

## Factors Affecting the Behavior of Investors Regarding Phenomenographical Approach

S. Morteza Ghayour Baghbani<sup>1</sup>, Omid Behboodi<sup>2</sup>

1- Assistant Professor of management Department, Faculty of Management and Accounting, Imam Reza International University  
2- PhD student of Business Management, Islamic Azad University Shahrood Branch

### Abstract

Decisions of investors in the financial markets is influenced by many factors, many of which are not justified in making rational decisions. Factors such as values, beliefs and cultural assumptions cause bias in the decision-making process that affect the behavior and decisions of the investors. The focus of this article is to provide a pattern of behavior and decision-making factors for investors with an emphasis on cultural factors. Basic assumptions are elucidated from literature review and relevant researches. The mixed method research was selected and operated in order to progress the research at the qualitative and quantitative parts. At the qualitative part, semi structured in-depth interviews were conducted with behavioral decision making experts considering phenomenography strategy. Data from the interviews were analyzed using content analysis method according to which the questionnaire was designed. At this stage, the survey strategy was conducted, and then 500 questionnaires were distributed as available sampling method and 316 completed questionnaires were collected. The data were analyzed using SPSS and Amos Graphics softwares using structural equation modeling. The results indicate that factors such as value system, locus of control, uncertainty acceptance, habit to investment and time horizon are the main components of cultural category which besides personality, cognitive and emotional biases form investor's decision making that lead to herding behavior. Despite the past researches confirmed the effect of time, data analysis showed that khorasan razavi investor's behavioral model is not affected by the time factor.

**Keywords:** Investors decision making, Cultural components, Behavioral finance biases, Cognitive biases, Emotional biases

### عوامل مؤثر در بروز رفتار سرمایه‌گذاران با رویکرد پدیدارنگاری

سید مرتضی غیور باغبانی<sup>۱\*</sup>، امید بهبودی<sup>۲</sup>

۱- استادیار گروه مدیریت دانشگاه بین المللی امام رضا (ع)، مشهد،

S.Ghayour@yahoo.com

۲- دانشجوی دکتری مدیریت بازرگانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود

Behboodi\_Omid276@yahoo.com

### چکیده

تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی از عوامل فراوانی متأثر است که بسیاری از آنها در رویکردهای عقلانی تصمیم‌گیری توجیه‌شدنی نیست. عواملی مانند نظام ارزشی، اعتقادات و پیشفرض‌های فرهنگی موجب بروز سوگیری در فرایند تصمیم‌گیری می‌شود که رفتار و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد. کانون توجه این پژوهش، شناخت عوامل رفتاری و ارائه الگوی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران با تأکید بر مؤلفه‌های فرهنگی است. فرضیه‌های مبنایی پژوهش، از مرور نظریه و پژوهش‌های مرتبط، استخراج و برای پیشبرد مراحل پژوهش، طرح پژوهش ترکیبی در بخش‌های کیفی و کمی پژوهش، انتخاب و عملیاتی می‌شود. در مرحله کیفی ضمن اتخاذ استراتژی پدیدارنگاری، مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته عمیق با خبرگان تصمیم‌گیری رفتاری انجام شد. داده‌های حاصل از مصاحبه‌ها با استفاده از روش تحلیل محتوا تحلیل و براساس آن، پرسشنامه پژوهش طراحی شد. در این قسمت با بهره‌گیری از استراتژی پیمایش، تعداد ۵۰۰ پرسشنامه به صورت نمونه‌گیری در دسترس، توزیع و ۳۱۶ پرسشنامه تکمیل و جمع‌آوری شد. داده‌های حاصل از پرسشنامه با نرم‌افزارهای SPSS و Amos Graphics و با استفاده از روش معادلات ساختاری تحلیل شد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد در مقوله فرهنگ، مؤلفه‌های نظام ارزشی، کانون کنترل، تحمل ابهام، عادت به سرمایه‌گذاری و افق زمانی در کنار مقوله‌های شخصیت، سوگیری شناختی و سوگیری عاطفی، تصمیم‌های سرمایه‌گذاران را شکل می‌دهد و موجب بروز رفتارهای توده‌وار در تصمیم‌گیری می‌شود. همچنین با وجود تأیید تأثیر مقوله زمان در سایر پژوهش‌ها، تحلیل داده‌ها نشان داد الگوی رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار خراسان رضوی متأثر از عامل زمان نیست.

**واژه‌های کلیدی:** تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، سوگیری‌های شناختی، سوگیری‌های عاطفی، سوگیری‌های مالی - رفتاری، مؤلفه‌های فرهنگی.

## مقدمه

در چندین دهه، عقلانیت کامل سرمایه‌گذاران، فرضیه اصلی بسیاری از پژوهش‌های دانشگاهی به شمار می‌رفت [۵]. در نظریات کلاسیک، رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه بر مبنای نظریه مطلوبیت اقتصادی تفسیر می‌شد [۲۲]. نظریه‌های کلاسیک بر این فرض استوارند که سرمایه‌گذاران در زمان تصمیم‌گیری به صورت کاملاً عقلایی عمل می‌کنند که این فرض با نظریه انسان اقتصادی عقلایی منطبق است. انسان اقتصادی عقلایی، کسی است که ضمن برخورداری از قوه ادراکی یک انسان سالم به صورت عاقلانه رفتار کند. رفتار عقلایی، رفتاری است مبتنی بر استفاده از عقلانیت نامحدود که به انتخاب عقلایی و تصمیم‌گیری عقلایی منتج می‌شود [۱۵]؛ اما در برخی مواقع، عوامل مختلفی باعث بروز رفتار غیرعقلایی می‌شود و نحوه تصمیم آنها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. این دسته از عوامل، عرصه ظهور علوم رفتاری در مباحث مالی را ایجاد کرده است. مالی-رفتاری، این موضوع را بررسی می‌کند که چگونه افراد، اطلاعات را گردآوری، تعبیر و پردازش می‌کنند [۲۷]. این حوزه از دانش، تأکید ویژه‌ای بر تعصبات شناختی و احساسی دارد؛ به عبارت دیگر، انسان‌ها به دلیل ترجیحاتشان (سوگیری‌های احساسی) و به دلیل بروز خطاهای شناختی (سوگیری‌های شناختی) عقلایی رفتار نمی‌کنند [۹]؛ بنابراین، امروزه شناخت فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و اتخاذ راهکارهایی برای کاهش دادن انحراف‌ها و هدایت اینگونه رفتارها، مدنظر پژوهشگران، سیاست‌گذاران و مدیران مرتبط قرار گرفته است.

## مبانی نظری

انسان اقتصادی در نظریه‌های مبتنی بر عقلانیت محض، کسی است که ضمن برخورداری از قوه ادراکی یک انسان سالم به صورت عاقلانه رفتار کند، بی‌آنکه هیچ یک از امیال او نظیر خودخواهی، حسادت، زیاده‌خواهی در وی سرکوب شده باشد. رفتار عقلایی، بیانی برای تبیین رفتار انسان اقتصادی است. وی کسی است که از ویژگی‌هایی همچون عقلانیت نامحدود، اراده نامحدود، دارنده اطلاعات کامل و انتخاب آزادانه بهره‌مند است [۲۳]. این موضوع که تصمیم‌گیران بتوانند انتخاب‌های بهینه‌ای داشته باشند به پیشفرض‌های متعددی بستگی دارد. پژوهشگران تصمیم‌گیری این مفروضات را جمع‌آوری و محدودیت‌ها را توصیف کرده‌اند. با توجه به تمایز بهینه‌سازی نتیجه و بهینه‌سازی فرایند، این معیارها به طور عمده به بهینه‌سازی فرایند تصمیم‌گیری مربوط می‌شود [۱۱]. همچنین پژوهشگران رفتاری قصد داشته‌اند نشان دهند انسان‌ها واقعاً چگونه تصمیم‌گیری می‌کنند. مبانی علوم رفتاری و روان‌شناسی، مفروضات الگوی عقلایی را یک چارچوب و انحراف از آن را در قالب سوگیری‌های تصمیم‌گیری در نظر می‌گیرد. پژوهشگران با مطالعه رفتارهای اقتصادی، مشاهده کرده‌اند فرایند تصمیم‌گیری تحت تأثیر عوامل بسیاری از جمله انگیزه، ارزش‌ها و هنجارها، قابلیت‌ها و فناوری‌های پردازش اطلاعات، نگرش‌ها در قضاوت دیگر افراد و محیط‌ها، تجربه‌های گذشته، سوگیری عاطفی، اولویت زمان و سوگیری شناختی قرار می‌گیرد. آنها همچنین نشان داده‌اند تعصبات افراد در شیوه‌ها و قابلیت‌های تصمیم‌گیری آنها تأثیرگذار است [۳۰].

عمومی ارزش‌ها به‌عنوان ارزش‌شناسی<sup>۵</sup> شناخته می‌شود. در واقع، ارزش‌شناسی، پاسخ به چند پرسش اصلی است که می‌گوید: آیا ارزش‌ها ذهنی است یا عینی، شخصی است یا غیرشخصی، در حال دگرگونی است یا همیشگی و پایدار است و سرانجام آیا سلسله‌مراتبی از ارزش‌ها وجود دارد یا خیر؟ [۲۸]. ۲- جبرباوری یا اختیارباوری: این مفهوم درحقیقت، معادل مفهوم مرکز کنترل<sup>۶</sup> است که به ادراک انسان از توانایی خود در کنترل شرایط و رویدادهای محیطی اشاره دارد. از این حیث، افراد به دو دسته افراد دارای مرکز کنترل درونی (اختیار باور) و افراد با مرکز کنترل بیرونی (جبر باوری) تقسیم می‌شوند [۲۹]. همچنین انسان‌های درون‌گرا، افراد مستعد، پرتلاش، لایق و انسان‌های برون‌گرا، کم‌تلاش، متزلزل و منفعل هستند [۲۶]. ۳- خوش‌بینی یا بدبینی: رفتار انسان‌ها مبتنی بر دو سرطیف خوش‌بینی و بدبینی بررسی شدنی است. افراد خوش‌بین معتقدند رویدادهای بد، موقتی هستند و افراد بدبین، رویدادهای منفی را پایدار می‌دانند [۱۰]. ۴- الگوی مصرف (عادت به پس‌انداز در افراد): عادت به پس‌انداز، به روحیه خطرپذیری افراد و میزان نرخ بهره از پیش تعیین شده بستگی دارد. از آنجا که در نظام مالی اسلامی، درآمد ثابت حاصل از نرخ بهره مشروعیت ندارد، مفهوم عادت به پس‌انداز در افراد به‌گونه‌ای دیگر خواهد بود؛ به‌گونه‌ای که افراد می‌توانند تنوعی از انواع دارایی‌ها داشته باشند. به علاوه دارایی‌های دیگری به‌صورت ترکیبات مشارکت در سود نیز وجود دارد که در بازده سبد دارایی‌ها می‌تواند تأثیرگذار باشد. در یک اقتصاد، تمام دارایی‌ها را برحسب میزان خطر هر یک، می‌توان درجه‌بندی کرد [۲۱]. ۵- ریسک‌پذیر یا ریسک‌گریز بودن: افراد ریسک‌گریز،

