

## Future research of the key drivers affecting the instability of Iran's capital market

Yalda Charmi Oskouy <sup>\*</sup>, Khadijeh Ebrahimi kahrizsangi

<sup>\*\*</sup>, Arezoo Aghaie Chadgany<sup>\*\*\*</sup>, Mehdi Safari Gerayli <sup>\*\*\*\*</sup>

Research Paper

### Abstract

Capital market efficiency is considered as one of the foundations of stability and stability in any economic system, which can lead to higher investor confidence. But the existence of disturbances related to macroeconomic variables; The governance of the capital market and the political currents governing the market cause the instability of the capital market, which can have behavioral and macroeconomic consequences for any country. The purpose of this research is the feasibility of capital market future research is from the perspective of evaluating the drivers of instability under the presence of the emotional behavior of investors. The methodology of this study is mixed in terms of data collection and consists of a set of thematic analysis processes in the qualitative part and analyzes related to scenario development in the quantitative part. The participants in the qualitative part were 20 academic experts, while in the quantitative part 25 capital market brokers, who had the necessary experience and knowledge about the behavioral drivers of investors, participated. The results in the qualitative section during 20 interviews indicated the existence of 5 organizing themes and 40 basic themes, and all the themes used in the scenario development section were also confirmed by Delphi analysis. In the quantitative section, it was also determined that the most important scenario related to the drivers of capital market instability is the Senusi scenario or the explanatory phrase (simulation of the literary theme) of the rebellious horse which as the most important factor in the instability of the capital market, the emotional behavior of investors is further intensified under the influence of mass stimulus. The obtained results indicate the fact that one of the most important reasons for the instability of the capital market is the mass behavior of investors and shareholders, and the reason for this is the existence of currency fluctuations, which causes the attractiveness of investing in financial markets such as the stock exchange to be replaced by investing in monetary and foreign exchange markets to bring more returns in the shorter term for investors by avoiding fluctuations in the difference between Rial and international currencies.

**Keywords:** Evaluation of Drivers, Capital Market Instability, Investors' Emotional Behavior Stimulation.

Received: 2023. June. 25, Accepted: 2023. October. 25.

<sup>\*</sup> PH.D Candidate, Department of Accounting, Najafabad Branch, Islamic Azad University, Najafabad, Iran. E-Mail: mmafarda@yahoo.com

<sup>\*\*</sup> Assistant Prof., Department of Accounting, Najafabad Branch, Islamic Azad University, Najafabad, Iran (corresponding author). E-Mail: ebrahimi641@yahoo.com

<sup>\*\*\*</sup> Assistant Prof., Department of Accounting, Najafabad Branch, Islamic Azad University, Najafabad, Iran. E-Mail: arezoorezooaghaie2001@yahoo.com

<sup>\*\*\*\*</sup> Associate Prof., Department of Accounting, Bandargaz Branch, Islamic Azad University, Bandargaz, Iran. E-Mail: mehdi.safari83@yahoo.com

## آینده پژوهی پیشران‌های کلیدی موثر بر بی‌ثباتی بازار سرمایه ایران

یلدا چرمی اسکویی\*، خدیجه ابراهیمی کهریزسنگی\*\*، آرزو آقایی  
چادگانی\*\*\*، مهدی صفری گرایلی\*\*\*\*

مقاله پژوهشی

۱۸

۸

### چکیده

کارایی بازار سرمایه به عنوان یکی از پایه‌های ثبات و پایداری در هر نظام اقتصادی تلقی می‌شود که می‌تواند به جلب اعتماد بالاتر سرمایه‌گذاران منجر شود. اما وجود اختلال‌های مربوط به متغیرهای کلان اقتصادی؛ حکمرانی بازار سرمایه و جریان‌های سیاسی حاکم بر بازار باعث ایجاد بی‌ثباتی بازار سرمایه می‌شود که می‌تواند تبعات رفتاری و کلان اقتصادی برای هر کشوری به همراه داشته باشد. هدف این مطالعه، امکان سنجی آینده پژوهی بازار سرمایه از منظر ارزیابی پیشران‌های بی‌ثباتی تحت وجود محرک‌های رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران می‌باشد. روش‌شناسی این مطالعه به لحاظ جمع‌آوری داده‌ها ترکیبی است و از مجموعه فرآیندهای تحلیل تماتیک در بخش کیفی و تحلیل‌های مرتبط با سناریوپردازی در بخش کمی تشکیل شده است. مشارکت‌کنندگان در بخش کیفی ۲۰ نفر از خبرگان دانشگاهی بودند در حالیکه در بخش کمی ۲۵ نفر از کارگزاران بازار سرمایه، که از تجربه و دانش لازم در خصوص محرک‌های رفتاری سرمایه‌گذاران برخوردار بودند، مشارکت داشتند. نتایج در بخش کیفی طی ۲۰ مصاحبه از وجود ۵ مضمون سازمان‌دهنده و ۴۰ مضمون پایه حکایت داشت که تمامی مضامین مورد استفاده در بخش سناریوپردازی نیز از تأیید تحلیل دلفی برخوردار بودند. در بخش کمی نیز مشخص گردید، مهم‌ترین سناریو مرتبط با پیشران‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه، سناریوی سنوسی یا عبارت توضیحی (تشبیه مضمون ادبی) اسب سرکش می‌باشد که به عنوان مهم‌ترین عامل بی‌ثباتی بازار سرمایه، تحت تأثیر محرک توده واری رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران بیشتر تشدید می‌شود. نتایج به‌دست آمده گویایی این واقعیت هستند که یکی از مهم‌ترین دلایل بی‌ثباتی بازار سرمایه، رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران و سهامداران می‌باشد و دلیل آن وجود نوسانات ارزی است که باعث می‌شود تا جذابیت‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی مثل بورس اوراق بهادار، جای خود را به سرمایه‌گذاری در بازارهای پولی و ارزی دهد تا با نوسان‌گریزی تفاوت ریال با ارزهای بین‌المللی، بازده بیشتری را در افق کوتاه‌مدت‌تر برای سرمایه‌گذاران به همراه داشته باشد.

**کلیدواژه‌ها:** ارزیابی پیشران‌ها، بی‌ثباتی بازار سرمایه، محرک‌های رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۲/۰۳/۰۴، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۴۰۲/۰۸/۰۳.

\* دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد نجف آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، نجف آباد، ایران.

E-Mail: mmafarda@yahoo.com

\*\* استادیار، گروه حسابداری، واحد نجف آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، نجف آباد، ایران (نویسنده مسئول).

E-Mail: ebrahimi641@yahoo.com

\*\*\* استادیار، گروه حسابداری، واحد نجف آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، نجف آباد، ایران.

E-Mail: arezoorezooghaie2001@yahoo.com

\*\*\*\* دانشیار، گروه حسابداری، واحد بندرگز، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرگز، ایران.

