‌های خارجی	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10, M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18	
	تحریم	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18	
	کاهش تنش با کشورهای همسایه	M1,M2, M7, M6,M13,M14,M18, M19,M20,M21	
جامعه	باورهای اجتماعی جامعه	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10, M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18	
	بازارهای موازی	M2,M3,M4,M8,M9,M10,M11,M12,M13, M14,M15,M16,M17,M18	

ابعاد	مقوله	مفهوم	وزن و اهمیت هر مقوله
	عدم قطعیت سیاست اقتصادی	مدیریت نرخ بهره	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18
		مدیریت نرخ ارز	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18, M19,M20,M21
		مدیریت نرخ اوراق مشارکت	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M8,,M11,M12,M18

نگاره (۶) : مقوله‌های اصلی و فرعی و مفاهیم زیرمجموعه راهبردها

ابعاد	مقوله	مفهوم	وزن و اهمیت هر مقوله	
تفکرات سرمايه‌گذاران	آموزش	آموزش در مدارس	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18, M19,M20,M21	
		آموزش دانشگاهی	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18, M19,M20,M21	
	نگرش‌های حاکمیتی	ثبات اقتصادی در جامعه	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18	
		نگاه دولت به بورس به عنوان محرک اقتصادی	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18	
		بومی‌سازی اقتصاد و بازار سرمایه	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M8,M9,M10 M11,M12,M18, M19,M20,M21	
	تفکرات سرمايه‌گذاران	تفکر جمع‌گرایی در جامعه	استفاده از ظرفیت‌های سرمایه‌گذاران خارجی و کشورهای همسایه	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18
			فراهم کردن فرهنگ سرمایه‌گذاری	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18
			استفاده از تحلیل گران	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18
	نظارت	تحلیل گران و مشاوران	استفاده از مشاوران	M1,M2,M7,M8,M9,M10, M11, M12, M13, M14, M15, M16, M17,M18, M19,M20,M21
			ارزیابی عملکرد سرمایه‌گذاری	M1,M2,M4,M17,M18
		نظارت بر فضای مجازی	پذیرش و قیمت‌گذاری شرکت‌ها قبل از بهره‌برداری	M1,M7,M8,M9,M18, M19,M20,M21
			تثبیت و شفافیت قوانین و مقررات بدون تفسیر شخصی	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18

منبع: یافته‌های پژوهش

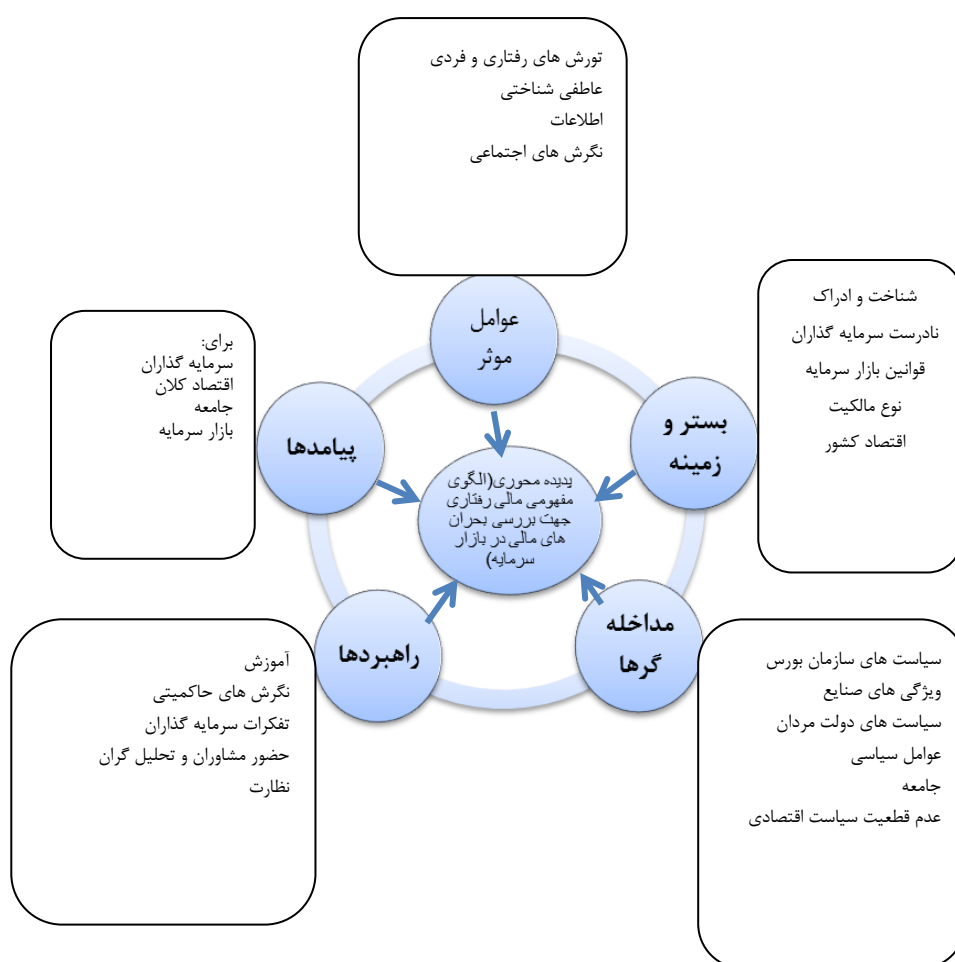
## نگاره (۷) : مقوله‌های اصلی و فرعی و مفاهیم زیرمجموعه پیامدها