مقوله فرهنگ از جمله مباحثی است که بسیاری از پژوهشگران در حوزه‌های مختلف جامعه‌شناسی، علوم سیاسی، اقتصاد، روان‌شناسی، مدیریت و ... به آن توجه کرده‌اند. در فضای سازمانی، فرهنگ سازمانی، مجموعه‌ای از فرضیه‌های ضمنی است که به‌طور مشترک از سوی کارکنان سازمان پذیرفته‌شده و نحوه ادراک‌ها، تفکرات و واکنش‌ها نسبت به شرایط و موقعیت‌های متعدد محیطی را مشخص می‌کند [۱۶]. برای در نظر گرفتن فرهنگ‌ها به‌عنوان مجموعه محدودیت‌هایی بر عقلانیت تصمیم‌گیرندگان، باید برخی موضوعات را مد نظر قرار داد. بازرمن<sup>۱</sup> (۲۰۰۸) بیان کرد که روش‌های ابتکاری و شهودی به پردازش مؤثرتر و نیز تصمیم‌گیری منجر می‌شود [۲]. نظریه فرهنگ به‌عنوان یک شاخص مهم در بنیادهای اقتصادی، پیشینه دیرینه‌ای در پژوهش‌های ویر دارد. وبر<sup>۲</sup> (۱۹۹۱) استدلال می‌کند تغییرات فرهنگی، نقش اساسی در گسترش نظام سرمایه‌داری و نهاد‌های آن دارد. افراد دیگری مانند لال<sup>۳</sup> (۲۰۰۱) بر اهمیت فردگرایی غربی به‌عنوان توضیحی برای رشد بازارهای مالی در غرب تأکید می‌کنند [۱۸]. لوسی و داوولینگ<sup>۴</sup> (۲۰۱۴) نیز معتقدند مشخصه‌های فرهنگی به‌عنوان یک واسطه در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است و بروز رفتارهای متفاوت در بازارهای مالی به‌علت گوناگونی در اصول، مشخصه‌ها و باورهای فرهنگی است [۳].

برخی از مشخصه‌ها و رفتارهای متأثر از فرهنگ که با مرور نظریه‌ها و پژوهش‌ها مرتبط استخراج شده است، عبارتند از: ۱- نظام ارزشی حاکم بر افراد: مطالعه

1 Bazerman

2 weber

3 Lal

4 Lucey and Davling

5 Axiology

6 Locus of Control

انسان‌هایی هستند که به دنبال پرهیز از ضرر و زیان هستند و سرمایه‌گذار به‌طور متناوب، نتایج و بازخور سرمایه‌گذاری خود را ارزیابی می‌کند و نسبت به ضرر و زیان سرمایه‌گذاری در مقایسه با عایدی و منافع حاصل، حساسیت بیشتری دارد [۲۴]. ۶- حرکت‌های توده‌وار: این رفتار، شکلی از ایجاد تجربه عملی است که در آن، افراد با پیروی کردن از تصمیم‌های اکثریت، خود را با آنها منطبق می‌کنند. در این رفتار که فرد غالباً استدلال ضعیفی دارد، مواردی مانند اعتماد به نفس پایین، خطرپذیری کم، اعتماد بیش از حد به بازار و ... دیده می‌شود [۳۱]. ۷- احساس توانمندی: این مفهوم و یا اعتماد بیش از حد به خود<sup>۱</sup> باعث می‌شود افراد، خود را برتر از مجموعه بازار بدانند و تصور کنند آنچه را آنان می‌دانند افراد دیگر از آن بی‌اطلاع هستند. درحقیقت، این افراد از شنیدن زیاد خودداری می‌کنند و دامنه اطلاعاتشان نیز خیلی وسیع نیست [۲۳]. ۸- آگاهی افراد: اطلاعات از جمله عوامل مؤثر در رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار است. بانک‌های اطلاعاتی، سایت‌های مرتبط با ساز و کارهای بورس اوراق بهادار برای شفافیت اطلاعاتی، ارائه اطلاعات به‌روز به سرمایه‌گذاران و به‌طور کلی، فرهنگ تسهیم اطلاعات، از جمله موارد مؤثر در رفتار سرمایه‌گذاران است [۱۴]. ۹- رفتارهای فعالانه در مقابل رفتارهای منفعلانه، افراد از نظر رفتار اجتماعی به دو دسته فعال و انفعالی تقسیم‌شدنی هستند. افراد فعال، روحیه ریسک‌پذیری بالا دارند، خودجوش، گرم و صمیمی، جریان‌ساز، محور و کارآفرین هستند. درمقابل، افراد منفعل، افرادی تابع، ریسک‌گریز و منزوی هستند که همراه با موج حرکت می‌کنند [۱۹].

مطالعات مالی- رفتاری مبتنی بر یافته‌های علوم رفتاری به عوامل گوناگون تأثیرگذار در رفتار سرمایه‌گذاران توجه می‌کنند و نشان می‌دهد تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تنها تحت تأثیر شاخص‌های اقتصادی و عقلانیت قرار ندارد؛ مقوله‌هایی مانند فرهنگ، سوگیری‌های شناختی، عاطفی و شخصیت در رفتار سرمایه‌گذاران و نوع تصمیم‌های آنها اثر می‌گذارد و رفتار سرمایه‌گذاری آنها را هدایت می‌کند؛ از این‌رو، عرصه ظهور علوم رفتاری در مباحث مالی، رویکرد جدیدی به مطالعات بازارهای مالی است [۲۰]. پارادایم مالی- رفتاری، دیدگاه متفاوتی از رفتار انسانی مبتنی بر مبانی مثبت را برای فهم چندی رفتار انسان ارائه می‌کند [۳۳]. به اعتقاد هاگن<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) نیز سیر مباحث مالی امروزه به سمت مباحث رفتاری بوده است؛ به گونه‌ای که الگوهای رفتاری، چارچوب اصلی موضوعات مالی نوین را شکل می‌دهند [۱۳]. مالی- رفتاری، مطالعه چگونگی تفسیر افراد از اطلاعات برای اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است؛ به عبارت دیگر، مالی- رفتاری به دنبال تأثیر فرایندهای روان‌شناختی در تصمیم‌گیری است. یکی از موضوعات مهم در بحث مالی- رفتاری، مطالعات مربوط به شناسایی فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و تبیین الگوی تصمیم‌گیری آنها در شرایط عدم اطمینان است [۲۵]. اغلب مشاهده می‌شود افراد هنگام مواجهه با عدم اطمینان، نمی‌توانند یا تمایل ندارند مسائل را به‌صورت نظاممند توصیف، تمام داده‌های ضروری را ثبت و یا اینکه اطلاعات را برای ایجاد قواعد در تصمیم‌گیری‌ها ترکیب کنند. درعمل، مشاهده می‌شود افراد غالباً در تلاش برای تعیین روش انجام کار سازگار با اهداف، از مسیرهای بیشتر ذهنی (و کمتر عینی) استفاده می‌کنند؛

است. این سوگیری‌ها نه تنها تصمیم‌های سرمایه‌گذاران عادی؛ فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حرفه‌ای، مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری، تحلیلگران و مشاوران مالی را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد [۴].

سوگیری‌های احساسی با عوامل احساسی (عاطفی) و سوگیری‌های ادراکی با عوامل ادراکی به سوگیری در تصمیم‌گیری می‌انجامد. پژوهش‌های مالی-رفتاری به مجموعه وسیعی از شواهد تکیه می‌کند که بر بهینه‌نبودن تصمیم‌های افراد در شرایط مختلف تصمیم‌گیری‌های اقتصادی صحه می‌گذارد [۲۳].

### روش پژوهش

ماهیت پژوهش حاضر در ابعاد مختلف موجب اتخاذ مبنای فلسفی پراگماتیسم در پژوهش می‌شود که براساس آن، رویکرد استقرایی، مبنای انجام پژوهش قرار گرفت. نوع پژوهش از حیث رویکرد انجام ترکیبی<sup>۷</sup> بوده است که در دو مرحله کیفی (اکتشافی) و کمی (تبیینی) انجام شد [۳۲]. در بخش کیفی پژوهش، برای درک عوامل رفتاری تأثیرگذار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، از استراتژی پدیدارنگاری استفاده شد. این روش در دهه ۱۹۷۰ در دانشگاه گوتنبرگ سوئد با هدف دست‌یابی به درک عمیقی از مفاهیم متفاوت یک پدیده نزد افراد مختلف ارائه شد. پدیدارنگاری، روشی است که در حیطه پارادایم تفسیری جای دارد و اساس کار خود را بر همین تجربه‌ها و برداشت‌های متفاوت افراد از یک پدیده قرار می‌دهد و سعی در ارائه توصیف عمیقی از یک پدیده معین نزد گروه خاصی از افراد دارد. پدیدارنگاران معتقدند اگر تجربه‌ها یا مفاهیم متفاوت افراد از یک پدیده را احصا و در ساختار بزرگ‌تری آنها را به هم مرتبط کنند، تصویر و درک

بنابراین، این پرسش مطرح می‌شود که در این فضا چگونه تصمیم‌گیری درست را می‌توان الگوسازی کرد؟ [۲۵]. کانمن و تورسکی<sup>۱</sup> (۱۹۷۴) با انتقاد از الگوی عقلانیت به‌عنوان یک الگوی توصیفی برای تصمیم‌گیری در شرایط عدم اطمینان، الگوی جایگزینی به نام نظریه چشم‌انداز را معرفی می‌کنند. به اعتقاد آنها، افراد عموماً به پیامدهای محتمل در مقایسه با پیامدهای مطمئن، کمتر از حد لازم اهمیت می‌دهند. این گرایش که اثر اطمینان<sup>۲</sup> نامیده می‌شود، در موقعیت‌های انتخابی متکی بر سودهای مطمئن، به ریسک‌گریزی و در موقعیت‌های دربرگیرنده زیان‌های قطعی، به ریسک‌پذیری می‌انجامد [۱]. داگلاس<sup>۳</sup> (۲۰۱۵) بیان می‌کند در بسیاری از پیشفرض‌های اساسی در تحلیل تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تردید شده است و سرمایه‌گذاران را افرادی کاملاً عقلانی نمی‌توان در نظر گرفت که فارغ از سوگیری‌ها و تورش‌های روان‌شناختی تصمیم می‌گیرند [۸].

