



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۷ / شماره ۱ (پیاپی ۶۵) / بهار ۱۴۰۷
صفحه ۵۰۷ تا ۵۲۴

شناسایی و رتبه‌بندی تورش‌های رفتاری سهامداران حقیقی بورس با رویکرد دلفی فازی

محمد ابراهیم راعی عزآبادی

استادیار گروه حسابداری و مالی، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
meraei68@iau.ac.ir

سارا جوکار

کارشناس ارشد مدیریت مالی، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
jokar.s9510@gmail.com

مهرداد بختیار دهکردی

دانشجوی دکتری مهندسی مالی، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
mehrdadbakhtiar68@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۵/۱۹ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۹/۲۶

چکیده

رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سرمایه همواره تحت تأثیر عوامل روان‌شناختی و شناختی قرار دارد که به بروز تصمیمات غیرمنطقی و انحراف از اصول عقلایی منجر می‌شود. در این راستا هدف این پژوهش شناسایی و رتبه‌بندی انواع تورش‌های رفتاری سهامداران حقیقی در بازار بورس اوراق بهادار تهران است. این تحقیق از نوع کاربردی و با رویکرد آمیخته انجام شد. جامعه آماری شامل ۴۳ نفر از خبرگان بازار سرمایه (کارشناسان، سرپرستان و مدیران کارگزاری‌ها) بود که از طریق نمونه‌گیری هدفمند و در دسترس انتخاب شدند. گردآوری داده‌ها با مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته و پرسشنامه دلفی فازی انجام گرفت. تحلیل‌ها منجر به شناسایی ۳۱ تورش رفتاری گردید که در قالب چهار بعد اصلی (شناختی، عاطفی، اجتماعی و کلان سیاسی-اقتصادی) طبقه‌بندی شدند. در رتبه‌بندی نهایی، تورش «تنوع‌سازی ساده‌لوحانه» در بعد شناختی، «پشیمانی» در بعد عاطفی، «مقایسه اجتماعی» در بعد اجتماعی، و «سوگیری ناشی از مقررات دولتی» در بعد کلان، بالاترین اهمیت را از دیدگاه خبرگان کسب کردند. این پژوهش با ارائه چارچوبی تحلیلی برای شناسایی و اولویت‌بندی تورش‌های رفتاری، به مدیران بازار، تحلیل‌گران مالی و سیاست‌گذاران کمک می‌کند تا رفتارهای غیرمنطقی سرمایه‌گذاران را بهتر درک کرده و راهکارهایی برای ارتقای تصمیم‌گیری مالی در بازارهای نوظهور پیشنهاد دهند.

واژه‌های کلیدی: تورش رفتاری، سهامداران حقیقی، دلفی فازی.

۱- مقدمه

بازار سرمایه به‌عنوان یکی از ارکان کلیدی نظام مالی، نقشی اساسی در تجهیز منابع، توزیع بهینه سرمایه و جهت‌دهی نقدینگی دارد. در این بازار، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی تأثیر مستقیم بر روندها و نوسانات دارد، اما سهم بالای سرمایه‌گذاران حقیقی در معاملات روزانه، نقش آن‌ها را در پویایی و ناپایداری بازار دوچندان کرده است. رفتار سهامداران حقیقی، به‌ویژه در بازارهای نوظهور مانند ایران، تحت تأثیر عوامل روان‌شناختی، شناختی، اجتماعی و حتی شرایط اقتصادی و سیاسی قرار دارد (بهراری و همکاران، ۲۰۲۲).

یکی از مهم‌ترین عوامل انحراف در تصمیم‌گیری این گروه، تورش‌های رفتاری است. تورش‌هایی همچون اعتماد به‌نفس بیش‌ازحد که منجر به پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه و تصمیمات پرریسک می‌شود، تمایل به حفظ وضعیت موجود که مانع اصلاح پرتفوی می‌گردد، و زیان‌گریزی که سهامداران را از پذیرش ریسک‌های معقول باز می‌دارد، نمونه‌هایی از این خطاهای شناختی و احساسی هستند (مامیدالا، کوماری و سینگ، ۲۰۲۴). همچنین، تورش دسترس‌پذیری که بر اطلاعات محدود و در دسترس تأکید می‌ورزد، در محیط‌هایی با شفافیت اطلاعاتی پایین مانند ایران شدت بیشتری می‌یابد (بادولا، ساهو و ادلاخا، ۲۰۲۴؛ پاندی و جسیکا، ۲۰۱۹). تورش تأیید نیز سبب نادیده‌گرفتن اطلاعات مخالف و پافشاری بر باورهای نادرست پیشین می‌شود (پامپیان، ۲۰۱۶).

این تورش‌ها در نهایت باعث کاهش دقت تصمیم‌گیری، از بین‌رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری، و افزایش نوسانات بازار می‌شوند. از این‌رو، شناسایی و رتبه‌بندی دقیق تورش‌های رفتاری نه‌تنها در سطح تحلیل نظری اهمیت دارد، بلکه در حوزه کاربردی نیز می‌تواند ابزار مناسبی برای نهادهای نظارتی، مشاوران مالی، و خود سرمایه‌گذاران فراهم آورد. طبق یافته‌های کوانگ و همکاران (۲۰۲۴)، شناسایی ساختار ذهنی تصمیم‌گیرندگان می‌تواند مبنایی برای تدوین سیاست‌های آموزشی، تنظیمی و اصلاحی در بازار سرمایه باشد.

بر این اساس، هدف پژوهش حاضر، شناسایی و اولویت‌بندی مؤلفه‌های اصلی تورش‌های رفتاری سهامداران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رویکرد دلفی فازی است. بهره‌گیری از نظرات خبرگان بازار و تحلیل فازی، امکان اولویت‌بندی واقع‌گرایانه و علمی این تورش‌ها را فراهم می‌سازد و می‌تواند زمینه‌ساز تدوین راهکارهایی جهت بهبود تصمیم‌گیری‌های مالی، کاهش مخاطرات رفتاری، و ارتقای کارایی بازار سرمایه ایران باشد.

مبانی نظری

در دهه‌های اخیر، توجه به نقش عوامل روان‌شناختی در تصمیم‌گیری‌های مالی، رویکرد کلاسیک به نظریه‌های مالی را به چالش کشیده و منجر به شکل‌گیری حوزه‌ای نوین به نام «مالی رفتاری» شده است. این حوزه، بر خلاف فرضیه بازار کارا که رفتار سرمایه‌گذاران را عقلانی، سودمحور و اطلاعات‌محور می‌داند، تأکید دارد که تصمیم‌گیری‌های مالی در دنیای واقعی اغلب تحت تأثیر احساسات، سوگیری‌های ذهنی و خطاهای شناختی شکل می‌گیرند. به گفته بیکر، فیل‌بک و ریچاردی (۲۰۱۹)، مالی رفتاری ترکیبی از روان‌شناسی و علوم مالی است که در پی توضیح رفتارهای غیرعقلانی سرمایه‌گذاران در بازارهای واقعی است. همچنین ریکیاردی و سایمون (۲۰۲۰) مالی رفتاری را علمی می‌دانند که با بهره‌گیری از یافته‌های روان‌شناسی شناختی و اجتماعی، به درک بهتر از

انحرافات رفتاری در تصمیمات سرمایه‌گذاری کمک می‌کند. به بیان استاتمن (۲۰۱۹)، مالی رفتاری به ما کمک می‌کند درک کنیم چرا سرمایه‌گذاران اشتباه می‌کنند، چگونه این اشتباهات قابل شناسایی‌اند، و در چه شرایطی شدت می‌یابند.