ابعاد	مقوله	مفهوم	وزن و اهمیت هر مقوله
نتیجه‌ها	سرمایه‌گذاران	سرخوردگی	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18, M19,M20,M21
		جابجایی سرمایه‌گذاری‌ها	M1,M2 M11, ,M18, M19,M20,M21
		بازده‌های غیرعادی	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18
	اقتصاد کلان	موجب بی‌ثباتی شاخص بورس اوراق بهادار	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16, , M19,M20,M21M17
		افزایش ریسک سرمایه‌گذاری	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18
		از بین رفتن نقدینگی	M1,M7,M8,M9,M18, M19,M20,M21
		جریان سرمایه‌گذاری بجای دارایی‌ها مولد به بازارهای خارجی	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18
		نگاه سفته‌بازی	M1,M2,M3,M4,M17,M18, M19,M20,M21
	جامعه	اقتصاد خانوارها	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18, M19,M20,M21
		متزلزل شدن اعتبار بازار سرمایه در پیش خانوارها	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18
		کاهش سطح امید به آینده و رفاه اقتصادی خانوارها	M1,M2, M12,M13,M14,M15,M17,M18, M19,M20,M21
	بازار سرمایه	ریزش قیمت سهام یک شرکت	M1,M2,M3,M4,M5,M6,M7,M8,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18
واکنش‌های هیجانی سرمایه‌گذاران		M1,M2,M4,M5,M6,M9,M10 M11,M12,M13,M14,M15,M16,M17,M18, M19,M20,M21	

منبع: یافته‌های پژوهش

نتیجه‌ای که حاصل می‌شود، مالی رفتاری شاخه‌ای از علوم رفتاری است که به بررسی مسایل مالی از یک نگاه علمی و اجتماعی وسیع‌تر می‌پردازد و شامل ابعاد روانشناسی و جامعه‌شناسی می‌باشد که چارچوب‌های عقلی و منطقی را از فرآیند تصمیم‌گیری، مستقل در نظر می‌گیرد. مکتب یا دیدگاه مالی رفتاری که از تلفیق روانشناسی و مالی مطرح شده است، اظهار می‌دارد ابعاد روانشناسی در تصمیم‌گیری مالی نوین، نقش اساسی ایفا می‌نماید. از آنجا که خطاهای شناختی و انحرافات بر نظریات سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارند، بنابراین بر گزینه‌های مالی نیز تاثیرگذار هستند. امروزه تفکر رفتار کاملاً عقلایی سرمایه‌گذاران (که همواره به دنبال حداکثر کردن مطلوبیت هستند) در راستای توجیه رفتار و واکنش بازارها کافی نیست، بنابراین مالی رفتاری را می‌توان پارادایمی دانست که به موجب آن، بازارهای مالی تحت تاثیر قرار می‌گیرند. مالی رفتاری دو فرض اصلی و محدودکننده پارادایم