به اعتقاد پامپین<sup>۴</sup> (۲۰۰۶) سوگیری‌های رفتاری در دو طبقه اصلی (شناختی و احساسی) جای می‌گیرد. شناختی و احساسی که هر دو گونه قضاوت‌ها و رفتارهای غیرعقلایی<sup>۵</sup> را موجب می‌شود. برخی نویسندگان از تمایلات رفتاری با عنوان قواعد سرانگشتی یاد می‌کنند؛ در حالی که گروهی دیگر آنها را باورها، قضاوت‌ها یا ترجیحات می‌نامند. به اعتقاد هورنز<sup>۶</sup> (۲۰۱۴) سوگیری‌های رفتاری در انسان‌ها ناشی از دو دسته سوگیری‌های مبتنی بر ادراک و مبتنی بر احساس (سوگیری‌های ادراکی و احساسی) است که با شواهد تجربی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأیید شده

1 Kahneman & Tversky

2 Certainty Effect

3 Duclos

4 Pompian

5 Irrational Judgments

6 Horns

کامل تری از پدیده تجربه شده را می توانند ارائه دهند. پدیدارنگاری بر مبنای پارادایم تفسیرگرایی قرار دارد. پژوهشگران تفسیری، کار خود را با این پیشفرض آغاز می کنند که دسترسی به واقعیت (واقعیت مشخص و یا واقعیتی که به صورت اجتماعی ساخته می شود) تنها با سازه های اجتماعی نظیر زبان، خودآگاهی و معانی مشترک میسر است. پژوهشگران در این استراتژی تلاش می کنند با معانی ای که افراد به پدیده ها می دهند، آنها را درک کنند [۷]. در بخش کمی پژوهش نیز از استراتژی پیمایش با هدف تبیین و اعتبارسنجی الگوی حاصل از بخش کیفی در سطح جامعه آماری (سرمایه گذاران خراسان رضوی) استفاده شده است.

پرسش های اصلی پژوهش با محوریت چیستی عوامل رفتاری تصمیم گیری سرمایه گذاران و چگونگی ارتباط آنها در قالب گزاره های زیر است:

- عوامل رفتاری تأثیرگذار در تصمیم گیری سرمایه گذاران خراسان رضوی چیست؟

- الگوی رفتاری تصمیم گیری سرمایه گذاران خراسان رضوی به چه میزان اعتبار دارد؟

در بخش کیفی، مصاحبه های نیمه ساختاریافته عمیق، طراحی و انجام شد تا عوامل، مصادیق و مؤلفه های تأثیرگذار در رفتار سرمایه گذاران براساس مقوله های پژوهش استخراج شوند. جامعه آماری در این بخش، خبرگان بازار سرمایه شامل مدیران کارگزاری های منطقه ای، مشاوران، سیدگردانان و کارگزاران و سرمایه گذاران قدیمی و با تجربه بوده است که به صورت هدفمند انتخاب و مصاحبه شدند.

انتخاب این افراد به صورت هدفمند و براساس معیارهایی همچون حداقل پنج سال تجربه فعالیت در بورس اوراق بهادار خراسان رضوی، داشتن ارتباط مؤثر با سرمایه گذاران، داشتن ارتباط با نهادهای فعال بورس اوراق بهادار، تسلط به موضوعات علمی مرتبط با بورس اوراق بهادار، اشراف به مباحث سیاسی-اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی و جمعیت شناختی بوده است. در بخش پژوهش کمی، ضمن بهره گیری از استراتژی پیمایش، اطلاعات ضروری با استفاده از ابزار پرسشنامه محقق ساخته جمع آوری شد. جامعه آماری در این مرحله، سرمایه گذارانی بودند که معاملات خود را در استان خراسان رضوی انجام می دادند. با توجه به نامشخص بودن جامعه در این بخش، فرایند نمونه گیری به صورت غیر تصادفی و با روش نمونه گیری غیر تصادفی در دسترس انجام شد. حجم نمونه با استفاده از فرمول کوکران معادل ۲۸۷ برآورد شد که با توجه به مشخص نبودن ضریب بازگشت، تعداد پرسشنامه ها برای توزیع ۵۰۰ عدد در نظر گرفته شد و بین سهامداران مراجعه کننده به دفاتر شرکت های کارگزاری توزیع و سپس ۳۱۶ پرسشنامه معتبر جمع آوری شد. برای سنجش روایی از نظرات متخصصان رفتاری-مالی استفاده و ابهام های پرسش ها برطرف و اصلاحات لازم انجام شد. همچنین از روش تحلیل عاملی برای تقویت روایی پژوهش نیز استفاده شده است که نشان دهنده روایی زیاد عوامل است. برای تعیین پایایی از روش آلفای کرونباخ استفاده شد. نتایج پایایی و روایی در جدول زیر آمده است:

جدول (۱) بارهای عاملی و ضرایب آلفای کرونباخ

مفهوم	سنجه	بار عاملی	KMO	بارتلت	واریانس تبیین شده	$\alpha$ کرونباخ
خود بیش نگری	Q1	۰/۸۲	۰/۷۵۰	۰/۰۰۰	۶۷/۷۲۴	۰/۸۴۰
	Q2	۰/۸۰				
	Q3	۰/۸۳				
	Q4	۰/۸۵				
خود خدمتی	Q23	۰/۸۹	۰/۷۸۵	۰/۰۰۰	۶۲/۹۹۹	۰/۷۶۹
	Q24	۰/۶۸				
	Q25	۰/۸۰				
نقطه مرجع	Q14	۰/۸۷	۰/۶۷۶	۰/۰۰۰	۷۰/۵۶۸	۰/۸۵۵
	Q15	۰/۸۹				
	Q17	۰/۸۳				
	Q18	۰/۷۷				
قالبی اندیشیدن	Q5	۰/۸۱	۰/۶۷۹	۰/۰۰۰	۶۶/۱۴۷	۰/۸۰۳
	Q8	۰/۹۳				
	Q12	۰/۸۸				
	Q39	۰/۵۸				
دسترسی	Q9	۰/۹۳۵	۰/۵۰۰	۰/۰۰۰	۸۷/۳۷۲	۰/۸۴۲
	Q11	۰/۹۳۵				
توجه محدود	Q20	۰/۶۵۰	۰/۶۵۵	۰/۰۰۰	۵۱/۵۲۶	۰/۷۵۲
	Q21	۰/۸۲				
	Q22	۰/۷۹				
رفتار توده‌ار	Q40	۰/۸۸	۰/۷۹۸	۰/۰۰۰	۶۸/۰۴۸	۰/۸۴۰
	Q41	۰/۷۹				
	Q42	۰/۸۶				
	Q43	۰/۷۷				
توجه گرایبی	Q10	۰/۸۷	۰/۶۷۹	۰/۰۰۰	۷۳/۰۴۹	۰/۸۱۳
	Q29	۰/۸۲				
	Q31	۰/۸۴				
	Q32	۰/۹۰				
حسرت گریزی	Q35	۰/۷۸	۰/۶۶۱	۰/۰۰۰	۶۸/۳۶۶	۰/۷۶۶
	Q36	۰/۸۸				
	Q37	۰/۸۲				

ادامه جدول (۱) بارهای عاملی و ضرایب آلفای کرونباخ						
مفهوم	سنجه	بار عاملی	KMO	بارتلت	واریانس تبیین شده	$\alpha$ کرونباخ
زیان‌گریزی	Q33	۰/۹۲	۰/۵۰۰	۰/۰۰۰	۸۵/۰۰۸	۰/۸۱۸
	Q34	۰/۹۲				
بهینه‌بینی	Q26	۰/۷۱	۰/۷۵۰	۰/۰۰۰	۷۵/۸۱۶	۰/۷۴۶
	Q27	۰/۹۱				
	Q30	۰/۹۱				
مطمئن - مضطرب	Q44	۰/۸۰	۰/۵۸۹	۰/۰۰۰	۶۷/۰۰۷	۰/۷۵۱
	Q49	۰/۹۰				
	Q50	۰/۷۴				
محافظه‌کار - بی‌پروا	Q45	۰/۸۷	۰/۷۰۶	۰/۰۰۰	۷۲/۰۲۱	۰/۸۰۵
	Q47	۰/۸۲				
	Q48	۰/۸۶				
افق زمانی	Q46	۰/۷۱	۰/۵۰۰	۰/۰۰۰	۵۰/۴۲۱	۰/۷۰۲
	Q59	۰/۷۱				
تحمل ابهام	Q56	۰/۸۹	۰/۵۰۰	۰/۰۰۰	۷۹/۸۱۵	۰/۷۴۷
	Q57	۰/۸۹				
جبرباوری	Q51	۰/۷۲	۰/۵۰۳	۰/۰۰۰	۶۶/۶۱۸	۰/۷۳۶
	Q53	۰/۸۳				
	Q54	۰/۸۳				
نظام ارزشی	Q6	۰/۷۳	۰/۵۰۰	۰/۰۰۰	۵۲/۹۷۳	۰/۷۱۱
	Q7	۰/۷۳				

و پایایی بررسی شود. با توجه به عدد معناداری آزمون بارتلت ( $P < ۰/۰۰۵$ ) و اعداد مربوط به واریانس تبیین شده، گفتنی است مقوله‌های پرسشنامه، روایی مناسبی دارد؛ به عبارت دیگر، سازه‌های تشکیل‌دهنده مقوله‌های پژوهش، روایی زیادی دارد (روایی همگرایی). همچنین آلفای کرونباخ در تمام موارد از میزان استاندارد تعیین شده (هفت‌دهم) بیشتر است که نشان‌دهنده پایایی زیاد پرسش‌ها است.