E-Mail: mehdi.safari83@yahoo.com

## ۱. مقدمه

فرازونشیب‌های بازار سرمایه امروزه به یک مسئله مهم در نظام اقتصادی جوامع به ویژه کشورهای در حال توسعه بدل شده است و مهم‌ترین پسایند چنین چالش‌هایی، بی‌ثباتی بازار سرمایه می‌باشد [۱۵]. بی‌ثباتی در این بازارها تابعی از نهاده‌های اقتصادی است که باعث می‌گردد، جریان گردش نقدینگی از یکسو و جذابیت‌های سرمایه‌گذاری از سوی دیگر، در مسیر توسعه و پایداری صنایع فعال در نظام بازار سرمایه قرار نگیرد و تمایلی برای ورود وجوه نقد به بازار سرمایه جهت حفظ تداوم اقتصاد، از جانب سرمایه‌گذاران وجود نداشته باشد [۱۹]. زیرا سایر بازارهایی همچون طلا و ارز به دلیل عدم کنترل همین نهادهای اقتصادی، جذابیت بیشتری برای سرمایه‌گذاری‌ها با ریسک پایین‌تر از بازار سرمایه دارد. به عبارت دیگر، بی‌ثباتی و افزایش ریسک به دلیل عدم اطمینان سرمایه‌گذاران به بازارهای سرمایه، می‌تواند توازن در جریان وجه نقد را برهم بزند و ماحصل آن افزایش تورم و در پی آن رکود می‌باشد [۱]. مسئله‌ای که مورد سوال می‌تواند قرار گیرد این است که اساساً چرا ثبات در بازار سرمایه مهم است؟

پاسخ به این سوال می‌تواند ناشی از تجربه‌ی کشورهای توسعه یافته از نقش بازار سرمایه در نظام اقتصادی تلقی گردد، چراکه در بیشتر این کشورها، بازارهای بورس اوراق بهادار به عنوان هسته مرکزی نظام اقتصادی جوامع محسوب می‌شود که سالانه مبالغ هنگفتی از سرمایه‌های سرگردان را به بخش‌های مولد و فعال صنایع هدایت می‌کند. براین اساس، بورس اوراق بهادار قلب تپنده‌ی جریان‌های اقتصادی است که به دنبال پویایی در تولید ناخالص ملی و افزایش اشتغال جهت جلوگیری از مشکلات اجتماعی می‌باشد [۲۱]. تحت چنین اهمیتی برای حفظ ثبات بازار سرمایه، بسیاری از محققان همچون شهزاد و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۳)؛ مولینا-مانوئز و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۳)؛ دای و ژئو<sup>۳</sup> (۲۰۲۲) و اولدین و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۲۰) با بررسی عوامل چالش برانگیز ثبات بازار سرمایه به دنبال کمک به سیاستگذاران برای جلوگیری از برهم خوردن تعادل در این بازارها بودند [۵۳، ۷، ۴۱، ۵۰]. به عنوان مثال دای و ژئو (۲۰۲۲) مهم‌ترین فاکتور در بی‌ثباتی بازارهای مالی را عدم نظارت‌های نهادی در حفاظت از حقوق سهامداران عنوان می‌کند و معتقدند، در یک نظام بازار ناکارآمد، به دلیل عدم اعتماد سرمایه‌گذاران، تخصیص بهینه‌ی منابع نمی‌تواند به ثبات اقتصادی کمک کند. از طرف دیگر اولدین و همکاران (۲۰۲۰) با بررسی جریان‌های مداخله‌کننده‌ی نظام آزاد بازارهای مالی، مهم‌ترین فاکتور عدم حفظ تعادل بازار سرمایه را، نقش سرمایه‌گذاران ناآگاه در بروز توده‌واری رفتار سرمایه‌گذاری تلقی می‌نمایند.

<sup>1</sup> Shahzad et al

<sup>2</sup> Molina-Muñoz et al

<sup>3</sup> Dai & Zhou

<sup>4</sup> Ul Din et al

مرور این دست از پژوهش‌ها اگرچه از گستره‌ی ریسک فاکتورهای مؤثر بر ثبات بازار سرمایه حکایت دارد، اما در یک نقطه مشترک و غالباً غیرمستقیم در پژوهش‌های انجام شده، می‌توان نقش سرمایه‌گذاران به عنوان یکی از چرخه‌های نظام اقتصادی در بازار سرمایه را درک نمود. سرمایه‌گذاران به ویژه سرمایه‌گذاران بازارهای سرمایه کشورهای در حال توسعه همواره به دلیل محرک‌های غیرقابل کنترل ریسک، از منظر درون فردی (مثل ادراک سرمایه‌گذاری) و برون فردی (مثل رشد سرسام‌آور تورم)، نوعی رفتار غیرقابل پیش‌بینی و اصطلاحاً «غیرعقلایی» را در تصمیم‌گیری‌های مالی از خود نشان می‌دهند [۲]. این دست از رفتارها که تورش‌های سرمایه‌گذاران نیز می‌تواند تلقی شود، از ثبات هیجانی پایینی برخوردار هستند، چراکه دلایلی مثل عدم آگاهی از نوسانات سهام و یا شاخص‌های بورس اوراق بهادار، باعث می‌گردد تا افق‌های سرمایه‌گذاری در بورس هر ساله به دلیل ناکارآمدی کوتاه‌تر شود و این موضوع افزایش هیجانات سرمایه‌گذاری را به دنبال داشته باشد [۲۲].

تصمیم‌گیری‌های هیجانی سرمایه‌گذاران بیان‌کننده‌ی تأثیرپذیری جمعی فعالان بازار سرمایه از محرک‌های نوسانات بازده سهام می‌باشد که ضمن انحراف قیمت سهام از قیمت‌های واقعی (بنیادی)، توازن بازارها مالی را تحت تأثیر قرار می‌دهد [۴۷]. بنابراین هنگامی که سرمایه‌گذاران دچار خوش‌بینی می‌شوند، ممکن است از اطلاعات منفی چشم‌پوشی کرده و تحت تأثیر اطلاعات مثبت، قیمت سهام را بیش از میزان واقعی ارزیابی کنند [۵]. در مقابل زمانیکه سرمایه‌گذاران دچار بدبینی می‌شوند ممکن است از اطلاعات مثبت چشم‌پوشی نمایند و تحت تأثیر اطلاعات منفی قیمت سهام را کمتر از میزان واقعی ارزیابی کنند [۴۳]. بنابراین تصمیم‌گیری هیجانی یا احساسی سرمایه‌گذاران از طریق قیمت‌گذاری نادرست سهام در بازار و پیامدهای آن، منجر به شکل‌گیری تورش‌های رفتاری مؤثر همچون توده‌واری رفتار از منظر بازده سرمایه‌گذاری فردی و به وجود آمدن پدیده بیش‌سرمایه‌گذاری و کم‌سرمایه‌گذاری (ناکارایی سرمایه‌گذاری) از منظر شاخص‌های بازار سرمایه می‌گردد [۳]. لذا با درک تبعات ناکارآمدی در کنترل هیجانات مجموع سرمایه‌گذاران، مسئله‌ای که در بازار سرمایه ایران وجود دارد و این مطالعه به دنبال ترسیم چشم‌اندازهای آینده پژوهی براساس سناریوهای محتمل در خصوص پیشران‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه می‌باشد، ارزیابی نقش رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران در آینده‌ی بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. زیرا نقدینگی در این بازار همراستا با افزایش تولید ناخالص داخلی نیست و امروزه بسیاری از شرکت‌های صنعتی در بازار سرمایه به جای تمرکز بر استراتژی‌های تولید به منظور تحریک رشد اقتصادی، بروی فروش ارزهای دولتی برای بالاتر بردن درآمدهای ریالی خود متمرکز شده‌اند و این مسئله بی‌ثباتی بازار سرمایه را به همراه داشته است [۲۱]. براساس مباحث مطرح شده، انجام این مطالعه را از دو منظر دانش‌افزایی و کاربردی می‌تواند توضیح داد.