سنتی یعنی بیشینه‌سازی مطلوبیت مورد انتظار و عقلانیت کامل را کنار می‌گذارد. همچنین تقابل این دو نظریه در حباب‌های قیمتی در بازار، وجود نوسان‌های بیش از حد در قیمت سهام و واکنش بیشتر یا کمتر از حد سرمایه‌گذاران به اطلاعات جدید را بیشتر نمایان ساخته است. در مالی رفتاری این ادعا مطرح می‌شود که برخی اوقات به منظور یافتن پاسخی برای معماهای تجربی موجود در حوزه‌ی مالی، ضروری است این احتمال را بپذیریم که برخی از عوامل اقتصادی تابع رفتار کاملاً عقلایی نیستند.



شکل (۱): الگوی پارادایمی سوگیری‌های عاطفی و شناختی در بحران‌های بازار سرمایه

طرفداران مالی رفتاری اعتقاد راسخی دارند که یکی از عوامل اثرگذار در بروز مالی رفتاری، بحث بحران‌های مالی است. بحران مالی به طیف گسترده‌ای از وضعیت‌هایی اطلاق می‌شود که برخی از منابع مالی، قسمت بزرگی از ارزش اسمی خود را از دست می‌دهند. به‌طوری که بحران مالی سال ۲۰۰۸ و رکود بزرگ پس از آن، هنوز در خاطرات بسیاری از سرمایه‌گذاران زنده است. مطالعات هیبتی و زندیه (۱۳۹۰) نشان داد، سرمایه‌گذاران به‌جای رفتار منطقی در بازارهای تحت تأثیر بحران مالی و بازارهای نزولی شدید، با سوگیری بیش واکنشی همراه خواهند بود (زمانی رخ می‌دهد که قیمت سهام نسبت به اطلاعات جدید بیش از آنچه که بطور عقلایی انتظار می‌رود تغییر کند و معمولاً با برگشت قیمتی همراه است) و سرمایه‌گذاران بجای رفتار منطقی با هیجانات بیشتر، اوضاع را بدتر می‌کنند. در مقابل بسیاری از سرمایه‌گذاران وحشت‌زده نیز مجبور به فروش دارایی‌های خود به قیمت پایین می‌شوند و گروه کوچکی از سرمایه‌گذاران صبور نیز سقوط بازار سهام را یک فرصت تلقی کرده و با سرمایه‌گذاری در کف قیمتی می‌توانند از سود بیشتری بهره‌مند گردند. یکی از دلایل رویکردهای مختلف سرمایه‌گذاران در این شرایط، رویکردهای عاطفی و شناختی می‌باشد که منجر به تصمیم‌گیری‌های اشتباه آن‌ها می‌شود. در همین راستا، پژوهش حاضر سعی دارد عوامل مؤثر بر مالی رفتاری در بحران بازار سرمایه ایران را با تأکید بر ابعاد سوگیری‌های عاطفی و شناختی مورد بحث و بررسی قرار دهد. نتایج حاصل از بررسی و استفاده از نظرات خبرگان نشان داد، مهم‌ترین عوامل مؤثر بر مالی رفتاری؛ نگرش‌های اجتماعی افراد، عاطفی شناختی، نوع و نحوه دسترسی به اطلاعات، تورش رفتاری و فردی افراد می‌باشند که با مطالعات مک نایر و همکاران (۲۰۱۶)، گل ارضی و پیری (۱۴۰۱)، دادرس و همکاران (۱۳۹۷) و گرجی زاده و خانمحمدی (۱۳۹۶) همراستا می‌باشد. بستر و زمینه این رفتار غیر عقلایی می‌تواند اقتصاد تحریمی و تورمی، عدم پویایی قوانین بازار سرمایه، شناخت و ادراک نادرست سرمایه‌گذاران، نوع مالکیت شرکت‌های بورسی که اغلب دولتی است، باشد. در این راستا عواملی مانند ویژگی‌های متنوع صنایع، سیاست‌های سازمان بورس و دولت‌مردان، عدم قطعیت سیاست اقتصادی، خود جامعه و عوامل سیاسی می‌تواند به عنوان مداخله‌گرها در حرکت به این سمت مطرح شوند که مطالعات رضائی و علمی (۲۰۱۸) و بخردی نسب و همکاران (۱۳۹۹)، مؤید این امر است. به هر حال، مالی رفتاری همواره تأثیر خود را بر بازار سرمایه خواهد گذاشت. لذا آموزش مناسب، نگرش‌های حاکمیتی به این امر، حضور مشاوران و تحلیل‌گران، نظارت و افزایش سواد مالی سرمایه‌گذاران می‌توانند راهبرد مناسبی برای پاسخ به کارایی بازار سرمایه باشند. در صورت شناخت این عوامل و توجه به آنها، شاهد فضای آرام در اقتصاد کلان، جامعه و فرآیند سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه خواهیم بود. در همین راستا کلیات پژوهش حاضر توسعه دهنده، تأیید کننده و تکمیل کننده مطالعاتی همچون رضائی و علمی (۲۰۱۸)، بیرد و همکاران (۲۰۱۷)، مک نایر و همکاران (۲۰۱۶)، کرمی و همکاران (۱۴۰۲)، گل ارضی و پیری (۱۴۰۱)، نایب محسنی و همکاران (۱۴۰۰)، بخری نسب و همکاران (۱۳۹۹)، حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۸)، دادرس و همکاران (۱۳۹۷)، گرجی زاده و خانمحمدی (۱۳۹۶) می‌باشد.