در این قسمت، با توجه به عدد معناداری آزمون بارتلت ( $P < ۰/۰۰۵$ ) و اعداد مربوط به واریانس تبیین شده، گفتنی است پرسشنامه، روایی مناسبی دارد؛ به عبارت دیگر، سنجه‌های محقق‌ساخته در عوامل فرهنگی، روایی زیادی دارد. همچنین آلفای کرونباخ در تمام موارد از میزان استاندارد تعیین شده (هفت‌دهم) بیشتر است که نشان‌دهنده پایایی زیاد پرسش‌ها است. در سطح بالاتری، سازه‌های پرسشنامه، مقوله‌های پژوهش را تشکیل می‌دهد که باید در هر دو بعد روایی



## یافته‌ها

بخش عمده‌ای از داده‌های کیفی این پژوهش در خلال مصاحبه‌ها به دست آمده است. با توجه به پرسش‌های مصاحبه و میزان ساختاریافته‌ی مصاحبه، رویکردهای مختلفی برای تحلیل داده‌ها وجود دارد. درحقیقت، چون شیوه‌های کیفی به صورت مجزا درون بسیاری از رشته‌های علمی ظهور یافته‌اند، تعداد فنون مختلف تحلیل داده‌ها زیاد و متعدد است. مایلر و کراپ‌تری (۱۹۹۷) برای تخلص رویکردهای مختلف تحلیل داده‌های کیفی، چارچوب مفیدی ارائه کرده‌اند. آنها چهار رویکرد اصلی را پیشنهاد کردند که فنون تحلیلی، درون آنها می‌تواند طبقه‌بندی شود. رویکرد شبه‌آماري، رویکرد کدنامه‌ای، رویکرد ویرایش کردن و رویکرد غور کردن [۷]. رویکرد شبه‌آماري<sup>۱</sup>: این نوع تحلیل، داده‌های مصاحبه را به داده‌های کمی تبدیل می‌کند و آنها را به صورت آماری می‌توان تحلیل کرد. این رویکرد در فن تحلیل محتوا به بهترین وجه متجلی می‌شود. تحلیلگر محتوا، واحد مناسبی برای سنجش انتخاب می‌کند؛ نظیر کلمات، عبارت‌ها یا موضوعات و آن‌گاه هر واحد را طبقه‌بندی و تحلیل می‌کند. رویکرد کدنامه‌ای<sup>۲</sup>: در این رویکرد، متن با استفاده از یک رهنمود تحلیلی یا کتاب راهنما تحلیل می‌شود که مرکب از تعدادی از طبقه‌ها یا موضوعات مرتبط به پرسش‌های پژوهش است. این رویکرد به تحلیل محتوای کلاسیک شباهت‌هایی دارد. رویکرد ویرایش کردن<sup>۳</sup>: در این رویکرد، پژوهشگر مانند ویرایشگری وارد متن می‌شود که در بخش‌های معنی‌دار، متصدی کم و زیاد کردن کلمات یا جملات و حذف کلمات غیر ضروری در متن است. تفاسیر

حاصل از یک موضوع یا طبقه خاص همواره و پی‌درپی با داده‌های متنی اصلی مقایسه می‌شود. رویکرد غور کردن - شفاف‌سازی: در این روش، پژوهشگر خود را برای یک دوره زمانی طولانی به جای آزمودنی‌ها قرار می‌دهد و با بازاندیشی تحلیلی و شفاف‌سازی الهامی معنا، شرحی از یافته‌هایش شکل می‌دهد. در این پژوهش، تحلیل محتوای اطلاعات حاصل از مصاحبه با تحلیل محتوای کیفی با ویرایش مصاحبه‌ها، تلخیص آنها و تفسیر مفاهیم و کلمات مرتبط تحلیل انجام شده است. بدین ترتیب، قبل از ارائه الگوی مفهومی پژوهش، ابعاد حاصل از تحلیل مصاحبه‌ها عبارتند از: سوگیری ادراکی، سوگیری محاسباتی، سوگیری احساسی و فرهنگ.

انحراف‌ها، خطاها، تورش‌ها و روش‌های فردی و ابتکاری که در فرایند درک پدیده‌ها (سهام، پیشنهادهای خرید، فروش و ...) ایجاد می‌شود، بعد سوگیری ادراکی است. مؤلفه‌های این بعد عبارتند از: قالبی‌اندیشیدن یعنی نوعی استقرار ناقص که براساس آن، درک پدیده‌ها (سهام موجود در بازار) براساس شباهت‌های آنها و نادیده گرفتن تفاوت‌های منحصر به فرد هر پدیده (سهام) انجام می‌شود. دسترسی یعنی درک پدیده‌ها (سهام) براساس عوامل در دسترس سهامداران که موجب شکل‌گیری ادراک عمیق نمی‌شود. توجه محدود یعنی محدود کردن کانال‌های ادراکی به اموری که وجه تمایز، برجستگی و تازگی (نسبت به حالت قبلی خود) دارند.

### جدول (۲) مؤلفه‌های سوگیری ادراکی

مؤلفه‌ها	برخی از شواهد و مصادیق	بعد
قابلی‌اندیشیدن	توجه به جوّ صنعت، توجه به صفات مشابه، یکسان‌دانستن سهام اصل ۴۴، غلبه مشابَهت‌ها و تسری قالب‌ها، بی‌توجهی به ویژگی‌ها و تفاوت‌های خاص، تأثیرپذیری یکسان شرکت‌های موجود در قالب از عوامل محیطی	سوگیری ادراکی
دسترسی	مراجعه به منابع سهل‌الوصول و دم‌دستی، مراجعه به روند اخیر، توجه به اتفاق‌های اخیر، مراجعه به سایت‌های شناخته‌شده، توجه به نظر افراد شناخته‌شده، مراجعه به اطلاعات و تحلیل‌های در دسترس	
توجه محدود	توجه به امور جدید، متفاوت، اموری که برجستگی خاصی دارند، نوسان‌های غیرمعمول، توجه به امور از قبل شناخته‌شده، توجه به اتفاقات روزانه	

(اتکا) یعنی برآورد، تخمین و قضاوت دربارهٔ نقطهٔ مطلوب و یا نقطهٔ نامطلوب در سرمایه‌گذاری. خودبیش‌نگری یعنی قضاوت دربارهٔ اطلاعات، تحلیل و عملکرد خود به گونه‌ای که فرد خود را حرفه‌ای‌تر، مطلع‌تر و با عملکرد بهتر نسبت به دیگران می‌داند و احتمال بروز خطا را در تصمیم‌های خود کمتر در نظر می‌گیرد. خلاصهٔ نتایج در بعد سوگیری محاسباتی (قضاوتی، اسنادی) در جدول زیر ارائه شده است:

انحراف‌ها، خطاها، تورش‌ها و روش‌های فردی و ابتکاری که در فرایند قضاوت از خود، اسناد و همچنین تخمین‌های کاربردی دربارهٔ تصمیم‌ها و پدیده‌ها (سهام، پیشنهادهای خرید، فروش و ...) ایجاد می‌شود، بعد سوگیری محاسباتی است. مؤلفه‌های این بعد عبارتند از: خودخدمتی، یعنی قضاوت دربارهٔ عامل تأثیرگذار در عملکرد. سهامدار، عملکرد ضعیف خود را به عوامل بیرونی و عملکرد مطلوب خود را به عوامل درونی نسبت می‌دهد (اسناد به نفع خود). نقطهٔ مرجع

### جدول (۳) مؤلفه‌های سوگیری محاسباتی

مؤلفه‌ها	برخی از شواهد و مصادیق	بعد
خودخدمتی	انتساب موفقیت‌ها به عوامل درونی، انتساب شکست‌ها، ضعف‌ها و عملکرد نامطلوب به عوامل بیرونی، بروز خطا در اسناد	سوگیری محاسباتی (قضاوتی، اسنادی)
نقطهٔ مرجع	وابستگی به یک نقطهٔ (هدف) کمی، قضاوت براساس حجم خریداران و فروشندگان، تعیین آستانهٔ سود و زیان در قالب عدد، تعیین نقاط اتکای کمی در تصمیم‌گیری	
خودبیش‌نگری	اعتماد مفرط به تحلیل‌های فردی، قضاوت افراطی دربارهٔ سطح اطلاعات، اعتماد بیش از حد به معتبربودن شناخت، اطمینان مفرط نسبت به انتخاب	

پدیده‌ها (سهام، پیشنهادهای خرید، فروش، روند بازار و ...) ایجاد می‌شود، بعد سوگیری احساسی است. مؤلفه‌های این بعد عبارتند از: حسرت؛ یعنی احساس ندامت

انحراف‌ها، خطاها، تورش‌ها و روش‌های فردی و ابتکاری که در فرایند برچسب‌زنی احساسی دربارهٔ پیامد اقدامات، توجیه آنها و ... دربارهٔ تصمیم‌ها و

بر افزایش ریسک‌پذیری در زمانی که وضعیت قیمتی سهام از نقطه سر به سر فاصله مثبت می‌گیرد. زیان‌گریزی: یعنی تمایل نداشتن به فروش سهام در حالت زیان. بی‌تمایلی به شناسایی زیان. خوش‌بینی (بهینه‌بینی)؛ یعنی نظر مثبت درباره نتیجه و پیامد تصمیم‌گیری، روند آینده بازار سرمایه، رخدادهای پیشامدهای آینده. خلاصه نتایج در بعد سوگیری احساسی (عاطفی) در جدول زیر ارائه شده است:

و پشیمانی نسبت به نتایج تصمیم، قبل و یا بعد از اتخاذ تصمیم. این احساس ممکن است مبتنی بر تجربه‌های قبلی، احتمالات پیش رو و ازدست‌دادن موقعیت‌های بهتر شکل گیرد. توجه‌گرایی؛ یعنی تمایلی احساسی مبتنی بر توجه تصمیم با تعبیر، تفسیر و مصادره به مطلوب به نفع خود، نپذیرفتن اطلاعات منفی و تردید نسبت به صحت و سقم آنها، بیان استدلال‌های تأییدی و ... ریسک‌پذیری فزاینده؛ یعنی تمایلی احساسی مبنی