بر پایه چنین نگاهی، نظریه‌هایی بنیادین در مالی رفتاری شکل گرفته‌اند که رفتار غیرعقلانی سرمایه‌گذاران را تبیین می‌کنند. یکی از اصلی‌ترین این نظریه‌ها، نظریه چشم‌انداز ارائه‌شده توسط کانمن و تورسکی است. این نظریه که تا امروز نیز مبنای بسیاری از مطالعات نوین قرار دارد، بیان می‌کند که افراد هنگام تصمیم‌گیری در شرایط ریسک، نسبت به زیان‌ها حساسیت بیشتری نسبت به سودها نشان می‌دهند و همین گرایش به «زیان‌گریزی» سبب بروز رفتارهایی محافظه‌کارانه یا پرریسک می‌شود. موکرچی و همکاران (۲۰۲۰) در مروری بر مطالعات جدید، این نظریه را یکی از اساسی‌ترین مبانی برای تبیین رفتارهای غیرمنطقی مالی معرفی کرده‌اند. نظریه دیگری که در این حوزه کاربرد زیادی دارد، نظریه اعتماد به نفس بیش‌از حد است. بر اساس این نظریه، سرمایه‌گذاران اغلب توانایی تحلیلی و دانش خود را بیش از حد واقعی ارزیابی می‌کنند و همین امر سبب می‌شود معاملات بیشتری انجام داده، ریسک‌های غیرمنطقی بپذیرند و نسبت به تغییر شرایط بازار حساسیت لازم را نداشته باشند. کومار و گوئال (۲۰۲۱) با مرور ادبیات مرتبط، نشان می‌دهند که این تورش رفتاری در میان سرمایه‌گذاران حقیقی بازارهای نوظهور مانند ایران، شیوع بالایی دارد.

همچنین، در سال‌های اخیر نقش هیجان‌ات در تصمیم‌گیری مالی بیش از پیش مورد توجه قرار گرفته است. بر اساس نظریه «واکنش‌های احساسی»، سرمایه‌گذاران ارزیابی خود از ریسک و بازده را نه بر مبنای اطلاعات عینی، بلکه متأثر از احساسات آنی و نگرش‌های ذهنی شکل می‌دهند. چن و همکاران (۲۰۲۲) در مطالعات خود نشان داده‌اند که احساسات مثبت یا منفی نسبت به یک سهم یا یک رویداد خبری می‌تواند رفتار سرمایه‌گذار را به شدت تغییر دهد، حتی اگر واقعیت‌های مالی آن تغییر نکرده باشد.

در نهایت، نظریه دنباله‌روی جمع نیز از نظریات مهم در مالی رفتاری است که توضیح می‌دهد چگونه سرمایه‌گذاران در شرایط ابهام، عدم اطمینان یا فشارهای اجتماعی، به جای تحلیل مستقل، رفتار سایرین را الگو قرار می‌دهند. کای و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهش خود به وضوح نشان می‌دهند که چنین رفتارهایی می‌تواند منجر به شکل‌گیری حباب‌های قیمتی یا سقوط‌های ناگهانی شود.

تمامی این نظریه‌ها به صورت مستقیم با مفهومی به نام «تورش‌های رفتاری» در ارتباط هستند. تورش‌های رفتاری به انحرافات سیستماتیک در قضاوت و تصمیم‌گیری اشاره دارند که در اثر شرایط روانی، شناختی یا اطلاعاتی ایجاد می‌شوند و موجب فاصله گرفتن سرمایه‌گذاران از منطق اقتصادی و تحلیل عقلایی می‌گردند. در محیط‌هایی همچون بازار سرمایه ایران که شفافیت اطلاعاتی پایین است، اخبار غیررسمی نقش پررنگی دارد و رفتارهای هیجانی شایع‌اند، بروز این تورش‌ها بسیار محتمل‌تر است. یافته‌های چن و همکاران (۲۰۲۲) و همچنین بیکر و همکاران (۲۰۱۹) نیز تأیید می‌کنند که سرمایه‌گذاران حقیقی در بازارهای نوظهور به شدت تحت تأثیر این سوگیری‌ها هستند.

در پژوهش حاضر، این تورش‌های رفتاری بر پایه نظریه‌های فوق، به‌عنوان سازه‌های نظری کلیدی مورد بررسی قرار گرفته‌اند. هدف آن است که با بهره‌گیری از دیدگاه خبرگان مالی و روش دلفی فازی، مهم‌ترین این تورش‌ها شناسایی و اولویت‌بندی شوند تا از این مسیر بتوان به شفاف‌سازی ساختار رفتاری سرمایه‌گذاران و طراحی راهکارهایی برای بهبود کیفیت تصمیم‌گیری‌های مالی در بازار سرمایه ایران دست یافت.

پیشینه پژوهش

مطالعات فراوانی در این حوزه انجام شده است که به بررسی اثر تورش‌های رفتاری بر تصمیم‌گیری مالی سرمایه‌گذاران پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش‌ها نشان می‌دهد که این تورش‌ها، چه در سطح شناختی و چه احساسی، نقشی مؤثر در انحراف از تصمیمات منطقی و شکل‌گیری نوسانات بازار دارند.

ترازودار، قاسمی و محسنی (۱۴۰۲) با بهره‌گیری از رویکرد ترکیبی کیفی-کمی و بر اساس نظریه داده‌بنیاد، مدلی جامع برای تحلیل اثرات تورش‌های شناختی و احساسی طراحی کردند. یافته‌های آنان نشان داد این تورش‌ها به‌طور مستقیم بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران تأثیرگذارند و در نهایت منجر به ناپایداری در بازار سرمایه می‌شوند. در همین راستا، منصوری‌ترشیزی (۱۴۰۲) در مطالعه‌ای میدانی و با استفاده از مدل‌سازی معادلات ساختاری، تأثیر تورش‌هایی همچون بی‌زاری از زیان، خوش‌بینی و ندامت را بر فرایندهای مالی سرمایه‌گذاران حقیقی بورس تهران بررسی کرد. نتایج حاکی از آن بود که این سوگیری‌ها اثر معنادار و مستقیمی بر تصمیم‌گیری‌های احساسی سرمایه‌گذاران دارند.

حسینی‌چگنی، حگگو و رحمانی‌نژاد (۱۳۹۳) نیز در پژوهشی با استفاده از مدل معادلات ساختاری به بررسی تأثیر تورش‌هایی همچون کوتاه‌نگری، خوش‌بینی مفرط و خوداسنادی بر رفتار سرمایه‌گذاران پرداختند و نشان دادند که این متغیرها نقش کلیدی در کاهش عقلانیت تصمیم‌گیری دارند. زینی‌وند و همکاران (۱۴۰۰) با تمرکز بر تفاوت میان سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی در استفاده از تحلیل تکنیکال، دریافتند که تورش‌های رفتاری در میان سرمایه‌گذاران حقیقی برجسته‌تر است و آن‌ها بیشتر از احساسات و اطلاعات غیرتحلیلی تأثیر می‌پذیرند.

پشوتنی‌زاده و خامه‌چی (۱۴۰۱) نیز با بهره‌گیری از روش تحلیل شبکه فازی و نظر خبرگان بازار سرمایه، موفق به شناسایی و اولویت‌بندی ۴۴ تورش رفتاری رایج شدند. نتایج آن‌ها نشان داد که تورش‌هایی چون وطن‌محوری، کوتاه‌نگری و احساس لذت از مهم‌ترین سوگیری‌ها در بازار سرمایه ایران محسوب می‌شوند. اشرفی (۱۳۹۸) در مطالعه‌ای تجربی روی مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری نشان داد که تورش‌هایی همچون لنگراندازی و اعتماد به نفس بیش از حد، به‌صورت مستقیم عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهند.

در پژوهش دیگری، قالمق و یعقوب‌نژاد (۱۳۹۵) رابطه میان سطح سواد مالی سرمایه‌گذاران و شدت بروز تورش‌های رفتاری را بررسی کردند. آن‌ها نشان دادند سرمایه‌گذارانی که دارای سواد مالی بالاتری هستند، کمتر در دام سوگیری‌هایی مانند زیان‌گریزی، نمایندگی و اعتماد به نفس بیش از حد گرفتار می‌شوند. همچنین زینی‌وند و همکاران (۱۴۰۰) با بررسی تورش‌های تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار به این نتیجه

رسیدند که خوش‌بینی مفرط، تحلیل تک‌بعدی و خودارجاعی از مهم‌ترین عوامل شکل‌گیری رفتارهای غیرمنطقی در این گروه هستند.

مطالعات بین‌المللی نیز یافته‌هایی هم‌راستا ارائه داده‌اند. برای مثال، چن و جیانگ^۱ (۲۰۱۸) با تحلیل رگرسیونی داده‌های بازار بورس چین نشان دادند که تورش‌هایی مانند بیش‌اطمینانی و رفتار گله‌ای موجب کاهش عملکرد سرمایه‌گذاری می‌شوند. بیکر و وورگلر^۲ (۲۰۱۸) نیز با استفاده از مدل‌های اقتصادی و تحلیل سری‌های زمانی، دریافتند که احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند نقش مؤثری در شکل‌گیری حباب‌های قیمتی و نوسانات بازار ایفا کند.