به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌گردد، زمینه‌های سرمایه‌گذاری را با توجه به معیارهای فردی-شناختی افراد معرفی نماید که لازمه این مهم به‌کارگیری نظرات خبرگان روانشناسی و جامعه‌شناسی و مالی در فرآیند سرمایه‌گذاری می‌باشد. این مهم می‌تواند در سرمایه‌گذاری‌های بلوکی و جمعی تأثیرگذاری بیشتری داشته

باشد و برای اینکه آگاه‌سازی لازم نیز صورت گیرد، سرمایه‌گذاران را از طریق آموزش رسانه‌ای و حتی دانشگاهی برای سرمایه‌گذاری بهینه آماده نمایند. به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد، موقع سرمایه‌گذاری از افراد خبره (تحلیل گران رسمی بازار سرمایه و کارگزاری‌های تحت نظر سازمان بورس) و آموزش‌دیده مشورت بگیرند تا سودآوری آن‌ها تضمین شود. علیرغم اینکه مالی رفتاری واکنش‌ها را نسبت به شرایط بازار منعکس می‌کند، به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود، اعتماد سرمایه‌گذاران مبتدی را با شفافیت بیشتر و آگاهی دهی مناسب بدست آورند. برای اینکار بسترهای آموزشی را برای جذب سرمایه‌گذار و آگاهی دهی به سهامداران فعلی به‌کارگیرند. محدودیت اصلی پژوهش حاضر در این است که برخی متغیرها مانند بررسی‌های روانشناسی بدو ورود در شرایط بازار سرمایه ایران از طرف شرکت‌ها و نهادهای سرمایه‌پذیر انجام نمی‌پذیرد و در صورت انجام نیز افشا نمی‌شود و یا در صورت افشا به‌صورت کیفی می‌باشد، لذا بررسی کمی با محدودیت‌هایی همراه می‌باشد. به پژوهشگران بعدی پیشنهاد می‌شود هر یک از ابعاد و مؤلفه‌های مالی رفتاری را بر ارزش و رشد سهام شرکت‌ها و سرعت تعدیل قیمت سهام بررسی نمایند.