#### جدول (۴) مؤلفه‌های سوگیری احساسی

مؤلفه‌ها	برخی از شواهد و مصادیق	بعد
حسرت	احساس ندامت و پشیمانی قبل و یا بعد از تصمیم، حسرت نسبت به ازدست‌دادن موقعیت‌های بهتر، پشیمانی واقعی و یا احتمالی نسبت به نتایج، حسرت برای نقدناشوندگی سهام، حسرت برای عقب‌ماندن از روند بازار	سوگیری احساسی (عاطفی)
توجه‌گرایی	تمایلی درونی در باره توجه تصمیم‌ها، نپذیرفتن اطلاعات منفی، تردید به اطلاعات متضاد با تصمیم، تمایل به کسب اطلاعات تأییدی، ارائه تحلیل‌های سوگیرانه به نفع خود	
ریسک‌پذیری فزاینده	احساس خطر کمتر، نارضایتی کمتر به ریسک در شرایط مطلوب قیمتی، حساس نبودن به نوسان‌های قیمتی بعد از روند مثبت آن، افزایش آستانه پذیرش ریسک در موقعیت‌های سود	
زیان‌گریزی	احساس منفی (بی‌میلی) به شناسایی زیان فروش نداشتن تا نقطه سر به سر، احساس رنج بیشتر به از دست‌دادن یک ریال در مقایسه با لذت کسب یک ریال، انتظار افزایش قیمت‌ها و خروج از زیان، اولویت اول حفظ سرمایه، اولویت دوم کسب سود	
خوش‌بینی (بهینه‌بینی)	نگرش مثبت به آینده بورس اوراق بهادار، نگرش مثبت درباره نتایج و پیامدهای تصمیم، نگرش مثبت درباره فعالیت‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاری، خوش‌بینی درباره امکان کسب موفقیت	

سرمایه‌گذاری در برابر مصرف‌گرایی. نظام ارزشی؛ یعنی اعتقاد افراد نسبت به انطباق تصمیم‌های خود با موازین ارزشی از قبیل مذهب، هنجارهای ارزشمند اقتصادی و ... خلاصه نتایج در بعد عوامل فرهنگی در جدول زیر ارائه شده است:

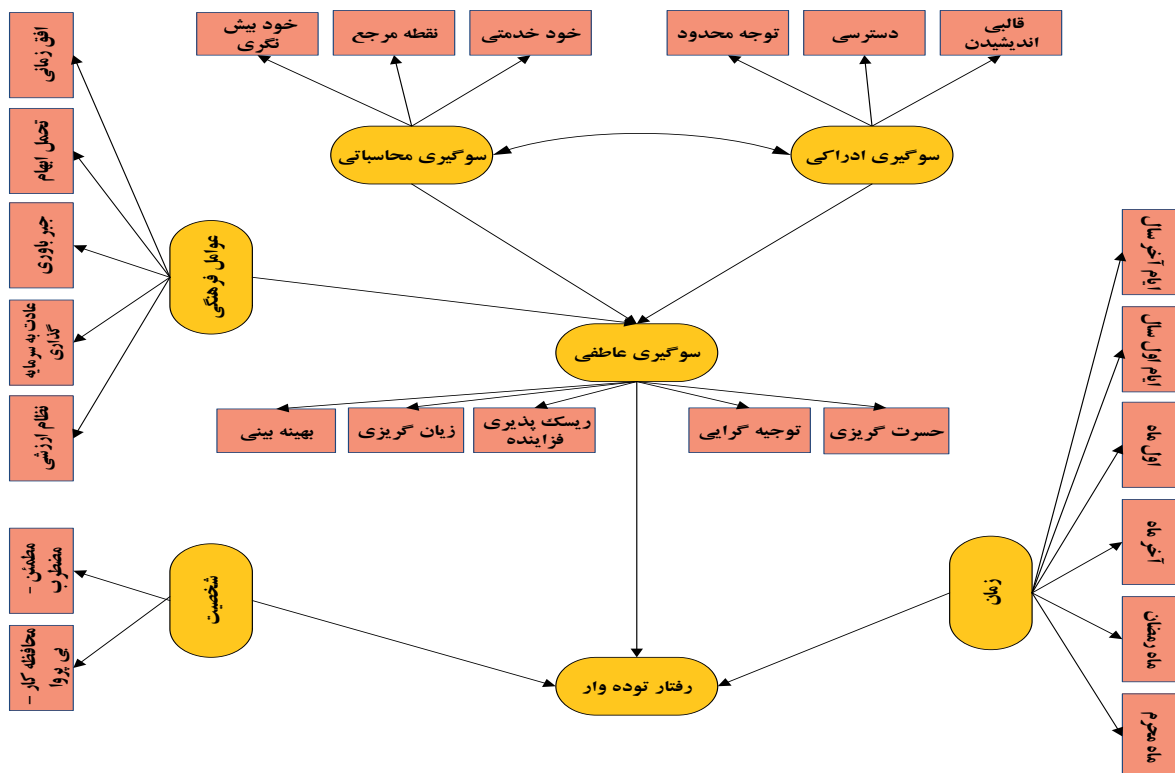
کانون کنترل (میزان جبر باوری): یعنی اعتقاد به تأثیرگذاری عوامل درونی در اتفاقات رخ داده یا تسلط و تأثیرپذیری از عوامل بیرونی در نتایج ایجاد شده. تحمل ابهام؛ یعنی میزان استقبال از شرایط و نتایج مبهم و غیر معلوم. عادت به سرمایه‌گذاری؛ یعنی میزان عادت افراد نسبت به اختصاص منابع مالی به امور

### جدول (۵) مؤلفه‌های فرهنگ

بعد	مؤلفه‌ها	برخی از شواهد و مصادیق
عوامل فرهنگی	نگاه کوتاه‌مدت و بلندمدت (افق زمانی)	مدت‌زمان نگهداری سهام، مشخص شدن نتیجه تصمیم در روزهای ابتدایی، خرید و فروش‌های مکرر
	تحمل ابهام	اخذ تصمیم بعد از بررسی جامع، یافتن نظم و توالی امور، بی‌میلی به مواجهه با موضوعات و مسائل پیچیده
	جبرباوری (کانون کنترل)	اعتقاد به تأثیر بخت و اقبال، بی‌اعتقادی به تأثیر دانش و تحلیل، نبود امکان برنامه‌ریزی برای آینده، مقهور عوامل بیرونی بودن، یکسان‌بودن عملکرد مبتدیان و افراد حرفه‌ای، منسوب‌نبودن موفقیت‌ها و شکست‌ها به عملکرد فردی
	عادت به سرمایه‌گذاری	برنامه‌ریزی منظم تخصیص منابع مالی، مصرف‌نکردن منابع مازاد، بی‌میلی به مصارف روزمره و تمایل به سرمایه‌گذاری
	نظام ارزشی	ارزشمندبودن سرمایه‌گذاری، تمایل به امور اقتصادی مطلوب، انطباق تصمیم با دستورات دینی، اعتقاد به مغایر‌بودن سازوکارهای معاملات با دستورات شرعی

در بخش کمی، تعداد ۵۰۰ پرسشنامه به‌طور تصادفی بین سرمایه‌گذاران مراجعه‌کننده به دفاتر شرکت‌های کارگزاری توزیع و تعداد ۳۱۶ پرسشنامه تکمیل و بازگردانده شد. آمار توصیفی پژوهش نشان می‌دهد ۱۹ نفر از پاسخگویان (۶ درصد) زن و ۲۹۷ نفر (۹۴ درصد) مرد بوده‌اند. میانگین سنی پاسخگویان برابر با ۴۲ سال با انحراف معیار ۱۰/۴ و میانگین سابقه فعالیت آنها در بورس اوراق بهادار برابر با ۴ سال با انحراف معیار ۱/۸ بوده است. میزان تحصیلات دیپلم و زیر دیپلم ۷۶ نفر (۲۴/۱ درصد)، فوق دیپلم ۵۸ نفر (۱۸/۴

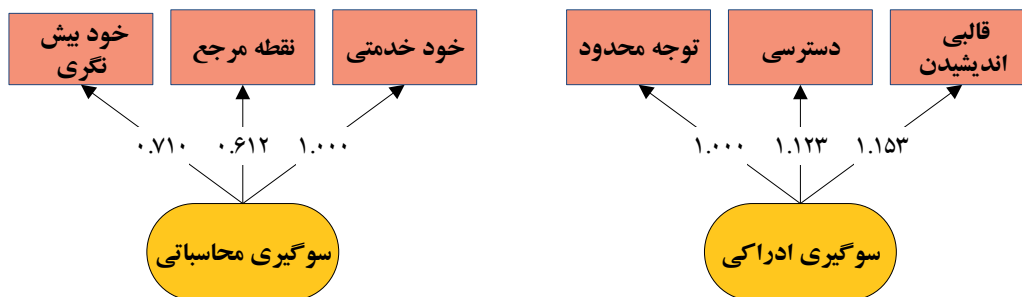
درصد)، کارشناسی ۱۱۴ نفر (۳۶/۱ درصد)، کارشناسی ارشد ۶۳ نفر (۱۹/۹ درصد) و دکترا ۵ نفر (۱/۶ درصد) بوده است. در این پژوهش، روابط علی و معلولی بین متغیرهای مشاهده‌شده و مکنون (اندازه‌گیری‌نشده) بررسی می‌شود. همچنین علاوه بر بررسی رابطه علی و معلولی، مطابق نمودار زیر، برآورد ضرایب مسیر هر یک از مسیرها نیز محاسبه می‌شود. الگوی رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران براساس فرضیه‌های پژوهش و نتایج مصاحبه‌ها به‌صورت زیر است که باید برآزش آن بررسی شود.



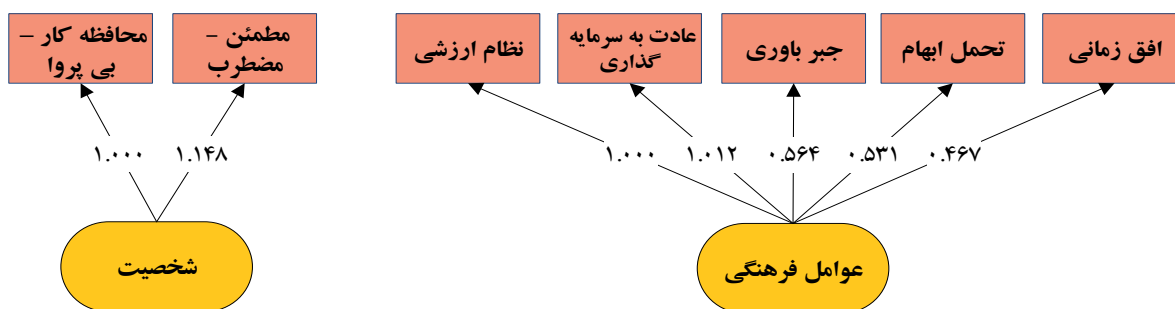
شکل (۱) رابطه متغیرهای مشاهده شده و مکنون

فرهنگ و شخصیت، سوگیری عاطفی و عامل زمان است.