هافمن و شفرین^۳ (۲۰۱۹) با بررسی داده‌های سرمایه‌گذاران فردی به این نتیجه رسیدند که تکیه افراطی بر تحلیل تکنیکال، اغلب ناشی از اعتماد بیش از حد و سایر سوگیری‌های رفتاری است که می‌تواند منجر به تصمیم‌گیری‌های غیرمنطقی شود. کومار و گوپال^۴ (۲۰۱۹) در مرور سیستماتیک خود، نشان دادند که تورش‌های شناختی مانند لنگراندازی و بیش‌اطمینانی و نیز تورش‌های احساسی همچون ترس و طمع، به‌طور معناداری بر تصمیم‌گیری‌های مالی تأثیرگذارند.

ساهی و آرورا^۵ (۲۰۲۰) با استفاده از تحلیل خوشه‌ای، سرمایه‌گذاران را براساس میزان بروز تورش‌های رفتاری به گروه‌های مختلفی تقسیم‌بندی کردند و دریافتند که تورش‌هایی مانند زیان‌گریزی، خوش‌بینی افراطی و رفتار گله‌ای در میان همه گروه‌ها شایع هستند. رابانی و هی^۶ (۲۰۲۰) نیز با تحلیل داده‌های تجربی بازار بورس چین نشان دادند که تورش‌های رفتاری مانند زیان‌گریزی و نمایندگی، عملکرد مالی سرمایه‌گذاران را تضعیف می‌کنند. همچنین بیکر و نوفزینگر^۷ (۲۰۲۰) در مطالعه‌ای جامع‌تر به این نتیجه رسیدند که تورش‌های رفتاری نه‌تنها بر سرمایه‌گذاران خرد، بلکه بر تصمیم‌گیری‌های کلان‌سازمانی و سیاست‌گذاری‌های مالی نیز تأثیرگذار هستند.

با مرور پیشینه پژوهش، مشخص می‌شود که بخش عمده‌ای از مطالعات پیشین بر بررسی تأثیر تورش‌های رفتاری خاص (نظیر بیش‌اطمینانی، زیان‌گریزی، رفتار گله‌ای و خوش‌بینی مفرط) بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تمرکز داشته‌اند. اغلب این تحقیقات با رویکرد کمی یا پیمایشی انجام شده‌اند و بیشتر بر شناسایی رابطه میان متغیرها تمرکز داشته‌اند، نه بر طبقه‌بندی جامع و اولویت‌بندی نظام‌مند تورش‌ها. همچنین، بخش قابل توجهی از این پژوهش‌ها، تمرکز خود را بر سرمایه‌گذاران نهادی یا کلیت بازار معطوف داشته‌اند، نه به‌طور خاص بر رفتار سهامداران حقیقی که بخش عمده‌ای از تصمیمات روزانه بازار را به خود اختصاص می‌دهند و بیشتر در معرض واکنش‌های هیجانی قرار دارند. این پژوهش، قصد دارد با تمرکز بر سهامداران حقیقی، ابتدا طیف متنوعی از تورش‌های رفتاری رایج را با بهره‌گیری از نظر خبرگان شناسایی کرده و سپس با استفاده از رویکرد دلفی فازی، به

¹ Chen & Jiang

² Baker & Wurgler

³ Hoffmann & Shefrin

⁴ Kumar & Goyal

⁵ Sahi & Arora

⁶ Rabani & He

⁷ Baker & Nofsinger

رتبه‌بندی این تورش‌ها بر اساس اهمیت و تأثیر آن‌ها بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران پردازد. این رویکرد ترکیبی و اولویت‌بندی دقیق، تاکنون در تحقیقات داخلی کمتر مورد توجه قرار گرفته است و می‌تواند تصویری روشن‌تر از الگوهای رفتاری غالب در میان سرمایه‌گذاران خرد بازار سرمایه ایران ارائه دهد.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از نظر ماهیت و روش، توصیفی-پیمایشی و مبتنی بر رویکرد آمیخته (کیفی-کمی) است. هدف اصلی تحقیق، شناسایی و اولویت‌بندی تورش‌های رفتاری سهامداران حقیقی در بازار بورس اوراق بهادار تهران است. در همین راستا، روش تحقیق در دو مرحله اصلی انجام شده است:

در مرحله نخست (بخش کیفی)، برای استخراج شاخص‌های اولیه تورش‌های رفتاری، از روش تحلیل مضمون (تماتیک) بهره گرفته شد. داده‌های کیفی از طریق مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته با خبرگان بازار سرمایه شامل مدیران با تجربه، تحلیل‌گران مالی، مشاوران سرمایه‌گذاری و اساتید دانشگاه گردآوری شد. تحلیل داده‌ها با استفاده از فرایند کدگذاری باز، محوری و انتخابی انجام شد و نتایج حاصل، در سه سطح مضامین پایه، مضامین سازمان‌دهنده، و مضامین فراگیر دسته‌بندی شدند. این تحلیل‌ها با بهره‌گیری از نرم‌افزار نویوو (NVivo) به منظور ساختاربندی شبکه مفهومی و استخراج چارچوب نهایی انجام گرفت.

بر اساس این تحلیل‌ها، چهار دسته کلی از تورش‌های رفتاری به عنوان چارچوب مفهومی تحقیق استخراج شد:

(۱) تورش‌های شناختی

(۲) تورش‌های عاطفی

(۳) تورش‌های اجتماعی

(۴) تورش‌های کلان سیاسی-اقتصادی

در مرحله دوم (بخش کمی)، جهت اعتبارسنجی، اولویت‌بندی و وزن‌دهی به این تورش‌ها و شاخص‌های مرتبط، از روش دلفی فازی بهره گرفته شد. بدین منظور، پرسشنامه‌ای ساختارمند شامل شاخص‌های استخراج‌شده در قالب چهار بعد فوق‌طراحی گردید. هر شاخص بر اساس طیف لیکرت فازی در دو بخش اصلی مورد ارزیابی قرار گرفت:

(۱) اهمیت شاخص در وضعیت مطلوب (از ۱ تا ۵)

(۲) وضعیت فعلی شاخص در بازار ایران (از کاملاً نامطلوب تا کاملاً مطلوب)

این پرسشنامه در میان ۴۳ نفر از خبرگان بازار سرمایه که دارای حداقل مدرک کارشناسی ارشد و تجربه علمی یا عملی در حوزه مالی و سرمایه‌گذاری بودند، توزیع شد. نمونه‌گیری به صورت هدفمند و در دسترس انجام شد.

در ادامه، داده‌های حاصل از پرسشنامه با استفاده از تکنیک دلفی فازی تحلیل شد. ابتدا ارزش‌های فازی برای هر شاخص محاسبه و با استفاده از نرم‌افزار متلب دی‌فازی‌سازی گردید. سپس، اولویت‌بندی شاخص‌ها بر اساس میانگین وزن فازی نهایی انجام گرفت. به منظور بررسی پایداری نتایج و اجماع خبرگان، اختلاف مقادیر دی‌فازی در دو دور اجرای دلفی بررسی شد. در صورت کمتر بودن اختلاف از آستانه ۰.۱، اجماع بین اعضای پنل تأیید شد. این فرآیند منجر به شناسایی نهایی و رتبه‌بندی نظام‌مند تورش‌های رفتاری سهامداران حقیقی در چهار بعد اصلی

و تعیین میزان اهمیت هر شاخص شد. این نتایج می‌تواند پایه‌ای علمی برای طراحی ابزارهای آموزشی، سیاست‌های تنظیم‌گری و بهبود استراتژی‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران فراهم آورد.

تجزیه و تحلیل داده‌ها

تجزیه و تحلیل داده‌ها یافته‌های این مطالعه بر اساس تحلیل‌های کیفی و کمی، به شناسایی و اولویت‌بندی مؤلفه‌های تورش‌های رفتاری سهامداران حقیقی در بازار سرمایه ایران انجامیده است. در مرحله کیفی، ابزار اصلی گردآوری داده‌ها، مصاحبه نیمه‌ساختاریافته با خبرگان بود. جامعه آماری بخش کیفی شامل ۱۵ نفر از خبرگان و فعالان حرفه‌ای بازار سرمایه با مدرک تحصیلی کارشناسی ارشد یا بالاتر و سابقه علمی یا عملی در این حوزه بوده‌اند.