اولاً این مطالعه جزء معدود پژوهش‌هایی است که به دنبال ترسیم پیشران‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه از طریق ارزیابی ماتریس رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران در قالب فرآیند آینده‌پژوهی می‌باشد، مسئله‌ای که در هیچ یک از مطالعه‌های گذشته مورد توجه نبوده است و انجام این مطالعه می‌تواند به توسعه شناخت نظری و چارچوب سناریوپردازی کنترل محرک‌های بی‌ثبات‌کننده‌ی بازار کمک نماید. ثانیاً نتایج این مطالعه به سیاست‌گذاران و تدوین‌کنندگان الزامات نهادی در بازار سرمایه کمک می‌کند تا روند برهم خوردن تعادل بازار سرمایه از نظر بی‌ثباتی را در دوره‌های مالی مختلف و تحت تأثیر ریسک فاکتورهای اقتصادی و سیاسی مورد توجه قرار دهد تا از این طریق بتواند جذابیت‌های سرمایه‌گذاری در این بازار را نسبت به سایر بازارهای پولی توسعه بخشد. از طرف دیگر نتایج این مطالعه شناخت جامع‌تری از رفتارهای سرمایه‌گذاران به نهادهای ناظر بر بازار سرمایه می‌دهد تا فراتر از نظرهای کلاسیک و نئوکلاسیک حوزه‌ی رفتار مالی، از طریق تدوین قوانین کاربردی‌تری نسبت به ارتقاء کارایی در بازار سرمایه جهت جلوگیری از تضييع حقوق سرمایه‌گذاران اقدام نمایند تا از این طریق با تخصیص بهینه منابع، مانع از بروز رفتارهای هیجانی نابهنجار در بازار سرمایه گردند.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در این بخش باتوجه به دو نوع متغیر جهت تدوین سناریوهای آینده پژوهانه، به ترتیب ابتدا رویکردهای بی‌ثباتی بازار سرمایه و سپس رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران ارائه می‌شود.

### بی‌ثباتی بازار سرمایه

بازار سرمایه به عنوان یک چرخه مالی در هر نظام اقتصادی تلقی می‌شود که در تشکیل سرمایه و تجمیع سرمایه‌های کوچک و سرگردان و هدایت آن‌ها به سوی مسیرهای مطلوب در سیستم اقتصادی یک کشور نقش مهم و قابل توجهی را ایفا می‌کند [۱۴]. بنابراین ضروری به نظر می‌رسد که ثبات بر این بازار حکم فرما باشد، چراکه فقدان ثبات در چنین نظامی می‌تواند به دلیل شدت و ضعف نوسانات بازده سهام، کارایی بازار سرمایه را تحت تأثیر قرار دهد [۱۲]. اما بازارهای سرمایه‌ای که زیرساخت‌های نظارتی و مبتنی بر سیستم جریان آزاد اطلاعات را ندارند، دچار بی‌ثباتی می‌شوند و این ثباتی بر روی رقابت‌های آزاد و کندی بازار مؤثر می‌باشد [۳۰]. بی‌ثباتی بازار سرمایه را می‌توان ناشی از نوسان‌های مرتبط با متغیرهای اقتصادی تلقی نمود، زیرا رقابت بازارهای پولی در مقابل بازارهای مالی ناکارآمد اساساً جریان نقدینگی در بازارهای سرمایه را دچار نوسان ناشی از عدم کنترل ریسک و دستیابی به بازده مورد انتظار سهامداران می‌نماید. در معدود پژوهش‌های مرتبط با عرصه‌ی بی‌ثباتی بازار سرمایه، کانزاری و همکاران (۲۰۲۳) در شناسایی علل مؤثر در تقویت بی‌ثباتی به نقش نهادهای اقتصاد کلان همچون نرخ ارز؛ تورم و

<sup>1</sup> Kanzari et al

نرخ بهره اشاره می‌کند. در واقع کانزاری و همکاران (۲۰۲۳) بی‌ثباتی‌های بازار سرمایه را شامل فاکتورهای مهم و کلیدی نظام اقتصادی نظیر تغییرات نرخ ارز، سطح عمومی قیمت‌ها؛ بی‌ثباتی درآمدهای صادراتی؛ عدم تعادل تراز پرداخت‌ها؛ نرخ تورم و عدم جذب سرمایه‌گذاری‌های خارجی تلقی می‌کند. از طرف دیگر دیبولد و یلماز<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) بی‌ثباتی بازار سرمایه را ناشی از ارکان سیاسی؛ روی کارآمدن احزاب سیاسی رقیب و عدم دیپلماسی اقتصادی جهت جذب سرمایه‌گذاری‌های خارجی می‌داند، به طوریکه وجود چنین ریسک فاکتورهایی را عامل برهم خوردن بازده در بازار سرمایه و افزایش ریسک‌های سهام بیان می‌نمایند. به عبارت دیگر بروز این عوامل برهم زننده تعادل، باعث می‌شود تا شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار به شدت با نوسان مواجه شود و امکان نزدیک نمودن شکاف بازده مورد انتظار با بازده واقعی سرمایه‌گذاری سهامداران ممکن نباشد که در نتیجه‌ی آن سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاری در دارایی مالی با درآمد ثابت را به سرمایه‌گذاری در سهام عادی ترجیح می‌دهند. در پژوهشی دیگر، ما و الوی<sup>۲</sup> (۲۰۲۲) با تمرکز بر شناسایی عوامل بی‌ثباتی بازار (تکانه‌های نهاده‌های وابسته به بازار)، در قالب شکل (۱) چارچوب مجموعه دلایل اقتصادی و مالی را ارائه نمودند.



شکل ۱. تکانه‌های نهادی وابسته به بازار

براساس این چارچوب، تکانه‌های نقدینگی، براساس نظریه پولی تورمی به این موضوع اشاره دارد که افزایش مستمر نقدینگی با نرخی بیش از حاصل ضرب نرخ رشد درآمد حقیقی و کشش درآمدی تقاضا برای پول سبب خواهد شد تا بی‌ثباتی به تدریج بر بازار سرمایه حاکم شود. از سویی دیگر، تکانه‌های ارزی از یک سو باعث افزایش میزان بدهی و ازسوی دیگر باعث افزایش بهای تمام شده تولیدات صنایع می‌شود و از این طریق عاملی برای بی‌ثباتی بازار سرمایه می‌تواند تلقی گردد. تکانه‌های قیمت نفت به دلیل وابستگی اقتصادی کشورها به نفت می‌تواند بی‌ثباتی

<sup>۱</sup> Diebold & Yilmaz

<sup>۲</sup> Ma & Lv

بازار سرمایه را به همراه داشته باشد، زیرا باتوجه به اثرگذاری مستقیم این تکانه‌ها بر روی تولید ناخالص داخلی، بازدهی سهام و در نتیجه شاخص کل قیمت سهام کاهش یابد، زیرا سایر صنایع وابسته به نفت تحت افزایش قیمت جهانی نفت، با مشکلات تأمین نهادهای اقتصادی مواجه خواهند بود. تکانه‌های تورم به دلیل اینکه کیفیت سود واقعی شرکت‌ها (سود اقتصادی) را پایین می‌آورد و ارزش ذاتی هر سهم نیز کاهش می‌دهد می‌تواند از جمله علل مهم بی‌ثباتی بازار سرمایه تلقی گردد. تکانه‌های قیمت طلا به دلیل جایگزینی برای سرمایه‌گذاری تصمیم‌گیرندگان مالی می‌تواند روند جذب نقدینگی شرکت‌های بازار سرمایه را با چالش مواجه نماید. تکانه‌های دیپلماسی سیاسی نیز نشان‌دهنده تأثیرپذیر بودن بازار سرمایه از اخبار و اطلاعات روابط سیاسی کشورهای در حال توسعه با کشورهای توسعه‌یافته می‌باشد که احتمالاً به دلیل پایین آوردن جذب سرمایه‌گذاری‌های خارجی باعث بی‌ثباتی بازار سرمایه می‌گردد [۲۱].

### رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران

امروزه رفتار مالی و نظریه‌های منبعث از آن، جزء یکی از کاربردی‌ترین فرآیندهای نظریه‌پردازی در عرصه مدیریت مالی و بازار سرمایه تلقی می‌شود. این نظریه‌ها در قالب دو دسته رویکردهای سنتی (کلاسیک) و مدرن (نئوکلاسیک) از یکدیگر قابل تفکیک هستند [۴۹]. حوزه‌ی نظریه‌های مالی سنتی، بر پایه‌ی تئوری عقلایی، رفتار سرمایه‌گذاران را منطقی و قابل پیش‌بینی توصیف می‌کند که تحت کارآمدی بازار سرمایه، به دلیل گردش آزاد و در دسترس اطلاعات برای سرمایه‌گذاران، تصمیم‌های مالی اتخاذ می‌شود [۶]. در مقابل نظریه‌های مالی رفتاری مدرن، با نقض نظریه‌های سنتی، رفتار سرمایه‌گذاران را پیچیده‌تر از آن چیزی معرفی می‌کند که تئوری‌های سنتی مالی رفتاری به آن معتقد بودند. در واقع نظریه‌های نئوکلاسیک دسترسی سرمایه‌گذاران به اطلاعات معرفی می‌نمایند [۲۰]. این نظریه‌های در تلاش برای بررسی دلایل سوگیری‌های روانی افراد در بازارهای مالی به جنبشی برای پایداری تصمیم‌گیری‌ها در سطح بازارهای مالی تلقی می‌شود که از آن جمله می‌توان به نظریه چشم‌انداز<sup>۱</sup> و نظریه سوگیری شناختی<sup>۲</sup> در بستر پارادایم نئوکلاسیک حوزه‌ی رفتار مالی اشاره نمود. نظریه چشم‌انداز بر تفاوت ترجیحات افراد در تصمیم‌گیری‌ها و شرایط ریسک‌آور متمرکز است و با ترکیب دیدگاه‌های رفتاری با روش‌های کمی، به دنبال تبیین الگوی واقعی تصمیم‌گیری افراد است می‌باشد [۵۱]. اما نظریه سوگیری شناختی طبق رویکرد در دو بعد شناخت و احساس (هیجان) جابگذاری می‌شوند [۲۱]. از یک سو، سوگیری‌های شناختی باعث اختلال در شناخت واقعیت و ایجاد یک تصویری نادرست در ارزیابی‌های مالی می‌باشد که بروز خطا در ادراک در نهایت خطا در تصمیم‌گیری‌های مالی را به همراه دارد. در مقابل اما، سوگیری احساسی

<sup>1</sup> Prospect Theory

<sup>2</sup> Cognitive Bias Theory

کارکردی از تحریک محرک‌های بیرونی بر محرک‌های درون فردی می‌باشد که تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران را خارج از تعقل و مبتنی بر هیجان یا استرس که ویژگی‌های درون فردی هستند، هدایت می‌نمایند [۵۲]. رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران که همسو با تورش‌های رفتاری از جانب پژوهشگرانی همچون گائو و ژانگ<sup>۱</sup> (۲۰۲۳)؛ هادسون و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۰) و فرنچ<sup>۳</sup> (۲۰۱۷) مورد تأکید در تصمیم‌گیری‌های مالی بوده است، به طور کلی به دو جریان تفکیک شده‌اند. نخستین جریان عمدتاً در زمینه قیمت‌داری‌ها و بحث درباره فرضیه کارایی بازار است و برای مثال بر پدیده‌هایی همچون حباب قیمتی و سقوط‌های بازار تمرکز می‌کند. در مقابل دومین جریان بر رفتار سرمایه‌گذار و پدیده‌هایی همچون حساسیت انگاری ذهنی<sup>۴</sup> و زیان‌گریزی<sup>۵</sup> متمرکز است [۲۸]. اگرچه جریان اول بسیار در شناخت دلایل تصمیم‌گیری‌های مالی سرمایه‌گذاران مهم است، اما این مطالعه جهت توجیه رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران همسو با پژوهش‌های لی و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۲۲) و دی‌آس و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۲۲) بر روی جریان دوم تمرکز دارد. این جریان که ماهیت رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران را شامل می‌شود، در توصیف تفاوت‌های بین افراد در ارتباط با مستعدبودن برای بروز سوگیری‌ها و ارتباط با سبک و رفتار معامله‌گرایانه و متعاقب آن، عملکردهای معاملاتی بر روی سهام شرکت‌ها در بازار سرمایه، به گواه پژوهش‌های فوق‌الذکر، پیش‌قدم می‌باشد [۲۵]. به عنوان مثال کیم و رثوی<sup>۸</sup> (۲۰۰۷) هیجان در سرمایه‌گذاران را یک ادراک مبتنی بر عدم اطمینان از باور در مورد جریان‌های نقدی آینده تعریف می‌کند که به دلیل عجین شدن با ریسک‌های سرمایه‌گذاری به ویژه در بازارهای ناکارآمد، احتمالاً با واقعیت‌های بازارهای مالی در تناقض باشد. از طرف دیگر گایس و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۲۳) معتقدند به دلیل اینکه بازار سهام ممکن است به دلیل انحراف از جریان سودهای تقسیمی بین سهامداران واکنش نشان دهد، بروز واکنش‌های احساسی و هیجانی سرمایه‌گذاران در این شرایط به طور مقطعی محتمل خواهد بود. باتوجه به مبانی نظری مطرح شده و براساس ماهیت تحلیل دوگانه در آینده پژوهی مبتنی بر سناریوپردازی، در بخش زیر نسبت به ارائه سوال‌های پژوهش اقدام می‌شود:

❖ سوال اول پژوهش) پیش‌ران‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه کدامند؟

❖ سوال دوم پژوهش) مؤثرترین سناریوی بی‌ثباتی بازار سرمایه تحت محرک‌پذیری رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران کدامند؟