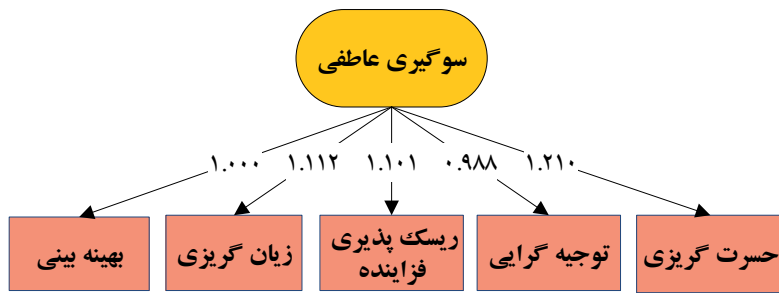
شکل های زیر، برآورد پارامترهای الگوهای برازش شده در سوگیری ادراکی و محاسباتی، عوامل



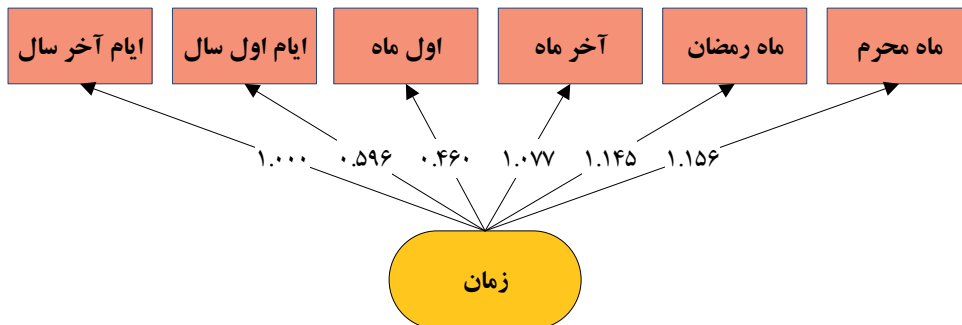
شکل (۲) پارامترهای برازش شده سوگیری ادراکی و محاسباتی



شکل (۳) پارامترهای برازش شده عوامل فرهنگی و شخصیت



شکل (۴) پارامترهای برازش شده سوگیری عاطفی



شکل (۵) پارامترهای برازش شده مربوط به زمان

مسیر همانند رگرسیون پس رو (Backward) عمل می‌شود که در آن تمامی متغیرها وارد الگو می‌شوند و متغیرهایی که معنادار نیستند از الگوی مسیر برازش شده به داده‌ها خارج می‌شوند و این عمل تا زمانی ادامه می‌یابد که تمامی متغیرهای موجود در الگوی تحلیل مسیر معنادار باشند. در اینجا فقط متغیر «زمان» معنادار نیست و پس از حذف این متغیر، مسیرهای معنادار و برآورد ضرایب مسیر در جدول زیر آمده است.

با توجه به اینکه تمامی مقادیر احتمال از سطح معنی‌داری آزمون یعنی ۰/۰۵ کمتر بوده است؛ بنابراین معنی‌دار هستند؛ به عبارت دیگر، مؤلفه‌های سوگیری ادراکی و محاسباتی، عامل فرهنگ و شخصیت، سوگیری عاطفی و عامل زمان، تبیین‌کننده این سازه‌های خود هستند.

در این مرحله، بررسی روابط علی و معلولی بین متغیرهای مکنون انجام می‌شود. برای اجرای تحلیل

جدول (۶) تحلیل مسیرهای معنادار

مقدار احتمال	نسبت بحرانی	خطای استاندارد	ضریب	مسیر	
				عاطفی	ادراکی
0/024	2/255	0/063	0/142	<---	عاطفی
0/024	2/256	0/047	0/107	<---	محاسباتی
0/005	2/825	0/059	0/167	<---	فرهنگ
0/000	7/017	0/075	0/524	<---	عاطفی
0/034	-2/123	0/052	-0/11	<---	شخصیت

است. به طور معمول، این معیار هر قدر کوچک تر باشد، برازش بهتر را نشان می دهد. شاخص نیکویی برازش<sup>۳</sup> تحت تأثیر حجم نمونه است و عدد یک، نشانه برازندگی کامل داده ها با الگو و صفر، نشانه عدم برازندگی است. هر چه این مقدار به یک نزدیک تر باشد، نیکویی برازش الگو بیشتر است. شاخص تعدیل شده نیکویی برازش<sup>۴</sup> نسبت به حجم نمونه و درجات آزادی، معیار شاخص نیکویی برازش را تعدیل می کند. این شاخص نیز از صفر تا یک متغیر است و مقادیر نزدیک به یک نشان دهنده نیکویی برازش الگو است. علاوه بر این شاخص ها، چون شاخص های برازندگی متعددی وجود دارد که با آنها برازش را می توان محاسبه کرد، برازش باید همزمان از منظر مشخصه های چندگانه برازندگی ارزشیابی شود. در جدول زیر، نتایج برازش الگو با شاخص های مختلف ارائه شده است. آماره های به دست آمده نشان می دهد الگوی نهایی از نظر شاخص های برازش پذیرفتنی و کارا است.

پس از برازش تحلیل مسیر و برآورد ضرایب مسیر نیاز است کارایی الگوی برازش شده به داده ها ارزیابی شود. بدین منظور، از دو دسته شاخص، شاخص های مطلق و شاخص های نسبی استفاده و برازندگی الگوی برازش شده به داده ها بررسی می شود. شاخص های مطلق، این موضوع را بررسی می کند که آیا واریانس خطا یا پراکندگی تبیین نشده پس از برازش الگو در خور توجه است و شاخص های نسبی به این پرسش پاسخ می دهد که الگوی برازش شده به داده ها با توجه به سایر الگوها از لحاظ تبیین پراکندگی با الگو تا چه حد خوب عمل می کند. شاخص ریشه خطای میانگین مجذورات تقریب<sup>۱</sup>، مبتنی بر پارامتر غیر مرکزی است. برای این شاخص، فاصله اعتماد را می توان محاسبه کرد. ایدئال آن است که حد پایین فاصله اعتماد نزدیک به صفر باشد و حد بالایی آن خیلی بزرگ نباشد. شاخص ریشه مجذور میانگین باقیمانده<sup>۲</sup>، معیاری برای اندازه گیری متوسط باقیمانده ها است و تنها در ارتباط با اندازه واریانس ها و کوواریانس ها تفسیر شدنی

جدول (۷) شاخص های برازش مطلق، نسبی و مقتصد

مقدار آماره	نام شاخص	نوع شاخص
۰/۰۷۴	ریشه میانگین مربعات باقیمانده RMSR	شاخص های مطلق
۰/۹۰	شاخص نیکویی برازش GFI	
۰/۸۷	شاخص تعدیل شده نیکویی برازش AGFI	
۰/۸۸	شاخص برازش نرمال NFI	شاخص های نسبی
۰/۸۶	شاخص برازش نسبی بولن BRFI	
۰/۹۳	شاخص برازش تطبیقی CFI	
۰/۰۶	ریشه خطای میانگین مربعات برآورد شده RMSEA	شاخص های مقتصد
۰/۷۲	شاخص نیکویی برازش مقتصد PGFI	

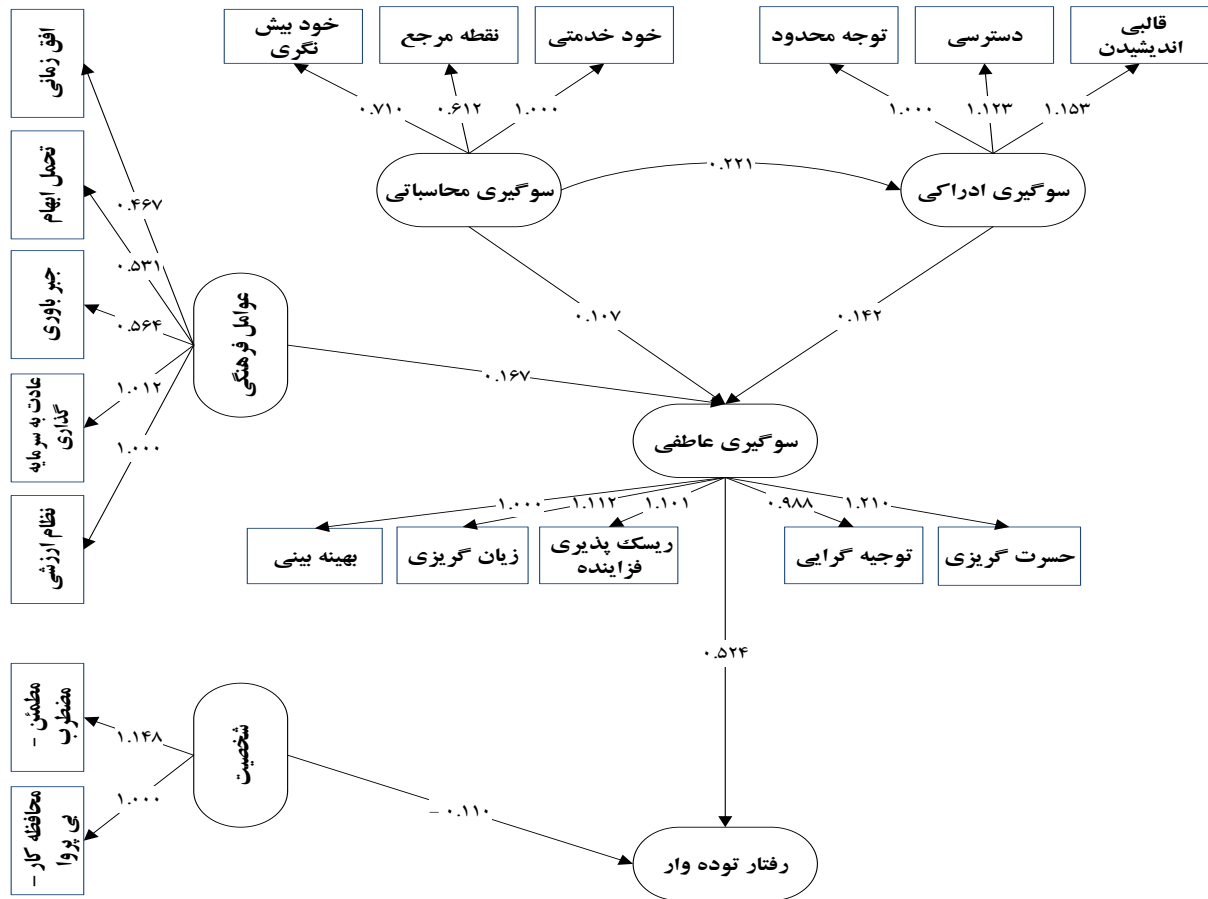
1 Root Mean Square Error of Approximation (RMSEA)

2 Root Mean Square Residual (RMSR)

3 Goodness of Fit Index (GFI)

4 Adjusted Goodness of Fit Index (AGFI)

شکل زیر، نمایی نهایی از کل تحلیل‌های علی - به‌خوبی نشان می‌دهد چه روابطی بین متغیرهای پژوهش معلولی بین متغیرهای موجود در این پژوهش است و وجود دارد.