داده‌های به‌دست‌آمده پس از پیاده‌سازی، با استفاده از نرم‌افزار نوبوو نسخه ۱۲ و روش تحلیل مضمون (تماتیک) مورد بررسی قرار گرفتند. در این مرحله، ابتدا ۳۱ تورش رفتاری به‌عنوان کدهای توصیفی (مضامین پایه) استخراج شد که بر پایه ترکیبی از مرور ادبیات نظری (از جمله مطالعات پمپین، ۲۰۱۶؛ مامیدالا و همکاران، ۲۰۲۴؛ بهاری و همکاران، ۱۴۰۱) و مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته حاصل گردیدند. سپس با بهره‌گیری از کدگذاری محوری و انتخابی، این مضامین پایه در قالب مضامین سازمان‌دهنده تجمیع شدند. دسته‌بندی نهایی مضامین به چهار بُعد اصلی یا مضامین فراگیر رسید: شناختی، عاطفی، اجتماعی، و کلان سیاسی-اقتصادی. این خوشه‌بندی بر اساس هم‌پوشانی مفهومی کدها و تحلیل همبستگی معنایی بین آن‌ها و همچنین با تکیه بر چهارچوب‌های تئوریک رایج در ادبیات مالی رفتاری صورت گرفت. در جدول ۱، کدها و مضامین پایه به‌صورت فهرست شده نمایش داده شده‌اند.

جدول ۱. مضامین پایه مربوط به تورش‌های رفتاری

عنوان کد	مضامین پایه	عنوان کد	مضامین پایه
CM1	اعتماد بیش از حد	CM17	اثر تمایل
CM2	تاییدگرایی	CM18	وابستگی عاطفی
CM3	لنگر انداختن	CM19	غرور
CM4	نمایندگی	CM20	گریز از زیان
CM5	بینش پسین	CM21	حال گرایی
CM6	در دسترس بودن	CM22	مقایسه اجتماعی
CM7	حسابداری ذهنی	CM23	رفتار گله ای
CM8	خطای قمارباز	CM24	فرهنگ
CM9	تازگی	CM25	تاثیر رسانه
CM10	تنوع سازی ساده لوحانه	CM26	روایت
CM11	پشیمانی	CM27	اعتماد به افراد مرجع یا اقتدار
CM12	اثر اندوومن (مالکیت)	CM28	انطباق
CM13	وضعیت موجود	CM29	واکنش بیش از حد به رویدادهای سیاسی-اقتصادی

عنوان کد	مضامین پایه	عنوان کد	مضامین پایه
CM14	خوش بینی	CM30	سوگیری داخلی
CM15	خودکنترلی ضعیف	CM31	سوگیری ناشی از تاثیر مقررات دولتی
CM16	ترس از دست دادن فرصت		

در جدول ۲ نیز، نحوه تلفیق این مضامین در قالب خوشه‌های سازمان‌دهنده و ارتباط آن‌ها با مضامین فراگیر ارائه گردیده است. این ساختار سه‌لایه (کدهای اولیه، سازمان‌دهنده و فراگیر) مطابق با الگوی تحلیل مضمون براون و کلارک (۲۰۰۶) طراحی شده است.

جدول ۲. مضامین سازمان‌دهنده برای تورشهای رفتاری

عنوان کد	مضامین سازمان‌دهنده	مضامین پایه
MCM1	سوگیری‌های شناختی	CM1, CM2, CM3, CM4, CM5, CM6, CM7, CM8, CM9, CM10
MCM2	سوگیری‌های عاطفی	CM11, CM12, CM13, CM14, CM15, CM16, CM17, CM18, CM19, CM20, CM21
MCM3	سوگیری‌های اجتماعی	CM22, CM23, CM24, CM25, CM26, CM27, CM28
MCM4	سوگیری‌های کلان سیاسی-اقتصادی	CM29, CM30, CM31

در ادامه و بر اساس نتایج این تحلیل کیفی، پرسشنامه‌ای مبتنی بر خروجی تحلیل مضمون طراحی و برای انجام روش دلفی فازی در بخش کمی پژوهش مورد استفاده قرار گرفت. این پرسشنامه شامل ۴ بعد اصلی، ۱۳ مؤلفه سازمان‌دهنده و ۳۱ شاخص رفتاری بود که به صورت ماتریس مقایسات زوجی با اعداد فازی برای هر مؤلفه طراحی شد. در بخش کمی، برای تحلیل داده‌ها و تعیین اولویت مؤلفه‌ها، از روش دلفی فازی استفاده شد. مقادیر فازی حاصل از مقایسات زوجی توسط خبرگان، در نرم‌افزار متلب پردازش و سپس دی‌فازی‌سازی شدند. برای اعتبارسنجی پایایی نتایج، اختلاف مقادیر دی‌فازی بین دو دور اجرای دلفی با آستانه اطمینان کمتر از ۰.۱ سنجیده شد که بیانگر ثبات و پایداری نتایج نهایی بود. مقادیر میانگین فازی و مقادیر فازی زدایی شده مرحله اول و دوم در جدول ۳ و ۴ بیان شده است.

جدول ۳. میانگین فازی و مقادیر دی‌فازی شده مرحله اول دلفی فازی

عوامل	L_j	M_j	U_j	S_j	عوامل	L_j	M_j	U_j	S_j
CM1	۰/۴۳	۰/۶۸	۰/۸۷	۰/۶۶۵	CM17	۰/۵۰	۰/۷۵	۰/۹۵	۰/۷۳۶
CM2	۰/۴۲	۰/۶۷	۰/۸۷	۰/۶۵۳	CM18	۰/۴۲	۰/۶۶	۰/۸۹	۰/۶۵۸
CM3	۰/۳۹	۰/۶۴	۰/۸۵	۰/۶۳۰	CM19	۰/۴۳	۰/۶۸	۰/۹۰	۰/۶۷۱
CM4	۰/۳۶	۰/۶۰	۰/۸۱	۰/۵۸۹	CM20	۰/۴۰	۰/۶۵	۰/۸۷	۰/۶۳۹
CM5	۰/۴۱	۰/۶۵	۰/۸۹	۰/۶۵۰	CM21	۰/۴۸	۰/۷۳	۰/۸۹	۰/۷۰۸

S_j	U_j	M_j	L_j	عوامل	S_j	U_j	M_j	L_j	عوامل
۰/۷۷۳	۰/۹۴	۰/۸۰	۰/۵۶	CM22	۰/۶۱۹	۰/۸۵	۰/۶۳	۰/۳۸	CM6
۰/۶۷۱	۰/۸۸	۰/۶۹	۰/۴۴	CM23	۰/۶۸۳	۰/۹۰	۰/۶۹	۰/۴۵	CM7
۰/۷۳۵	۰/۹۳	۰/۷۶	۰/۵۱	CM24	۰/۶۴۳	۰/۸۶	۰/۶۵	۰/۴۱	CM8
۰/۷۳۴	۰/۹۲	۰/۷۶	۰/۵۱	CM25	۰/۷۰۸	۰/۹۱	۰/۷۳	۰/۴۸	CM9
۰/۷۲۴	۰/۹۳	۰/۷۴	۰/۴۹	CM26	۰/۷۳۵	۰/۹۵	۰/۷۲	۰/۵۵	CM10
۰/۶۸۴	۰/۹۰	۰/۷۰	۰/۴۵	CM27	۰/۷۱۲	۰/۸۹	۰/۷۴	۰/۴۹	CM11
۰/۶۹۴	۰/۹۰	۰/۷۱	۰/۴۶	CM28	۰/۶۹۸	۰/۸۸	۰/۷۲	۰/۴۸	CM12
۰/۶۵۵	۰/۸۵	۰/۶۷	۰/۴۳	CM29	۰/۶۸۳	۰/۸۹	۰/۶۹	۰/۴۶	CM13
۰/۶۴۰	۰/۸۵	۰/۶۵	۰/۴۱	CM30	۰/۷۳۶	۰/۹۵	۰/۷۵	۰/۵۰	CM14
۰/۶۹۵	۰/۸۹	۰/۷۲	۰/۴۷	CM31	۰/۶۷۱	۰/۹۰	۰/۶۸	۰/۴۳	CM15
					۰/۶۸۴	۰/۹۰	۰/۷۰	۰/۴۵	CM16