#### فهرست منابع

- اسلامی بیدگلی، غلامرضا و کردلویی، حمیدرضا، (۱۳۸۹)، مالی رفتاری، مرحله گذر از مالی استاندارد تا نوروفاینانس، فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، (۱)۱.
- بازرگان، عباس، (۱۳۹۱)، مقدمه‌ای بر روش‌های پژوهش کیفی و آمیخته- رویکردهای متداول در علوم رفتاری، انتشارات نشر دیدار.
- باباجانی محمدی، سعیده؛ مرتضوی، سعید؛ مهارتی، یعقوب و تهرانی، رضا، (۱۳۹۶)، شناسایی عمده‌ترین سوگیری‌های سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران با استفاده از روش فراتحلیل، فصلنامه انجمن علوم مدیریت ایران، ۱۲(۴۶)، ۶۱-۸۰.
- بخردی نسب، وحید؛ ژولانژاد، فاطمه و رحمانی، حسام، (۱۳۹۹)، واکنش سرمایه‌گذاران به حمایت در برابر تضاد منافع طی دوره رکود اقتصادی، مجله توسعه و سرمایه، ۵(۲)، صص ۲۱۱-۲۳۰.
- حساس یگانه، یحیی؛ ابراهیمی سرو علیا، محمد حسن؛ قاضی نوری، سید سوروش و افخمی، عادل، (۱۳۹۸)، فرشتگان سرمایه‌گذار: ارزیابی عوامل مالی رفتاری موثر بر گزینش سرمایه‌گذاری، فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۲(۴۳)، صص ۴۱-۵۸.
- حسن پور، حمید؛ واعظ برزانی، محمد؛ معرفی محمدی، عبدالحمید و امامی جمعه، سید مهدی، (۱۴۰۱)، تحلیل و نقد مبانی روش شناختی اقتصاد مالی کلاسیک همراه با ملاحظات یافته‌های مالی رفتاری، دو فصلنامه جستارهای اقتصادی ایران، ۳۷، ۶۱-۹۲.
- داداش زاده، قادر؛ محمدزاده ساطه، حیدر؛ حجازی، رضوان و تقی زاده، هوشنگ، (۱۳۹۹)، راهکارهای تقویت ایمن سازی گزارشگری مالی در ایران: رویکرد نظریه پردازی زمینه بنیاد، نشریه علمی حسابداری مدیریت، ۱۳(۴۴).

دادرسی، کیوان؛ طلوعی اشلقی، عباس و رادفر، رضا، (۱۳۹۷)، نقش مالی رفتاری در درک رفتار سرمایه‌گذاران فردی (مرور شواهد تجربی از بورس اوراق بهادار تهران)، فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، ۷(۲۸).

زینی‌وند، محمد؛ جنانی، محمد حسن؛ همت‌فر، محمود و ستایش، محمدرضا، (۱۴۰۲)، سوگیری‌های رفتاری و تصمیمات سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی تحت شرایط عدم اطمینان در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی و پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، ۱۲(۱)، ۲۰۳-۲۳۲.

صمدی، سعید؛ نصرالهی، خدیجه و کرملیان سیجانی، مرتضی، (۱۳۸۶)، بررسی رابطه بین توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی، ۶(۳).

عامری، فرشته و عرب یارمحمدی، محسن، (۱۴۰۰)، ارتباط کوتاه‌بینی مدیران با نوسانات سود و سهامداران عمده در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۵(۶۰)، صص ۱۱۹-۱۳۴.

غریب‌لو، رضا و شرفی، رضا، (۱۳۹۳)، شناسایی اثرات مالی رفتاری با تأکید بر بازده و حجم روزهای هفته در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه دانش مالی و تحلیل اوراق بهادار، ۲(۷)، صص ۱۵-۲۴.