<sup>1</sup> Gao & Zhang

<sup>2</sup> Hudson et al

<sup>3</sup> French

<sup>4</sup> Mental Accounting

<sup>5</sup> Loss Aversion

<sup>6</sup> Lee et al

<sup>7</sup> Dias et al

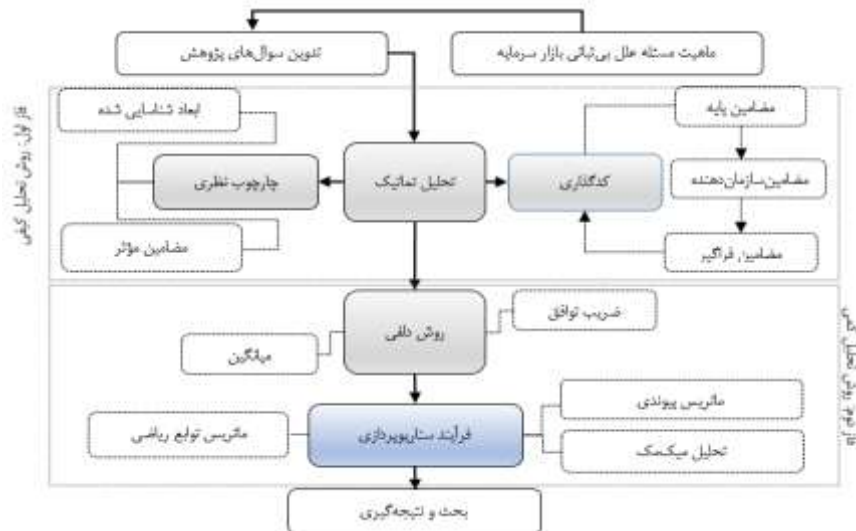
<sup>8</sup> Kim & Ryu

<sup>9</sup> Gaies et al



### ۳. روش‌شناسی پژوهش

براساس اینکه مطالعه حاضر به دنبال ارزیابی سناریوهای مربوط به پیشران‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه تحت محرک‌پذیری رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران می‌باشد، می‌توان این مطالعه را به لحاظ نتیجه در دسته مطالعات کاربردی قرار داد و به دلیل اینکه به دنبال شناسایی پیشران‌ها از طریق مصاحبه می‌باشد، این مطالعه از نظر هدف در دسته مطالعه‌های اکتشافی جایگذاری می‌شود. از منظر نوع داده نیز این مطالعه ترکیبی است، زیرا برای رسیدن به اهداف پژوهش، از فرآیندهای جمع‌آوری داده در بخش کیفی و کمی استفاده می‌نماید. ذکر این نکته مهم است که مطالعه حاضر به فراخور هر بخش، روش مجزایی را در مسیر پاسخ به سوال‌های تدوین شده به کار می‌برد. لذا می‌توان براساس ماهیت جمع‌آوری، این مطالعه را در دسته پژوهش‌های آمیخته قرار داد. لذا باتوجه به توضیح‌های ارائه شده، هدف اصلی این مطالعه از یک سو ارزیابی پیشران‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه براساس فرآیند آینده پژوهی و از سوی دیگر مشخص نمودن کارکردهای محرک رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران در چشم‌اندازهای بی‌ثبات‌کننده بازار می‌باشد.



شکل ۲. نمودار روش‌شناسی مطالعه بر مبنای پیاده‌سازی تحلیل

### جامعه آماری پژوهش

این مطالعه همانطور که در قسمت روش‌شناسی مطرح شد، ترکیبی است و به همین دلیل در بخش کیفی به منظور شناسایی پیشران‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه، ضمن مطالعه‌ی مقاله‌های علمی مرتبط در این حوزه و مقاله‌های بین‌رشته‌ای برای تعیین پژوهش‌های مورد ارزیابی و غربالگری محتوایی از آن‌ها، ۱۲ نفر از خبرگان حسابداری، برای انجام مصاحبه جهت شناسایی

مضامین پدیده مورد بررسی و تحلیل روابط پیوندی بین ابعاد شناسایی شده در این مطالعه مشارکت داشتند. مبنای انتخاب مشارکت‌کنندگان، روش گلوله برفی براساس نمونه‌گیری نظری بود تا افرادی که به لحاظ شناختی از آگاهی لازم برخوردار بودند، در این بخش مشارکت نمایند. در بخش کمی جهت انجام ماتریس‌های متقابل و ماتریس توابع ریاضی، از ۲۵ نفر از کارگزاران بازار سرمایه، که از تجربه و دانش لازم در خصوص محرک‌های رفتاری سرمایه‌گذاران برخوردار بودند، بهره برده شد. شیوه انتخاب مشارکت‌کنندگان در این بخش استفاده از روش نمونه‌گیری در دسترس و همگن بود. نکته‌ی قابل توجه این است که براساس ماهیت چنین تحلیل‌هایی که به لحاظ پیچیدگی و ارزیابی لایه‌های سطری «*i*» و ستونی «*j*» نیازمند تمرکز؛ دقت کافی و مشارکت توأم با محقق می‌باشد، معمولاً حد تعیین جامعه بین ۱۵ تا ۲۵ نفر تعیین می‌شود [۴۵،۳۶].

### فرآیند اعتباریابی جمع‌آوری داده‌ها

در این بخش باهدف سنجش اعتبار کدگذاری‌های صورت گرفته، از طریق روش مثلث‌سازی<sup>۱</sup> در پژوهش‌های کیفی استفاده می‌شود. مثلث‌سازی در واقع با الهام از علم هندسه، سنجش اعتبار در پژوهش‌های کیفی را از طریق حداقل سه منبع مورد سنجش قرار می‌دهد تا مشخص شود، کدهای ایجاد شده از اعتبار و اعتماد کافی برخوردار است و مطالعه اصطلاحاً «سوگیری ذاتی»<sup>۲</sup> دچار نشده است [۲۶]. لذا در این مطالعه برای محقق‌شدن این امر، در ۴ بعد نسبت به مرور نظرات خبرگان پس از پایان کدگذاری اقدام به اعتبارسنجی در بخش کیفی شد.

جدول ۱. اعتبارسنجی مثلث‌سازی ابعاد شناسایی شده

تشریح	ابعاد مثلث‌سازی
در این بعد هدف ارزیابی تناسب تئوریک یا همراستایی مفهومی مضامین فراگیر با منابع علمی در پژوهش‌های گذشته می‌باشد. لذا باتوجه به اینکه در این مطالعه براساس ماهیت تحلیل، مضامین فراگیر از دل پژوهش‌های قبلی استخراج می‌شوند، اعتبار داده‌ای کدهای شناسایی شده مورد تأیید می‌باشد. زیرا همراستایی مضامین فراگیر با مفاهیم شناسایی شده در پژوهش‌های گذشته صورت گرفته است.	مثلث‌سازی منابع داده‌ها <sup>۳</sup>
در این بعد هدف ارزیابی فرآیند جمع‌آوری داده‌ها در مصاحبه و کدگذاری بود. در واقع تفاسیر ذهنی مشارکت‌کننده در کدگذاری و طراحی سوالات در جریان مصاحبه مبنای اعتبارسنجی می‌باشد. در این مطالعه باتوجه به مشارکت چندین محقق در کنارهم، ضمن نزدیک نمودن تفاسیر ناشی از کدها، هرگونه انحراف در مسیر مصاحبه‌ها و کدها مورد بحث قرار می‌گرفت.	مثلث‌سازی همکاران محقق <sup>۴</sup>