جدول ۴. میانگین فازی و مقادیر دی‌فازی شده مرحله دوم دلفی فازی

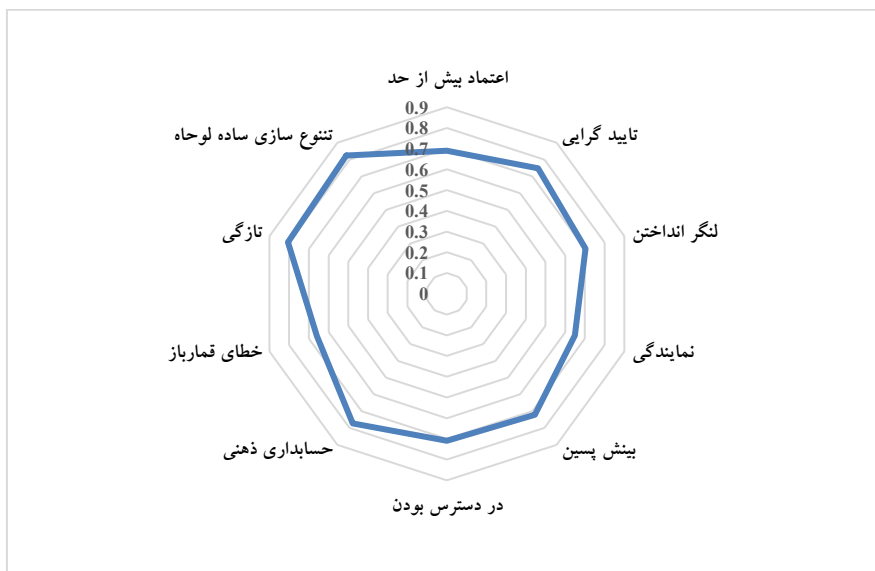
S_j	U_j	M_j	L_j	عوامل	S_j	U_j	M_j	L_j	عوامل
۰/۷۳۱	۰/۹۱	۰/۷۶	۰/۵۱	CM17	۰/۶۹۰	۰/۹۰	۰/۷۱	۰/۴۶	CM1
۰/۷۵۵	۰/۹۶	۰/۷۷	۰/۵۲	CM18	۰/۷۴۹	۰/۹۴	۰/۷	۰/۵۲	CM2
۰/۷۶۹	۰/۹۶	۰/۷۹	۰/۵۴	CM19	۰/۷۰۳	۰/۹۰	۰/۷۲	۰/۴۷	CM3
۰/۷۳۴	۰/۹۴	۰/۷۵	۰/۵۰	CM20	۰/۶۴۹	۰/۸۶	۰/۶۶	۰/۴۲	CM4
۰/۷۶۰	۰/۹۸	۰/۷۷	۰/۵۲	CM21	۰/۷۲۱	۰/۹۰	۰/۷۵	۰/۵۰	CM5
۰/۷۶۴	۰/۹۷	۰/۷۸	۰/۵۳	CM22	۰/۷۰۹	۰/۹۰	۰/۷۳	۰/۴۸	CM6
۰/۷۰۴	۰/۹۰	۰/۷۲	۰/۴۸	CM23	۰/۷۷۳	۰/۹۴	۰/۸۰	۰/۵۵	CM7
۰/۷۴۰	۰/۹۳	۰/۷۶	۰/۵۱	CM24	۰/۶۵۹	۰/۸۴	۰/۶۸	۰/۴۴	CM8
۰/۷۵۵	۰/۹۸	۰/۷۶	۰/۵۲	CM25	۰/۸۰۶	۰/۹۵	۰/۸۴	۰/۶۰	CM9
۰/۷۳۰	۰/۹۱	۰/۷۵	۰/۵۱	CM26	۰/۸۲۴	۰/۹۷	۰/۸۶	۰/۶۱	CM10
۰/۷۱۵	۰/۹۱	۰/۷۴	۰/۴۹	CM27	۰/۷۹۵	۰/۹۷	۰/۸۲	۰/۵۸	CM11
۰/۷۰۵	۰/۹۰	۰/۷۲	۰/۴۸	CM28	۰/۷۲۳	۰/۹۲	۰/۷۴	۰/۵۰	CM12
۰/۷۳۴	۰/۹۵	۰/۷۵	۰/۵۰	CM29	۰/۷۶۴	۰/۹۷	۰/۷۸	۰/۵۳	CM13
۰/۷۳۴	۰/۹۳	۰/۷۵	۰/۵۱	CM30	۰/۶۸۰	۰/۹۰	۰/۶۹	۰/۴۴	CM14
۰/۷۶۸	۰/۹۵	۰/۷۹	۰/۵۴	CM31	۰/۶۹۶	۰/۸۹	۰/۷۲	۰/۴۷	CM15
					۰/۷۷۳	۰/۹۷	۰/۷۹	۰/۵۴	CM16

پس از بررسی مرحله اول و دوم دلفی فازی، در گام بعدی به بررسی مقادیر تفاضل مقدار دی‌فازی شده مراحل اول و دوم پرداخته می‌شود. تفاضل مقادیر دی‌فازی شده برای مراحل اول و دوم باید همواره کمتر از ۰/۱ باشد تا اعتبار شاخص‌ها مورد تایید باشد. جدول ۵ مقادیر مربوطه را نشان می‌دهد.

جدول ۵. فاضل مقادیر دی‌فازی شده مراحل اول و دوم

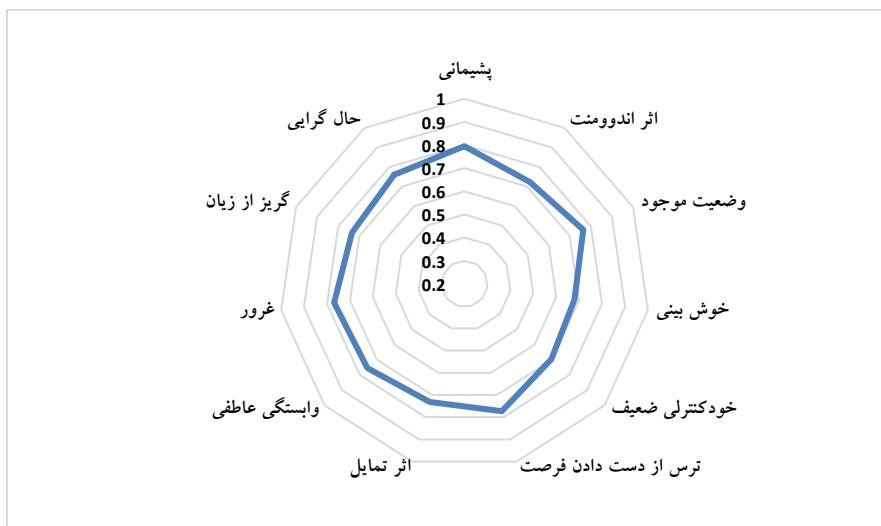
تفاضل مراحل اول و دوم دی‌فازی	مرحله دوم دی‌فازی	مرحله اول دی‌فازی	عوامل	تفاضل مراحل اول و دوم دی‌فازی	مرحله دوم دی‌فازی	مرحله اول دی‌فازی	عوامل
۰/۰۰۵	۰/۷۳۱	۰/۷۳۶	CM17	۰/۰۲۵	۰/۶۹۰	۰/۶۶۵	CM1
۰/۰۹۷	۰/۷۵۵	۰/۶۵۸	CM18	۰/۰۹۶	۰/۷۴۹	۰/۶۵۳	CM2
۰/۰۹۸	۰/۷۶۹	۰/۶۷۱	CM19	۰/۰۷۳	۰/۷۰۳	۰/۶۳۰	CM3
۰/۰۹۵	۰/۷۳۴	۰/۶۳۹	CM20	۰/۰۶۰	۰/۶۴۹	۰/۵۸۹	CM4
۰/۰۵۲	۰/۷۶۰	۰/۷۰۸	CM21	۰/۰۷۱	۰/۷۲۱	۰/۶۵۰	CM5
۰/۰۰۹	۰/۷۶۴	۰/۷۷۳	CM22	۰/۰۹۰	۰/۷۰۹	۰/۶۱۹	CM6
۰/۰۳۳	۰/۷۰۴	۰/۶۷۱	CM23	۰/۰۹۰	۰/۷۷۳	۰/۶۸۳	CM7
۰/۰۰۵	۰/۷۴۰	۰/۷۳۵	CM24	۰/۰۱۶	۰/۶۵۹	۰/۶۴۳	CM8
۰/۰۲۱	۰/۷۵۵	۰/۷۳۴	CM25	۰/۰۹۸	۰/۸۰۶	۰/۷۰۸	CM9
۰/۰۰۶	۰/۷۳۰	۰/۷۲۴	CM26	۰/۰۸۹	۰/۸۲۴	۰/۷۳۵	CM10
۰/۰۳۱	۰/۷۱۵	۰/۶۸۴	CM27	۰/۰۸۳	۰/۷۹۵	۰/۷۱۲	CM11
۰/۰۱۱	۰/۷۰۵	۰/۶۹۴	CM28	۰/۰۲۵	۰/۷۲۳	۰/۶۹۸	CM12
۰/۰۷۹	۰/۷۳۴	۰/۶۵۵	CM29	۰/۰۸۱	۰/۷۶۴	۰/۶۸۳	CM13
۰/۰۹۴	۰/۷۳۴	۰/۶۴۰	CM30	۰/۰۵۶	۰/۶۸۰	۰/۷۳۶	CM14
۰/۰۷۳	۰/۷۶۸	۰/۶۹۵	CM31	۰/۰۲۵	۰/۶۹۶	۰/۶۷۱	CM15
				۰/۰۸۹	۰/۷۷۳	۰/۶۸۴	CM16