کرمی، نجف؛ رضائی، نادر؛ عبدی، رسول و پاک‌مرام، عسگر، (۱۴۰۲)، ارائه مدل انتخاب پرتفوی با دیدگاه مالی رفتاری مدیران شرکت‌ها بر اساس تئوری نمایندگی، فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۱۲(۲)، صص ۴۳-۵۶.

گرچی‌زاده، داود و خانمحمدی، محمد حامد، (۱۳۹۶)، بررسی اثرات عوامل مالی رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران انفرادی، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، ۶(۲۴).

گل‌ارضی، غلامحسین و پیری، سلیمه، (۱۴۰۱)، بررسی تاثیر تصمیمات احساسی سرمایه‌گذاران بر وقوع بحران در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه راهبرد مدیریت مالی، ۹(۳۷)، صص ۹۹-۱۱۶.

میرعلوی، سید حسین و پورزمانی، زهرا، (۱۳۹۸)، ارائه مدلی جهت پیش‌بینی قیمت سهام با استفاده از روش‌های فراابتکاری و شبکه‌های عصبی، فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۴(۴۰).

نایب‌محسنی، شیدا؛ خلیفه سلطانی، سید احمد و حجازی، رضوان، (۱۴۰۰)، تدوین مدل رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در بازار سرمایه ایران، فصلنامه تحقیقات مالی، ۲۳(۴)، صص ۶۲۵-۶۵۲.

هیبتی، فرشاد و زندیه، (۱۳۹۰)، بیش‌واکنش سرمایه‌گذاران بازار سهام ایران به اخبار بحران مالی جهانی، فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۹(۹).

- Alnajjar, M. I. M. (2013). Behavioural inferences of stock market participants. *Eur. J. Soc. Sci.* 39, 384-390.
- Binghui Wu; Yuanman Cai, and Mengjiao Zhang(2021). Investor Sentiment and Stock Price Crash Risk in the Chinese Stock Market. *Journal of Mathematics* Volume 2021, Article ID 6806304.
- Chowdhary, M. (2020). Financial literacy and its interaction with altered investment behaviour: An analysis of the familiarity bias.
- Fernandes. J. L. B. (2007). Risk Taking in Financial Markets: a Behavioral Perspective. Unpublished PHD, University Carlos Madrid.

- Graham Bird & Wenti Du & Thomas Willett, 2017. "Behavioral Finance and Efficient Markets: What does the Euro Crisis Tell us?," *Open Economies Review*, Springer, vol. 28(2), pages 273-295, April.
- Guglielmo Maria Caporale., Menelaos Karanasos., Stavroula Yfanti., Aris Kartsaklas1 (2020). Investors' trading behaviour and stock market volatility during crisis periods: A dual long-memory model for the Korean Stock Exchange. *International Journal of Finance & Economics* published by John Wiley & Sons Ltd.
- Huang, W., Zheng, H. Chia, W.M. (2010). Financial crisis and heterogeneous interacting agents. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 34(6): 1105-1132.
- Kumar, A., Lee, C. (2006). Retail investor sentiment and return comovements. *Journal of Finance*, 61(5): 2451-2486.
- McNair, S, Summers, B, Bruine de Bruin, W (2016). Individual-level factors predicting consumer financial behavior at a time of high pressure. *Personality and Individual Differences*, 99. pp. 211-216. ISSN 0191-8869
- Mohanty, S., Patnaik, B.C.M., Satpathy, I. and Sahoo, S.K. (2023), "Cognitive biases and financial decisions of potential investors during Covid-19: an exploration", *Arab Gulf Journal of Scientific Research*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. [---