<sup>۱</sup> Validation Triangulation

<sup>۲</sup> Intrinsic Bias

<sup>۳</sup> Data Source Triangulation

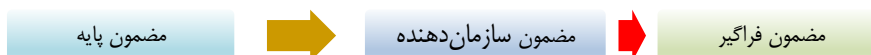
<sup>۴</sup> Investigator Triangulation

<p>در این بعد هدف روش جمع‌آوری داده‌ها در مطالعه کیفی می‌باشد. به عنوان مثال نحوه‌ی رسیدن به نقطه اشباع تئوریک از دل مصاحبه‌ها مورد توجه می‌باشد. لذا براساس اینکه در جریان مصاحبه از مصاحبه باز (عمیق) و نیمه باز برای رسیدن به نقطه اشباع تئوریک بهره برده شد، لذا می‌توان بیان نمود روش جمع‌آوری داده‌ها از تک‌بعدی بودن خارج و براساس مجموع شیوه‌های مصاحبه و کدگذاری اولیه در محل مصاحبه نسبت به اعتبار مطالعه کمک نموده است.</p>	<p>مثلث‌سازی روش<sup>۱</sup></p>
<p>در این بعد که دارای مرز خاکستری به لحاظ اجرا با مثلث‌سازی منابع می‌باشد، هدف لینک‌نمودن مضامین سازمان‌دهنده و مضامین فراگیر از مرحله کدگذاری محوری و انتخابی می‌باشد. لذا باتوجه به اینکه فرآیند تعیین اسامی تئوریک برای مضامین سازمان‌دهنده براساس تئوری‌های وابسته در سایر دانش بین رشته‌ای همچون مدیریت صورت گرفت، لذا از منظر مثلث‌سازی نظریه نیز کدهای شناسایی شده مورد تأیید می‌باشد.</p>	<p>مثلث‌سازی نظریه<sup>۲</sup></p>

#### ۴. تحلیل داده‌ها و یافته‌ها

براساس مفهوم حاضر در این پژوهش باتوجه به اینکه، چارچوب منسجمی در این‌باره وجود ندارد، ابتدا از طریق شیوه‌های تحلیل کیفی نسبت به انتخاب مولفه‌های پژوهش و تعیین پایایی آن استفاده می‌شود و سپس براساس ترکیبی از روش‌های تحلیل سناریوپردازی در بخش تحلیل کمی نسبت به تعیین تأثیرگذارترین ابعاد اقدام می‌شود. در بخش اول این مطالعه، ابتدا از طریق تحلیل تم شناسایی مضامین پایه؛ سازمان‌دهنده و فراگیر صورت گرفت.

تحلیل مضمون به عنوان فرآیند اجرایی تحلیل محتوا محسوب می‌شود که اقدام به تجزیه و تحلیل مبانی و مفاهیم موضوع حاضر از طریق واکاوی محتوایی همزمان در مطالعات مشابه و انجام مصاحبه برای تعیین ابعاد آن می‌نماید. در این مطالعه از نوع شناسی تحلیل مضمون براساس سبک آترید-استرلینگ<sup>۳</sup> (۲۰۰۱) بهره برده می‌شود. ساختار این تحلیل شامل سه بعد مورد تأکید زیر به عنوان مبانی تحلیل می‌باشد.



شکل ۳. ساختار تحلیل مضمون آترید-استرلینگ (۲۰۰۱)

با پیروی از این روش، مضمون پایه مبین نکته مهمی در متن است و با ترکیب آن‌ها، مضمون سازمان‌دهنده ایجاد می‌شود. مضمون سازمان‌دهنده واسط مضامین فراگیر و پایه شبکه است و مضمون فراگیر در کانون شبکه مضامین قرار می‌گیرد. لذا در این مرحله برای مصاحبه از تحلیل

<sup>۱</sup> Method Triangulation

<sup>۲</sup> Theory Triangulation

<sup>۳</sup> Attride-Stirling

تم استفاده شد تا مشخص شود، مضامین پایه و سازمان دهنده‌ی بی‌ثباتی بازار سرمایه به عنوان مضامین فراگیر کدامند. برای این منظور با مصاحبه با ۲۰ نفر از خبرگان، دو مرحله کدگذاری اولیه (بازیابی مضامین) و کدگذاری ثانویه (بازبینی مضامین) صورت پذیرفت.

جدول ۲. تفسیر تحلیل تم

نام مرحله	تشریح مرحله
کدگذاری اولیه (بازیابی مضامین)	در انجام فرآیند کدگذاری باز، با طراحی پروتکلی مبتنی بر ایجاد فضای باز در سوالات اولیه، تلاش گردید تا رسیدن به کدهای تفکیک شده، سوالات به صورت رفت و برگشت مطرح گردد تا با جلوگیری از مصاحبه‌ها، دست محققان این پژوهش برای تخصیص کدهای تعیین شده به مضامین پایه و سپس مضامین سازنده باز باشد و در ادامه نسبت به طرح سوالات نیمه‌ساختار یافته برای رسیدن به نقطه اشباع تئوریک اقدام لازم صورت پذیرد. منظور از رفت و برگشتی در کدگذاری باز، بدین معنا است که با استخراج کدهای مفهومی مشترک و با پالایش و حذف موارد تکراری، با بهره‌گیری از مبانی نظری و تطبیق آن‌ها، عمل کاهش این مفاهیم در قالب مقوله‌های فرعی، سازماندهی شود. لذا براساس این پروتکل، در زمان مصاحبه و طرح سوالات، اگر نکته مبهمی در بیان پاسخ مصاحبه‌شوندگان بود، آن مبحث آنقدر ادامه می‌یافت تا سوال‌های بعدی از دل آن شکل گیرد. به طوریکه این نکات مبهم، خود ایجادکننده‌ی سوالاتی در همان مصاحبه یا مصاحبه‌های بعدی محسوب قلمداد می‌شدند. لذا این فرآیند آنقدر ادامه یافت تا نقطه اشباع تئوریک تعیین گردد و پس از آنکه اطمینان حاصل می‌شد، مصاحبه‌ها کد جدیدی ایجاد نمی‌کنند، پایان مصاحبه اعلام گردید.
کدگذاری ثانویه (بازبینی مضامین)	پس از مصاحبه‌ها و رسیدن به نقطه اشباع تئوریک از طریق همسان نمودن مفاهیم برآمده از کدگذاری باز، نسبت به دسته‌بندی مفاهیم هم معنا و اختصاص عنوان متناسب با مضامین یکدست شده، اقدام می‌شود تا مضامین پایه تشکیل دهنده مضامین سازمان دهنده تلقی گردند. این مرحله، شامل جستجو و شناسایی مضامین است که مضامین پس از تطبیق کدها با مضامین بالقوه از بخش کدگذاری شده متن استخراج می‌شود.

لذا با توجه به مضمون فراگیر این مطالعه که بی‌ثباتی بازار سرمایه بود، در مجموع از مصاحبه، ۴۳ مضامین پایه و ۵ مضمون سازمان دهنده ایجاد گردید که طبق جدول (۳) نسبت به ارائه‌ی کدها اقدام می‌شود.