براساس جدول فوق، حداکثر مقدار تفاضل دی‌فازی شده در مراحل اول و دوم برابر با ۰/۰۹۸ است که همواره کمتر از ۰/۱ بوده و بنابراین شاخص‌های مربوط به تورش‌های رفتاری مورد تایید می‌باشد. همچنین در گام بعدی به بررسی نمودار عنکبوتی شاخص‌های مربوط به هر کدام از ابعاد پژوهش پرداخته می‌شود.



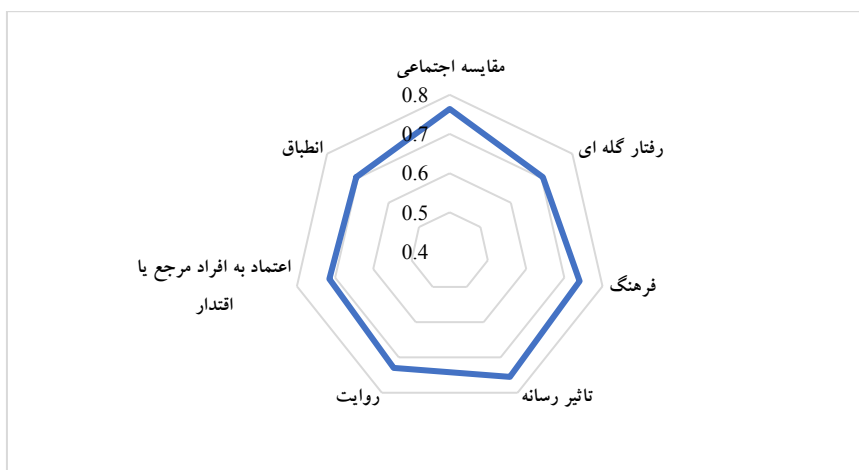
شکل ۱. شاخص‌های مربوط به متغیر سوگیری شناختی

در شکل ۱. تنوع سازی ساده لوحانه دارای بیشترین مقدار دی‌فازی بوده و متغیر نمایندگی دارای کمترین مقدار عددی فازی است.



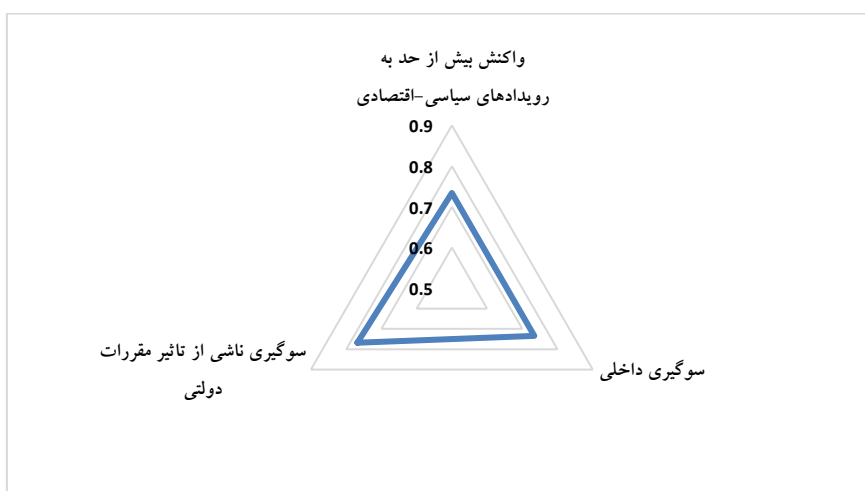
شکل ۲. شاخص‌های مربوط به متغیر سوگیری عاطفی

در شکل ۲. براساس شاخصهای مربوط به تورشهای عاطفی، عامل پشیمانی دارای بیشترین مقدار دی‌فازی بوده و متغیر خوش بینی دارای کمترین مقدار عدد دی‌فازی است.



شکل ۳. شاخص‌های مربوط به متغیر سوگیری اجتماعی

در شکل ۳. براساس شاخصهای مربوط به تورشهای اجتماعی، مقایسه اجتماعی دارای بیشترین مقدار دی‌فازی بوده و متغیر رفتار گله‌ای دارای کمترین مقدار عدد دی‌فازی است.



شکل ۴. شاخص‌های مربوط به متغیر سوگیری کلان سیاسی-اقتصادی

در شکل ۴. براساس شاخصهای مربوط به تورشهای سیاسی-اقتصادی، عامل سوگیری ناشی از تأثیر مقررات دولتی دارای بیشترین مقدار دی‌فازی بوده و دو متغیر دیگر دارای کمترین مقدار عدد دی‌فازی است. لذا این نتایج نشان داد که در بُعد شناختی، «تنوع‌سازی ساده‌لوحانه» بالاترین درجه اهمیت را دارد. در بُعد عاطفی، «پشیمانی» به‌عنوان مهم‌ترین تورش شناسایی شد. همچنین در بُعد اجتماعی، «مقایسه اجتماعی» و در بُعد کلان سیاسی-اقتصادی، «سوگیری ناشی از تأثیر مقررات دولتی» بیشترین میزان اهمیت را از دیدگاه خبرگان کسب کردند.

بحث و نتیجه‌گیری

یافته‌های این پژوهش که با هدف شناسایی و رتبه‌بندی تورش‌های رفتاری سهامداران حقیقی در بازار بورس اوراق بهادار تهران انجام شد، مبتنی بر تحلیل‌های کیفی (تحلیل مضمون) و کمی (دلفی فازی) بوده است. در مرحله کیفی، با استفاده از مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته و تحلیل مضمون به کمک نرم‌افزار «نویوو» نسخه ۱۲، ۳۱ تورش رفتاری شناسایی شد که در چهار بعد اصلی دسته‌بندی گردید: سوگیری‌های شناختی، عاطفی، اجتماعی، و کلان سیاسی-اقتصادی. این طبقه‌بندی به‌صورت ترکیبی از تحلیل داده‌های حاصل از مصاحبه‌ها و مرور نظریات مطرح در ادبیات مالی رفتاری انجام شد. تحلیل مضمون در سه سطح کدهای پایه، مضامین سازمان‌دهنده و مضامین فراگیر صورت گرفت که در آن از شاخص‌های بازخوانی، کدگذاری باز و انتخابی استفاده شد. در مرحله کمی، از تکنیک دلفی فازی برای اعتبارسنجی و اولویت‌بندی مؤلفه‌ها بهره گرفته شد. پرسشنامه‌ای بر اساس خروجی مرحله کیفی طراحی شد و در دو دور میان خبرگان توزیع گردید. تحلیل فازی و دی‌فازی‌سازی به کمک نرم‌افزار متلب انجام شد و پایداری نتایج با اختلاف کمتر از ۰.۱ میان دور اول و دوم، تأیید شد.