۱۴۹](https://doi.org/10.1108/AGJSR-Nickerson, R. S. (1998). Confirmation bias: A ubiquitous phenomenon in many guises. <i>Review of General Psychology</i>, 2(2), 175-220.</a></p><p>Pan, N., Xu, Q. & Zhu, H. (2021). The impact of investor structure on stock price Cash sensitivity: Evidence from China's stock market. <i>Journal of Management Science and Engineering</i>, 6(3): 312-323.</p><p>Rezaei. Nader., and Elmi. Zahra.,(2018). Behavioural Finance Models and Behavioural Biases in Stock Price Forecasting . <i>Advances in mathematical finance & applications</i>. No.3.pp67-82.</p><p>Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. F., and Jordan, B. D. (2016). <i>Corporate Finance</i>, 11th Edn. Toronto, ONT: Mcgraw Hill.</p><p>Sharma, A., and Kumar, A. (2019). A review paper on behavioural finance: study of emerging trends. <i>Q. Res. Financial Mark.</i> . 12, 137-157.</p><p>Sri Utami Ady (2018). The Cognitive and Psychological Bias Investment Decision-Making Behavior: (Evidence From Indonesian Investor's Behavior). <i>Journal and Behavioral Studies</i> (ISSN: 2220-6140) , 10(1), 86-100.</p><p>Tong, J. and Zhang, FF. (2015). Do Capital Markets Punish Managerial Myopia? Working Paper, University of Western Australia.</p><p>Yin, Y., Tian, R. (2017). Investor sentiment, financial report quality and stock price crash risk: Role of short-sales constraints Emerging Markets <i>Finance and Trade</i>, 53(3), 493-510.</p><p>Zhang, R., Xian, X. & Fang, H. (2018). the early warning system of stock market crises with investor sentiment: Evidence from China <i>International journal of Finance & Economic</i>, 24(24):361-369.</p><p>Zhao, R., Xiong, X. & Shen, D. (2019). Investor sentiment and stock price crash risk: evidence from China. <i>Management Review</i>, 31(3): 50-60.</p></div><div data-bbox=)

## **The Qualitative Model of Behavioral Finance from the Perspective of Emotional and Cognitive Biases in Iran's Capital Market Crises**

**Helsa Babaei**

PHD student in Accounting, Bonab Branch, Islamic Azad University, Bonab Branch, Iran.  
helalebabaei3@gmail.com

**Nader Rezaei**

Associate Professor, Department of Accounting, Bonab Branch, Islamic Azad University, Bonab Branch, Iran  
(Responsible Author)  
naderrezaeimindoab@gmail.com

**Asgar Pakmaram**

Associate Professor of Accounting Department, Bonab Branch, Islamic Azad University, Bonab Branch, Iran.  
pakmaram@bonab.ac.ir

**Rasoul Abdi**

Associate Professor of Accounting Department, Bonab Branch, Islamic Azad University, Bonab Branch, Iran.  
Abdi\_rasool@yahoo.com

### **Abstract**

The aim of the current research is to provide a qualitative model of financial behavior in Iran's capital market crises, emphasizing the dimensions of emotional and cognitive biases of investors. The current research is a qualitative and exploratory research and the sample was saturated by interviewing 21 experts (including accounting and finance professors, managers of official brokerages and official analysts of the capital market) in 2023 and using the snowball sampling method. The results showed; the most important causes of behavioral finance are people's social attitudes towards the investment field, emotional and cognitive factors, the type and manner of accessing information, behavioral and individual tendencies of investors. The basis of this irrational behavior can be factors such as the economy involved in sanctions and inflationary conditions, the lack of dynamics of capital market rules, the misrecognition and perception of investors, the type of ownership of listed companies (mostly government). Various characteristics of industries, the policies of the stock exchange organization and Politicians, the uncertainty of economic policy, the society itself, and political factors can be raised as interventionists in creating critical conditions and moving towards behavioral finance. Appropriate training, governance attitudes to this matter, the presence of consultants and analysts, monitoring and increasing financial literacy of investors are a suitable strategy to respond to the efficiency of the capital market. In this regard, if behavioral finance is not paid attention to, it will have adverse consequences for investors, macroeconomics, society and the capital market.

**Keywords:** Qualitative Model of Behavioral Finance, Behavioral Finance, Cognitive biases, Emotional biases, Capital Market Crisis.