جدول ۳. مجموع کدهای ایجاد شده در خصوص بی‌ثباتی بازار سرمایه

فراگیر	سازمان دهنده	مضامین پایه	منبع	کد مصاحبه شونده
بی‌ثباتی بازار سرمایه	حباب قیمتی	بالا بودن قابل توجه قیمت دارایی نسبت به ارزش واقعی	عباسی و همکاران (۱۳۹۷)	I2.I8
		اخلال در کارکرد بهینه بازار سرمایه		I12.I3.I5.I7
		افت و خیز قیمت‌ها بصورت روزانه		I2.I5
		هجوم برای خرید در زمان بالا بودن قیمت‌ها	جهانی و همکاران (۱۴۰۱)	I8.I20.I9.I11
		تغییرات غیرقابل تشریح دارایی	سجادی (۱۳۸۹)	I2.I8.I7.I11.I13
		رویدادهای تجاری فریبنده		I5.I8.I9.I12
	قیمت‌های فاقد ثبات	راس (۱۹۸۹)	I2.I8.I9.I12	
نوسانات نرخ ارز	عدم تعادل در اقتصاد	مریدی پور و همکاران (۱۴۰۱)		

		اثر سایه‌ای	17.16.13
		سیاست خارجی	12.19
		عدم ثبات شاخص کلان اقتصادی	17.15
		گران شدن ارز	مریدی پور و همکاران (۱۴۰۱)
		کاهش قدرت خرید	کینگ (۲۰۱۸)
نوسانات بازار سهام		دوره‌های طولانی عدم قطعیت	12.18
		تغییر و جایجایی مدیریت سازمان بورس	12.19
		عمق کم بازار	13.11.2
		درصد سهام شناور	18.13
		دخالت نهادهای بالادستی بورس در رفتار بازار	11.19.16
		کارا بودن بازار	112.16
		فساد ساختار یافته	13
		شوک روانی کوتاه‌مدت	17
		انتکا به تحلیل در روند معاملات بورس	17
		تقویت شوک‌های اقتصاد مالی	قلی پور (۲۰۱۹)
		تاثیرپذیری نوسانات از عوامل کلان	16
		استفاده از منابع بانکی	18.17.15
		وزن نقدینگی	مریدی پور و همکاران (۱۴۰۱)
چالش‌های دولتی		تسهیلات اعطایی به بخش خصوصی	19.11.2
		شرایط اقتصادی دولت	16.18
		دورنمای مبهم از اقتصاد	13
		نبود زیر ساختارهای مربوط به‌ای تی	19
		بهره مالکانه	110
		قیمت گذاری دستوری	110
		غیرقابل پیش‌بینی بودن بازار به دلیل قوانین و مقررات	110
		نقش دولت به عنوان یک رقیب	13
		عدم نظارت کامل ناظران	18.19.15
		جبران کسری بودجه دولت از راه‌های مختلف	16
روابط بین‌المللی و سیاسی		شرایط بودجه بندی دولت	15
		تاثیرپذیری از مسائل و اخبار سیاسی	مریدی پور و همکاران (۱۴۰۱)
		وضعیت صادرات و واردات	13.16
		مذاکرات مربوط به برجام	19
		تحریم‌های سیاسی	15.18.19.110.112
		ارتباطات سیاسی با سایر کشورها	مریدی پور و همکاران (۱۴۰۱)
	تصمیم‌گیری هیجانی به دلیل وجود ریسک‌های سیاسی	17.15	

همانطور که مشاهده می‌شود ۵ مضمون سازمان‌دهنده مبنای بی‌ثباتی بازار سرمایه تلقی می‌شوند که در گام بعدی، به منظور تعیین اجماع نظر خبرگان برای متناسب بودن مولفه‌های پژوهش با پیشران‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه، از تحلیل دلفی براساس دو معیار میانگین و ضریب توافق برای تعیین پایایی استفاده می‌شود. لذا برای انجام این بخش باتوجه به مقیاس ۵ گزینه‌ای فازی و تعداد مشارکت‌کنندگان، نسبت به مقایسه میانگین دور اول و دوم اقدام می‌شود تا حد اجماع نظری ابعاد شناسایی شده مورد کنکاش قرار گیرد. ارزیابی، طبق جدول (۴) نتایج تحلیل دلفی ارائه شده است.

جدول ۴. تحلیل دلفی فازی مبنی بر تعیین اجماع نظری

	دور اول دلفی		دور دوم دلفی		نتیجه	مولفه‌ها
	میانگین	ضریب توافق	میانگین	ضریب توافق		
تأیید	۵/۴۰	۰/۷۰	۶	۰/۸۰	تأیید	حباب قیمتی
	۶	۰/۸۰	۶/۱۰	۰/۸۲	تأیید	نوسانات نرخ ارز
	۵/۳۰	۰/۶۵	۵/۵۰	۰/۷۵	تأیید	نوسانات بازار سهام
	۵/۲۰	۰/۶۰	۵/۴۰	۰/۷۰	تأیید	چالش‌های دولتی
	۵/۵۰	۰/۷۵	۶/۱۰	۰/۸۵	تأیید	روابط بین‌المللی و سیاسی

براساس دو معیار میانگین و ضریب توافق، مشخص شد، تمامی مضامین اصلی پیشران‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه مورد تأیید هستند. به عبارت دیگر باتوجه به اینکه از یک سو میانگین هر یک از ابعاد، ۵ و از ۵ بالاتر را کسب نمودند بود و از طرف دیگر چون ضریب توافق به‌دست‌آمده بیش از ۰/۵ است می‌توان بیان نمود، تمامی مضامین اصلی پژوهش مورد تأیید قرار گرفتند. بامشخص شدن تأیید مولفه‌های اصلی پژوهش، در ادامه نسبت به انجام ماتریس روابط پیوندی اقدام می‌شود. لذا مجموعاً ۵ بعد تأیید شده از منظر حد اجماع نظری، برای تحلیل ماتریس میک‌مک، وارد فاز تحلیل روابط پیوندی بین ابعاد مورد مطالعه می‌شوند. در این مرحله از طریق ماتریس مقایسه زوجی که ارتباط مولفه‌های سطر «i» با مولفه‌های ستون «j» را براساس سه ماهیت اعداد ترتیبی «۱»، «۲»، «۳» مورد مقایسه قرار می‌دهد، تلاش می‌گردد تا خروجی و ورودی جهت تدوین تحلیل میک‌مک ایجاد شود.

جدول ۵. روابط پیوندی ابعاد شناسایی شده

■ سطح اول / حباب قیمتی					
		بدون ارتباط	ستون بر سطر	سطر بر ستون	
فراوانی	شاخص ستون	⊙	→	←	شاخص سطر
۱۹	نوسانات نرخ ارز	-	→	-	حباب قیمتی
۲۱	نوسانات بازار سهام	-	-	←	حباب قیمتی
۱۸	چالش‌های دولتی	-	→	-	حباب قیمتی
۱۷	روابط بین‌المللی و سیاسی	-	→	-	حباب قیمتی
■ سطح دوم / نوسانات نرخ ارز					
۱۶	نوسانات بازار سهام	-	-	←	نوسانات نرخ ارز
۱۸	چالش‌های دولتی	-	-	←	نوسانات نرخ ارز
۱۹	روابط بین‌المللی و سیاسی	-	→	-	نوسانات نرخ ارز
■ سطح سوم / نوسانات بازار سهام					
۲۰	چالش‌های دولتی	-	-	←	نوسانات بازار سهام
۱۶	روابط بین‌المللی و سیاسی	-	→	-	نوسانات بازار سهام
■ سطح چهارم / چالش‌های دولتی					
۱۷	روابط بین‌المللی و سیاسی	-	-	←	چالش‌های دولتی

باتوجه به ارتباط درونی بین عوامل کلیدی (پیشران) مرتبط با پیشران‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه، اقدام به ایجاد روابط پیوند درونی براساس اختصاص کدهایی از J1 تا J5 می‌شود تا براساس آن پیامدها و محرک‌ها مشخص گردد.