نتایج نشان داد که در بُعد شناختی، تورش «تنوع‌سازی ساده‌لوحانه» بالاترین وزن را داراست؛ رفتاری که موجب می‌شود سرمایه‌گذاران بدون تحلیل دقیق و صرفاً بر مبنای تنوع‌سازی ظاهری، تصمیم‌گیری کنند. سوگیری‌های شناختی نقش چشم‌گیری در شکل‌گیری تصمیم‌های نادرست مالی در میان سرمایه‌گذاران حقیقی ایفا می‌کنند. این دسته از تورش‌ها ناشی از شیوه‌های ناقص یا محدود پردازش اطلاعات در ذهن سرمایه‌گذاران هستند و اغلب منجر به قضاوت‌های سریع، شهودی و غیرتحلیلی می‌شوند. این به آن معناست که سرمایه‌گذاران گمان می‌کنند صرفاً با پخش کردن دارایی بین چند سهم مختلف، ریسک خود را به‌درستی مدیریت کرده‌اند، بدون آن که به همبستگی میان دارایی‌ها، تحلیل بنیادی یا روندهای بازار توجه داشته باشند. همچنین تورش‌هایی نظیر «اعتماد به نفس بیش از حد»، «اثر تازگی»، و «حسابداری ذهنی» در رتبه‌های بالای اولویت قرار دارند. این یافته‌ها به‌ویژه نشان می‌دهد که بسیاری از سهامداران به توان تحلیلی شخصی خود بیش از حد اعتماد داشته، تصمیم‌های خود را بر مبنای اطلاعات جدید اما کم‌اهمیت می‌گیرند و منابع مالی‌شان را به شکل ذهنی و غیرکارکردی دسته‌بندی می‌کنند. این یافته با نتایج کامرانی و نجفی (۱۴۰۱) و رستمی و حیدری (۱۳۹۹) همراستاست که به تأثیر منفی این تورش بر بازدهی پرتفوی اشاره داشته‌اند.

در بُعد عاطفی، مؤلفه احساسی به‌عنوان یکی از مهم‌ترین ابعاد تورش‌های رفتاری سهامداران حقیقی شناسایی شد که چندین زیرشاخص کلیدی را در بر می‌گیرد. در میان این شاخص‌ها، «ترس از دست دادن فرصت^۱» بالاترین وزن را به خود اختصاص داده است؛ به‌طوری‌که بسیاری از سرمایه‌گذاران به‌دلیل مشاهده رشد قیمتی یک سهم، بدون تحلیل بنیادی یا تکنیکال، به سرعت وارد معامله می‌شوند. پس از آن، شاخص «پشیمانی» در رتبه دوم قرار دارد که بازتابی از تردیدها و احساسات منفی ناشی از تصمیمات پیشین است. شاخص‌هایی مانند «اثر مالکیت» (تمایل به نگه‌داشتن سهم صرفاً به‌دلیل تعلق روانی) و «حال‌گرایی» نیز در اولویت‌های بعدی قرار گرفته‌اند و نشان می‌دهند که تصمیمات هیجانی در میان سهامداران حقیقی رایج و تأثیرگذار است. این تورش باعث اجتناب از تصمیم‌گیری در شرایطی می‌شود که احتمال پشیمانی وجود دارد. این رفتارها تحت تأثیر اثر تمایلاتی است از این رو می‌توان گفت که مؤلفه احساسی در ساختار رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی بازار سرمایه ایران نقشی محوری دارد و بدون شناخت و مدیریت این بخش از تورش‌ها، دستیابی به بهبود رفتار معاملاتی در سطح فردی و کلان دشوار خواهد بود. این یافته با مطالعات حسینی‌زاده و ناصری (۱۴۰۲) و پامپیان (۲۰۲۰) هم‌راستا است که نقش هیجانات را در فرآیند سرمایه‌گذاری پررنگ می‌دانند.

در بُعد اجتماعی، «مقایسه اجتماعی» رتبه اول را به خود اختصاص داد. سهامداران تحت تأثیر مشاهده رفتار دیگران -چه در شبکه‌های اجتماعی و چه در جمع‌های حقیقی- دست به تصمیم‌گیری می‌زنند. این موضوع نشان می‌دهد که سهامداران حقیقی بورس به‌شدت تحت تأثیر مقایسه خود با دیگر سرمایه‌گذاران هستند و تصمیم‌گیری‌هایشان غالباً بر اساس درک نسبی از عملکرد دیگران شکل می‌گیرد، نه لزوماً بر پایه تحلیل بنیادی یا تکنیکال مستقل. پس از مقایسه اجتماعی، تورش‌هایی نظیر «تأثیر رسانه»، «روایت»، و «اعتماد به افراد مرجع» در رتبه‌های بعدی قرار دارند. این ترتیب بیانگر آن است که تصمیم‌گیری مالی این گروه از سرمایه‌گذاران، نه تنها به اطلاعات بازار بلکه به روایت‌های غالب، پوشش خبری، و توصیه‌های افراد بانفوذ نیز وابسته است. این الگو با تحقیقات نوروزی و شریعتی (۱۳۹۵) و یوسفی و شهرآبادی (۱۳۸۸) مطابقت دارد که نقش رفتارهای تقلیدی و گله‌ای را بررسی کرده‌اند.

در بُعد کلان سیاسی-اقتصادی، بیشترین اهمیت به تورش «تأثیر مقررات دولتی» تعلق گرفت. مداخلات تنظیم‌گرانه و غیرقابل پیش‌بینی دولت‌ها، رفتارهای غیرمنطقی در میان سهامداران ایجاد می‌کند. این نتیجه نشان می‌دهد که سهامداران حقیقی به‌شدت تحت تأثیر تغییرات و تصمیمات سیاست‌گذارانه و مقررات‌گذاری‌های دولتی قرار دارند. در واقع، بی‌ثباتی یا پیش‌بینی‌ناپذیری در مقررات و سیاست‌های اقتصادی موجب برانگیخته شدن واکنش‌های هیجانی و تصمیم‌گیری‌های شتاب‌زده در میان این گروه از سرمایه‌گذاران می‌شود. در رتبه‌های بعدی این دسته، تورش‌هایی نظیر واکنش بیش از حد به رویدادهای سیاسی-اقتصادی و سوگیری داخلی قرار دارند. این ترتیب اولویت‌بندی نشان‌دهنده آن است که سرمایه‌گذاران نه تنها نسبت به مقررات داخلی حساس‌اند، بلکه رخدادهای کلان سیاسی و اقتصادی، اعم از داخلی و بین‌المللی، تأثیر قابل‌توجهی بر برداشت‌ها و تصمیم‌گیری‌های

^۱ FOMO

آن‌ها دارند. این واکنش‌ها گاهی در قالب نوسانات بیش از حد قیمت‌ها یا تغییر ناگهانی در حجم معاملات بروز می‌کند. پژوهش احمدی و کریمی (۱۴۰۰) نیز اثر سیاست‌گذاری‌های کلان بر بازار سرمایه را تأیید کرده‌اند. در تفسیر یافته‌ها می‌توان گفت که در بازار نوظهوری چون ایران که شفافیت اطلاعاتی پایین و عدم ثبات اقتصادی محسوس است، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بیش از حد متأثر از هیجان‌ها و سیگنال‌های محیطی است. این موضوع اهمیت ارتقای سواد مالی و آموزش سرمایه‌گذاران را دوچندان می‌سازد. براساس این نتایج، پیشنهادهای کاربردی زیر ارائه می‌شود:

- ۱) برگزاری دوره‌های تخصصی مالی رفتاری برای سرمایه‌گذاران حقیقی: با تمرکز بر شناخت خطاهای شناختی و احساسی مانند بیش‌اعتمادی، زیان‌گریزی، پشیمانی، و مقایسه اجتماعی؛
- ۲) طراحی ابزارهای تحلیل مبتنی بر هوش مصنوعی با قابلیت هشدار رفتاری: برای مثال، هشدار زمانی که سرمایه‌گذار تصمیمی هیجانی بر پایه اطلاعات ناقص یا فشار اجتماعی می‌گیرد؛
- ۳) الزام نهادهای مالی به ارائه مشاوره روان‌سنجی‌شده: با ترسیم پروفایل رفتاری مشتریان و تطبیق توصیه‌های مالی با آن‌ها؛
- ۴) افزایش شفافیت اطلاعات و مقابله با شایعات: از طریق پلتفرم‌های افشای رسمی و نظارت بر جریان‌های اطلاعاتی در فضای مجازی؛
- ۵) طراحی سامانه‌های رصد روان‌شناسی جمعی سرمایه‌گذاران: بر پایه داده‌کاوی معاملات، تحلیل واکنش‌ها به اخبار، و پیش‌بینی نوسانات هیجانی بازار؛
- ۶) بازنگری در نحوه اطلاع‌رسانی عمومی نهاد ناظر: با تمرکز بر هشدارهای ساده، تصویری و سریع برای مدیریت تورش‌هایی مانند خوش‌بینی افراطی یا رفتار گله‌ای؛
- ۷) تولید محتوای آموزشی در رسانه‌های عمومی: از جمله اینفوگرافیک، ویدئوهای کوتاه و پادکست‌هایی درباره مالی رفتاری، جهت افزایش آگاهی عمومی.