شکل (۶) الگوی نهایی پژوهش

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

که در بعد اول، مؤلفه‌های قالبی اندیشیدن، دسترسی و توجه محدود و در بعد دوم، مؤلفه‌های نقطه اتکا، خودبیش‌نگری و خودخدمتی شناسایی شد. تحلیل کیفی مصاحبه‌ها نشان‌دهنده وجود مؤلفه‌های حسرت، توجه‌گرایی، زیان‌گریزی، ریسک‌پذیری فزاینده و خوش‌بینی، در بعد سوگیری عاطفی و مؤلفه‌های عادت به سرمایه‌گذاری، نظام ارزشی، افق زمانی کوتاه‌مدت و بلندمدت، تحمل ابهام و کانون کنترل (میزان جبر باوری) در بعد فرهنگی بود. همچنین مصادیق شناسایی شده درباره زمان که از دید خبرگان در

مرور مبنای مرتبط و پیشینه پژوهش موجب اتخاذ مفروضات مبنایی پژوهش و شناسایی مقوله‌های (ابعاد) اصلی تأثیرگذار در رفتار سرمایه‌گذاران در قالب سوگیری‌های شناختی، سوگیری‌های احساسی (عاطفی)، فرهنگ، زمان و شخصیت شده است. درباره مؤلفه‌های شخصیت از دو بعد شخصیت مطمئن - مضطرب و محافظه‌کار - جسور (که در پژوهش‌های مرتبط با بازار سرمایه ارائه شده است) استفاده شد. درباره مقوله سوگیری ادراکی، دو بعد سوگیری ادراکی و سوگیری محاسباتی (قضاوتی) شناسایی شد



پذیرش ریسک تمایل ندارند و در نتیجه، این شرکت‌ها در درازمدت، نرخ رشد کمتری را تجربه می‌کنند [۶]. در مصاحبه‌های انجام‌شده، خبرگان نیز اذعان کرده‌اند که ورود سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه مطابق موازین مذهب است و متشرعان با رضایت خاطر از حلیت فعالیت در بازار سرمایه، سرمایه خود را در این فضا وارد می‌کنند (در حالی که این اعتقاد درباره نظام بانکی وجود ندارد). همچنین نتایج پژوهش، یافته‌های لاپرتا و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۰) را تأیید نمی‌کند. آنها بیان کرده‌اند که کشورها با مذاهب مسلط‌تر، تمایل دارند مؤسسات کارآمد کمتری داشته باشند. عادت به پس‌انداز و پرهیز از مصرف‌گرایی که به‌عنوان یک ویژگی در فرهنگ و مبتنی بر تعالیم دینی از آن در مصاحبه‌ها یاد شده است، مؤید نتایج گویسو و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۹) است که بیان می‌کند: مذهب، نقش مهمی در جهت‌گیری پس‌انداز گروه‌های گوناگون ایفا و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری را هدایت می‌کند. در رویکرد دوم براساس نتایج حاصل از مصاحبه، مباحث مالی-رفتاری و ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران، مقوله فرهنگ در قالب الگوی رفتاری سرمایه‌گذاران بررسی شد. نکته در خور توجه در هر دو رویکرد این است که در نهایت، عوامل شناسایی‌شده مشترکی تأیید شد. نتایج نشان می‌دهد مؤلفه‌های یکسانی در هر دو رویکرد وجود دارد که در رویکرد قیاسی براساس تقلیل‌گرایی شرایط طبیعی مدنظر قرار نگرفته و تمام آن در قالب مقوله فرهنگ جای گرفته است؛ اما در رویکرد دوم با توجه به شرایط طبیعی موقعیت، مؤلفه‌های مشابه با رویکرد اول، در قالب سازه‌های مرتبط از قبیل شخصیت، سوگیری‌های عاطفی و خود مقوله فرهنگ جای گرفته است. درباره رابطه

تصمیم‌های سرمایه‌گذاران تأثیرگذارند عبارتند از: ابتدا و انتهای سال، اول و آخر ماه، مناسبت‌های مذهبی در ماه‌های محرم و رمضان. نام‌گذاری ابعاد با توجه به مفاهیم اشاره‌شده در توضیحات مصاحبه‌شوندگان (مثلاً خوش‌بینی، زیان‌گریزی، توجیه‌گرایی، حسرت و ...) و دانش نظری پژوهشگر مبتنی بر نظریات موجود (مانند قالبی‌اندیشیدن، توجه محدود، خود خدمتی، کانون کنترل، تحمل ابهام، نظام ارزشی و ...) انجام گرفت. در ادامه، مؤلفه‌های شناسایی‌شده از داده‌های ارائه‌شده در مصاحبه‌ها که به همراه مقوله‌های حاصل از مرور مبانی موضوع مبنای طراحی پرسشنامه قرار گرفته است به‌طور تفصیلی بررسی خواهند شد. درباره مقوله فرهنگ، به دلیل اهمیت این موضوع، دو رویکرد قیاسی (مبتنی بر نظریات) و استقرایی (مبتنی بر واقعیت موجود) درباره شناسایی آن مدنظر قرار گرفت. در رویکرد قیاسی، با استفاده از بررسی نظریه‌های مرتبط، مؤلفه‌های فرهنگی شناسایی و به‌طور مستقل از شرایط پژوهش و سایر ابعاد آزموده شد. مؤلفه‌های مدنظر در سه دسته ارزش‌ها، امکانات و رفتارها به ترتیب با بارهای عاملی ۰/۸۶، ۰/۵۵، و ۰/۸۱ جای گرفته‌اند. مقدار شاخص‌های تناسب در این رویکرد برابر ۰/۷۶ است که تناسب یافته‌ها را نشان می‌دهد. همچنین نتایج نشان می‌دهد بین ارزش‌ها با امکانات و رفتارها به ترتیب، مقدار ۰/۴۷ و ۰/۷ و بین امکانات با رفتار، مقدار ۰/۴۴ همبستگی وجود دارد. درباره فرهنگ، چوی و تیمن<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) بیان می‌کنند فرهنگ در استراتژی‌های تجارت تأثیر می‌گذارد. بعضی از فرهنگ‌ها نسبت به فرهنگ‌های دیگر با ریسک‌پذیری بیشتری سازگار هستند. همچنین بیان می‌کنند که شرکت‌های فعال در کشورهایی که مذهب در آنها نفوذ بیشتری دارد، به

2 La Porta and et al

3 Guiso

1 Chui and Titman

و مهارت تحلیلی سرمایه‌گذاران حقیقی به‌عنوان یک الزام ساختاری در نهادهای فعال بازار سرمایه به‌ویژه شرکت‌های کارگزاری به‌عنوان حلقه واسط سرمایه‌گذاران، صندوق‌های سرمایه‌گذاری غیرمستقیم و شرکت‌های سرمایه‌گذاری ایجاد شود. فعال کردن واحد مشاوره سرمایه‌گذاری با هدف ارائه اطلاعات و تحلیل‌های معتبر به سرمایه‌گذاران موجب می‌شود مراجعات سرمایه‌گذاران به شنیده‌ها، شایعات و مطالب غیرموثق، عوامل در دسترس و قالب‌های از پیش تعیین شده کاهش یابد. کارشناسانی که در این واحد مشغول فعالیت می‌شوند، علاوه بر علوم مالی باید با علوم رفتاری نیز آشنایی نسبی داشته باشند که تناسب ارائه اطلاعات و تحلیل‌ها را با گستره متنوع سرمایه‌گذاران در نظر بگیرند؛ بنابراین ضروری است کارگزاران به‌عنوان حلقه واسط سرمایه‌گذاران و بازار بورس اوراق بهادار و سایر فعالان بازار سرمایه با مباحثی از قبیل روان‌شناسی سرمایه‌گذاران، سوگیری‌ها و ... آشنا شوند تا در جایگاه مشاوره سرمایه‌گذاری، عملکرد مطلوبی داشته باشند.