فهرست منابع

- احمدی، محمد، و کریمی، سمانه. (۱۴۰۰). تحلیل تأثیر سیاست‌های اقتصادی دولت بر بازار سرمایه ایران. *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران*، ۲۰(۱)، ۳۵-۵۶.
- اشرفی، سارا. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر تورش‌های رفتاری بر عملکرد مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری. *فصلنامه مالی رفتاری*، ۴(۲)، ۸۷-۱۰۴.
- بهراری، فاطمه، رضایی، محمد، و اکبری، الهام. (۱۴۰۱). تحلیل ابعاد روان‌شناختی سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سرمایه ایران. *مطالعات مالی و سرمایه‌گذاری*، ۱۳(۱)، ۷۵-۹۸.
- پشوتنی‌زاده، فاطمه، و خامه‌چی، مهدی. (۱۴۰۱). اولویت‌بندی تورش‌های رفتاری در بازار سرمایه ایران با استفاده از تحلیل شبکه فازی. *تحقیقات مالی رفتاری*، ۵(۲)، ۱۱۰-۱۳۵.

- ترازودار، سجاده، قاسمی، مسعود، و محسنی، احسان. (۱۴۰۲). طراحی مدل رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار بورس با رویکرد نظریه داده‌بنیاد. *پژوهش‌های مالی رفتاری*، ۶(۲)، ۲۱-۴۴.
- حسینی‌چگنی، مهدی، حقگو، زهرا، و رحمانی‌نژاد، علی. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر تورش‌های رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. *برنامه‌ریزی و بودجه*، ۱۹(۱)، ۵۹-۷۸.
- زینی‌وند، رضا، صادقی، سحر، و تیموری، محمد. (۱۴۰۰). مقایسه میزان بروز تورش‌های رفتاری در میان سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی. *پژوهش‌های مالی*، ۹(۱)، ۴۵-۶۳.
- قالمق، رضا، و یعقوب‌نژاد، علی. (۱۳۹۵). سواد مالی و نقش آن در کاهش تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار. *بررسی‌های اقتصادی ایران*، ۱۲(۲)، ۷۲-۹۱.
- کامرانی، مهدی، و نجفی، علیرضا. (۱۴۰۱). بررسی اثر تنوع‌سازی ساده‌لوحانه بر عملکرد پرتفوی سرمایه‌گذاران حقیقی. *مطالعات مالی کاربردی*، ۷(۳)، ۲۷-۴۹.
- منصوری‌ترشیزی، زهرا. (۱۴۰۲). تحلیل تأثیر سوگیری‌های شناختی و احساسی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس تهران با رویکرد معادلات ساختاری. *پژوهش‌های مالی نوین*، ۵(۱)، ۹۵-۱۱۸.
- نوروزی، حسین، و شریعتی، امیر. (۱۳۹۵). بررسی اثر رفتار گله‌ای بر نوسانات بازار سرمایه ایران. *فصلنامه اقتصاد مالی*، ۷(۴)، ۶۲-۸۵.
- یوسفی، محمد، و شهرآبادی، نسیم. (۱۳۸۸). تحلیل روان‌شناختی رفتار سرمایه‌گذاران در شرایط بحرانی بازار بورس. *رفتار مالی و سرمایه‌گذاری*، ۱(۲)، ۹-۲۸.
- Baker, H. K., Filbeck, G., & Ricciardi, V. (2019). *Financial Behavior: Players, Services, Products, and Markets*. Oxford University Press.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2018). Do investor sentiments predict stock market returns? *Journal of Financial Economics*, 86(2), 261-288. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.12.004>
- Baker, H. K., & Nofsinger, J. R. (2020). *Behavioral Finance: What Everyone Needs to Know*. Oxford University Press.
- Chen, M., & Jiang, Y. (2018). Herd behavior and overconfidence in Chinese stock markets: An empirical analysis. *Emerging Markets Finance & Trade*, 54(3), 577-592. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2017.1312091>
- Chen, Y., Zhang, J., & Xu, W. (2022). Emotional reactions and investment decision-making: The mediating role of news sentiment. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 35, 100727. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2022.100727>
- Hoffmann, A. O. I., & Shefrin, H. (2019). Technical analysis and behavioral finance. *Review of Behavioral Finance*, 11(2), 204-220. <https://doi.org/10.1108/RBF-01-2018-0010>
- Kumar, S., & Goyal, N. (2019). Behavioral biases in investment decision making—a systematic literature review. *Qualitative Research in Financial Markets*, 11(1), 88-107. <https://doi.org/10.1108/QRFM-04-2018-0058>
- Kumar, S., & Goyal, N. (2021). Overconfidence among retail investors in emerging markets: Evidence and implications. *Journal of Emerging Market Finance*, 20(3), 387-410.
- Kai, W., Wang, Z., & Liu, Y. (2020). Social influence and herding in financial markets: A computational approach. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 548, 123844.
- Mamidala, M., Kumari, S., & Singh, R. (2024). Cognitive and emotional biases in retail investor decisions: Evidence from India. *Asian Journal of Behavioral Economics and Finance*, 6(1), 14-29.

- Pandey, A., & Jessica, T. (2019). Availability bias and information asymmetry: An empirical study in low-transparency environments. *Journal of Behavioral Economics for Policy*, 3(1), 45–52.
- Pompian, M. M. (2016). *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases* (2nd ed.). Wiley.
- Ricciardi, V., & Simon, H. K. (2020). Behavioral finance: A taxonomy and review. *Managerial Finance*, 46(1), 87–101.
- Sahi, S. K., & Arora, A. (2020). Behavioral biases of individual investors: A cluster analysis approach. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 25(50), 265–284.
- Rabbani, M. R., & He, J. (2020). Behavioral finance in Chinese stock markets: Empirical evidence of loss aversion and representativeness. *Review of Behavioral Finance*, 12(2), 99–115.
- Mukherjee, A., Sen, S., & Gupta, R. (2020). Revisiting prospect theory in modern finance: Insights from emerging markets. *International Journal of Financial Studies*, 8(3), 43. <https://doi.org/10.3390/ijfs8030043>.

Identifying and ranking behavioral biases of real stock market shareholders using a fuzzy Delphi approach

Mohammad Ebrahim Raei Ezbadi

Assistant Professor, Department of Accounting and Finance, ST.C, Islamic Azad University, Tehran, Iran
(Corresponding Author)
meraei68@iau.ac.ir

Sara Jokar

MSc. of Finance, ST.C, Islamic Azad University, Tehran, Iran
psc.hosseini@gmail.com

Mehrdad Bakhtiar Dehkordi

PHD Student of Finance, ST.C, Islamic Azad University, Tehran, Iran
mehrdadbakhtiar68@gmail.com

Abstract

The behavior of real investors in the capital market is always influenced by psychological and cognitive factors that lead to irrational decisions and deviations from rational principles. In this regard, the aim of this research is to identify and rank the types of behavioral biases of real shareholders in the Tehran Stock Exchange. This research was applied and conducted with a mixed approach. The statistical population consisted of 43 capital market experts (experts, supervisors, and managers of brokerage firms) who were selected through purposeful and accessible sampling. Data collection was carried out through semi-structured interviews and a fuzzy Delphi questionnaire. The analyses led to the identification of 31 behavioral biases that were classified into four main dimensions (cognitive, emotional, social, and macro-political-economic). In the final ranking, the biases of "naive diversification" in the cognitive dimension, "regret" in the emotional dimension, "social comparison" in the social dimension, and "government regulation bias" in the macro dimension were ranked as most important by the experts. By providing an analytical framework for identifying and prioritizing behavioral biases, this research helps market managers, financial analysts, and policymakers better understand irrational investor behaviors and suggest solutions to improve financial decision-making in emerging markets.

Keywords: Behavioral bias, real shareholders, fuzzy Delphi.