در قسمت اول پژوهش، عوامل رفتاری شناسایی شده، در واقع، پاسخ‌هایی به پرسش‌هایی از جنس چیستی و در قسمت اعتبارسنجی الگو، نتایج حاصل، پاسخ‌هایی به پرسش‌هایی از قبیل چگونگی بود که هر دو خود را در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران نشان می‌دهند؛ اما موضوعی که برای پژوهش‌های آینده پیشنهاد می‌شود این است که نسبت به کیفیت تصمیم‌های سرمایه‌گذاران پژوهشی انجام شود تا مؤلفه‌های سنجش کیفیت تصمیم‌ها با وجود سوگیری‌ها و انحراف از رفتار عقلایی شناسایی شود؛ به عبارت دیگر، پژوهش پیشنهادی باید با اتخاذ رویکرد نتیجه‌گرایی در تصمیم‌های سرمایه‌گذاران، تعریف

سوگیری‌ها، مطالعات بررسی شده در حوزه مالی - رفتاری، رابطه سوگیری‌ها و تقدم و تأخر آنها را بررسی نکرده‌اند. مطالعات مالی - رفتاری در قسمت سوگیری‌ها صرفاً به برشمردن و بیان آثار آنها بر تصمیم‌ها تمرکز کرده‌اند؛ اما در این پژوهش، بعد از شناسایی مؤلفه‌های تأثیرگذار در مقوله‌های سوگیری ادراکی - قضاوتی (شناختی) و عاطفی، رابطه آنها با یکدیگر و همچنین مسیر تأثیر آنها تا سوگیری رفتار تبیین شد. نتیجه پژوهش نشان می‌دهد سوگیری‌های شناختی، بر سوگیری‌های عاطفی مقدم هستند. توضیح اینکه: سرمایه‌گذار در ابتدا باید نسبت به یک موضوع، پدیده، رخداد و ... ادراکی داشته باشد تا در مرحله بعد، بعدی عاطفی را به آن بتواند منتسب کند. با مراجعه به نظریه‌های روان‌شناسی، نتایج حاصل در پژوهش، مؤید نظریه ساخت‌واره در مقابل خلق است. در نظریه ساخت‌واره، تقدم شناخت بر عاطفه و احساس مطرح می‌شود که علت اصلی سوگیری‌ها را مقوله‌های شناختی در نظر می‌گیرد. در سوی دیگر، بنا بر نظریه خلق، احساس و عاطفه بر شناخت مقدم است.

نتایج پژوهش، نشان‌دهنده تقدم شناخت بر عواطف و احساسات است که شواهد موجود درباره سوگیری‌های سرمایه‌گذاران خراسان رضوی در این دو بخش، مؤید نظریه ساخت‌واره است. از آنجا که اولین مرحله در الگوی رفتاری تصمیم‌گیران، شکل‌گیری شناخت و ادراک درباره موضوعات سرمایه‌گذاری و مالی است و همچنین یافته‌های پژوهش، نشان‌دهنده بروز سوگیری‌های دسترسی، قالبی اندیشیدن و توجه محدود در سرمایه‌گذاران خراسان رضوی است؛ برای کاهش این سوگیری‌ها در مرحله شناخت، پیشنهاد می‌شود واحدهای مشاوره سرمایه‌گذاری برای ارائه خدمات مشاوره‌ای، اطلاع‌رسانی، ارتقای آگاهی، سطح

نقطه، پژوهشگر مجبور به مراجعه به تمام دفاتر شد که این موضوع زمان زیادی را در مقایسه با پژوهش‌های انجام‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به خود اختصاص داد.

### منابع

- [1] Badri, A. (2009). *Behavioral Finance Knowledge and Capital Management*. Keyhan publication, Tehran.
- [2] Bazerman, M. H., & Moore, D. A. (2008). *Judgment in managerial decision making*. 8th Edition, John Wiley & Sons, Inc.
- [3] Brian, M., Lucey & Davling, M. (2014). *Cultural Behavioral Finance in Emerging Markets, Handbook of Emerging Markets and the Global Economy*. Edited by: Mohamed El Hedi Aroui, Sabri Boubaker and Duc Khuong Nguyen, 327-346.
- [4] Broihanne, M. H., Merli, M., & Roger, P. (2014). Overconfidence, risk perception and the risk-taking behavior of finance professionals. *Finance Research Letters*. 11(2): 64-73.
- [5] Chandra, A., & Ravinder, K. (2011). Determinants of individual investor behaviour: An orthogonal linear transformation approach. *Jamia Millia Islamia (Central University), New Delhi*.
- [6] Chui, A. C., Titman, S., & Wei, K. J. (2010). Individualism and momentum around the world. *The Journal of Finance*. 65(1): 361-392.
- [7] Danaee Fard, H., Kazemi, S. H. (2010). Promoting Interpretive Research in Organization: Overview of Philosophical Foundations and Conduction Process of Phenomenography. *Journal of Management Studies in Development & Evaluation*. 20 (61): 121 - 147.
- [8] Duclos, R. (2015). The psychology of investment behavior: biasing financial decision-making one graph at a time. *Journal of Consumer Psychology*. 25 (2): 317-325.
- [9] Farlin, J. D. (2006). Antecedents and consequences of heuristic biases: Evidence from individual investors and small business owners. *Touro University International*.

مفهوم موفقیت در سرمایه‌گذاری، جایگاه مؤلفه‌های شناختی و احساسی، نگرش و الگوی ذهنی سرمایه‌گذاران به مفاهیمی از قبیل ریسک و بازده و دست‌یابی به نتایج مطلوب را بررسی کند. پژوهش حاضر نیز با محدودیت‌هایی مواجه بوده است. با توجه به اینکه پژوهش حاضر مبتنی بر پارادایم پراگماتیسم، طرح پژوهش ترکیبی، استراتژی پدیدارنگاری و پیمایش طراحی و اجرا شد، تعمیم‌پذیری آن به زمان و بستر پژوهش مقید است؛ اما به اعتقاد کاپلان، تعمیم‌ها جهان‌شمول، نامحدود به زمان و مکان و فارغ از بستر و ارزش آنها در توانایی برای دست‌یابی به پیش‌بینی نهفته است؛ بنابراین تعمیم نظری (آماری) یافته‌های پژوهش محل ابهام و تردید است. البته گفتنی است به‌لحاظ تعمیم استنباطی، الزامات دربرگیرنده اعتبار‌پذیری، باور‌پذیری و انتقال‌پذیری در پژوهش رعایت شده است تا زمینه استنباط نتایج تعمیم‌دانی باشد. با توجه به ساعت‌های معاملات (ساعت ۹ تا ۱۲، غیر از پنجشنبه و جمعه) درعمل، جمع‌آوری اطلاعات در این زمان مقدور نبود و باید بعد از ساعت مزبور به جمع‌آوری اطلاعات اقدام می‌شد که این امر، فرایند پژوهش و صعوبت در دسترسی به سهامداران را طولانی کرد. با توجه به نیاز به حضور مستمر پژوهش در محل دفاتر کارگزاری‌ها برای راهنمایی و جمع‌آوری اطلاعات، برخی از مدیران به همکاری تمایلی نداشتند که موجب بروز خلل در روند عادی پژوهش شد. محدودبودن توسعه نظری الگوی رفتاری سرمایه‌گذاران، موجب شد مصاحبه با خبرگان در چندین جلسه انجام شود که هماهنگی هر یک از مصاحبه‌ها با توجه به مشغولیت فراوان این افراد به‌سختی انجام شد. به‌دلیل نبود تالار اختصاصی بازار بورس اوراق بهادار در شهر مشهد و در نتیجه، تمرکز نکردن دفاتر کارگزاری‌ها در یک

- [23] Pompian, M. (2006). Behavioral finance and wealth management: How to build optimal portfolios that account for investor biases. John Wiley and Sons, Inc.
- [24] Raei R., Falah Pour S. (2004). Behavioral Finance: A Different Approach of Behavioral Finance Area. *Financial Researches Press*. 18: 78-106.
- [25] Raei, R., & Talangi, A. (2004). *Advanced Investment management*. Tehran: The Organization for Researching and Composing University Textbooks in the Humanities (SAMT).
- [26] Rezaeian, A. (2008). *Fundamentals of organizational behavior management*. Tehran: The Organization for Researching and Composing University Textbooks in the Humanities (SAMT).
- [27] Rizzi, J.V. (2008). Behavioral basis of the financial crisis. *Journal of Applied Finance*. 18 (2): 84-96.
- [28] Robbins, S. (2011). *Essentials of organizational behavior with mymanagementlab*. Pearson Education Limited.
- [29]. Schultz, D., & Schultz, S. (1999). *Theories of Personality*. Yahya Seyed Mohammadi, Homa publication, 2<sup>nd</sup> edition, Tehran.
- [30] Schwartz, H. (2002). Herbert Simon and behavioral economics. *Journal of Socio-Economics*. 31(3): 181-189.
- [31] Sedghi, H. (2005). *Investigation and Identification of Investor's Behavioral Dominant Styles in Tehran Stock Exchange*. Thesis of financial management Imam Sadeq University, Tehran.
- [32] Teddlie, C. & Tashakkori, A. (2012). Common core characteristics of mixed methods research. A review of critical issues and call for greater convergence. *American Behavioral Scientist*. 56(6): 774-788.
- [33] Tuyon, J. & Ahmad Z. (2016). Behavioural finance perspectives on Malaysian stockmarket efficiency. *Borsa Istanbul Review*, doi: 10.1016/j.bir.2016.01.001.
- [10] Gholipour A. (2007). *Management of Organizational Behavior: Individual Level*. Tehran: The Organization for Researching and Composing University Textbooks in the Humanities (SAMT).
- [11] Gigerenzer, G., & Selten, R. (Eds.), (2002). *Bounded rationality: The adaptative toolbox*. MIT Press.
- [12] Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2009). Cultural biases in economic exchange? *The Quarterly Journal of Economics*. 124(3): 1095-1131.
- [13] Haugen, R. (2009). *The new finance*. 4th Edition. Prentice Hall Publishing.
- [14] Hubert, F. (2001). Behavioral finance-theory and practical application. *Business Economics*. 36(3): 63-69.
- [15] Kim, K, A., Nofsinger, J, R. (2008). Behavioral finance in Asia", *Pacific Basin Finance Journal*. 16: 1-7.
- [17] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*. 58(1): 3-27.
- [18] Lal, D. (2001). Unintended consequences: The impact of factor endowments, culture, and politics on long-run economic performance. (7). MIT Press.
- [19] Macintyre, A. (2006). *Thought Western in Ethics, Macintyre's View Point*. Translated by Shahriari Hamid. Tehran: The Organization for Researching and Composing University Textbooks in the Humanities (SAMT).
- [20] Mirkamali, M. (2007). *Leadership and management training*. Tehran: Yastarun Publication.
- [21] Mohsin Khan, S., & Mirakhor, A. (1991). *Theoretical Studies in Islamic Banking and Finance*. Translated By Ziyae Bigdeli, Mohammad Taghi, Higher Institute Banking of Iran.
- [22] Nelson, M., Evelyne, M. & Enrico, U. (2008). The effects of behavioural factors in investment decision-making: A survey of institutional investors. *International Journal of Business and Emerging Markets*. 1(1): 24-41