جدول ۶. روابط پیوند درونی ابعاد شناسایی شده

ورودی	خروجی	J5	J4	J3	J2	J1		
۳	۱	←	←	↑	←	۰	J1	حباب قیمتی
۱	۳	←	↑	↑	۰	↑	J2	نوسانات نرخ ارز
۳	۱	←	↑	۰	←	←	J3	نوسانات بازار سهام
۲	۲	↑	۰	←	←	↑	J4	چالش‌های دولتی
۱	۳	۰	←	↑	↑	↑	J5	روابط بین‌المللی و سیاسی

لذا براساس تعیین روابط پیوند درونی مربوط به ابعاد شناسایی شده، جهت تعیین ماتریس میک‌مک، مقادیر خروجی تعیین کننده‌ی قدرت نفوذ ماتریس و مقادیر ورودی تعیین کننده‌ی قدرت وابستگی ماتریس قلمداد می‌شوند که براساس آن نسبت به تعیین قرار گرفتن هر یک از مولفه‌ها در محور ماتریس میک‌مک اقدام می‌شود.

رُبع پیوندی	رُبع مستقل
-------------	------------

فاز: نفوذ					4
	J2, J5				3
		J4			2
			J1, J3		1
	1	2	3	4	

رُبع وابسته	رُبع خودمختاری
قدرت وابستگی	

نمودار ۱.۱. (MICMAC) قرارگرفتن مولفه‌های پژوهش براساس قدرت نفوذ و وابستگی

مهم‌ترین ربع مرتبط با این مطالعه جهت سناریوپردازی، ربع مستقل است. در ربع مستقل و مهم‌ترین مبنا برای سناریوپردازی مشخص گردید، دو مضمون نوسانات نرخ ارز «J2» و روابط بین‌المللی و سیاسی «J5» قرار گرفتند که نشان می‌دهد این مضامین از نفوذ بالاتری برای بی‌ثباتی بازار سرمایه برخوردار می‌باشند. در واقع این دو مضمون مهم‌ترین پیشران‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه تلقی می‌شوند که برای تحلیل سناریو به عنوان محورهای ماتریس می‌بایست مورد توجه قرار گیرند. براین اساس با ارجاع به جدول (۴)، مضامین پایه دو مضمون نوسانات نرخ ارز «J2» و روابط بین‌المللی و سیاسی «J5» به عنوان پیشران‌های عملیاتی در جدول (۷) کدگذاری می‌شود تا بتوان مضامین پایه را برای ورود به ماتریس‌های ارزیابی جهت تعیین سناریوها آماده نمود.



جدول ۷. وضعیت‌های محتمل ریز عوامل ارزیابی پیشران‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه

نام وضعیت	وضعیت	مضامین پایه	سازمان‌دهنده
تقویت تعادل در نظام اقتصادی جهت حفظ ثبات بازار سرمایه	$J_{21}^1$	عدم تعادل در اقتصاد « $J_2^1$ »	نوسانات نرخ ارز 12
حفظ وضعیت موجود نظام اقتصادی جهت ثبات بازار سرمایه	$J_{22}^1$		
عدم توجه به نقش تعادل در متغیرهای کلان اقتصادی عامل بی‌ثباتی بازار	$J_{13}^1$		
توسعه شاخص‌های کلان اقتصادی جهت حفظ ثبات بازار سرمایه	$J_{21}^4$	عدم ثبات شاخص کلان اقتصادی « $J_2^4$ »	
استفاده اقتضایی از شاخص‌های کلان اقتصادی جهت حفظ ثبات بازار سرمایه	$J_{22}^4$		
بی‌توجهی به نقش شاخص‌های کلان اقتصادی جهت حفظ ثبات بازار سرمایه	$J_{23}^4$		
کاهش شکاف ارزی جهت حفظ ثبات بازار سرمایه	$J_{21}^5$	گران شدن ارز « $J_2^5$ »	
کنترل نرخ ارز جهت حفظ ثبات بازار سرمایه	$J_{22}^5$		
عدم اهمیت به نقش نوسانات ارزی عامل بی‌ثباتی بازار سرمایه	$J_{23}^5$		
تقویت قدرت خرید سهام مینایی برای حفظ ثبات بازار سرمایه	$J_{21}^6$	کاهش قدرت خرید « $J_2^6$ »	
تعادل دستوری عرضه و تقاضای خرید سهام مینایی ثبات بازار سرمایه	$J_{22}^6$		
عدم کنترل نوسانات قدرت خرید سهام ناشی از چالش‌های ارزی	$J_{23}^6$		
تقویت استقلال صنایع از تغییرات سیاسی مینایی ایجاد ثبات در بازار سرمایه	$J_{51}^1$	تأثیرپذیری از مسائل و اخبار سیاسی « $J_5^1$ »	روابط بین‌المللی و سیاسی 15
کنترل اخبار سیاسی مؤثر بر نوسانات بازده سهام مینایی جهت حفظ ثبات بازار سرمایه	$J_{52}^1$		
باور به بی‌تأثیر بودن نشر اخبار سیاسی در بی‌ثباتی بازار سرمایه	$J_{53}^1$		
تقویت مذاکرات برجام مینایی ایجاد ثبات در بازار سرمایه	$J_{51}^2$	مذاکرات مربوط به برجام « $J_5^3$ »	
تعدد مذاکرات برجام مینایی برای حفظ ثبات در بازار سرمایه	$J_{52}^2$		
عدم اهمیت قائل شدن برای مذاکرات سیاسی عامل بی‌ثباتی بازار سرمایه	$J_{53}^2$		
تقلیل تحریم‌های سیاسی مینایی ایجاد ثبات در بازار سرمایه	$J_{51}^4$	تحریم‌های سیاسی « $J_5^4$ »	
جلوگیری از تحریم‌های سیاسی بیشتر مینایی جهت حفظ وضعیت موجود بازار سرمایه	$J_{52}^4$		
باور به بی‌تأثیر بودن تحریم‌های سیاسی در ایجاد بی‌ثباتی در بازار سرمایه	$J_{53}^4$		
تقویت دیپلماسی سیاسی و اقتصادی مینایی توسعه ثبات در بازار سرمایه	$J_{51}^5$	ارتباطات سیاسی با سایر کشورها « $J_5^5$ »	
کنترل ارتباط سیاسی با کشورهای دیگر مینایی حفظ وضع موجود بازار	$J_{52}^5$		
تفکر تک‌بعدی حزبی مبنی بر عدم ارتباطات سیاسی	$J_{53}^5$		

همانطور که مشخص شده است، براساس ۸ عامل ارزیابی پیشران‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه، ۲۴ وضعیت مختلف تدوین گردید و این سوال برای تدوین سناریو مطرح می‌باشد، که هر یک از پیشران‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه تحت محرک‌های هیجانی رفتار سرمایه‌گذاران می‌تواند چه تأثیری بر آینده بازار سرمایه داشته باشد. بنابراین از متخصصان خواسته شد جهت مشخص نمودن هر یک از وضعیت‌ها براساس سه ویژگی «تقویت‌کننده»، «بی‌تأثیر» و «محدودیت‌ساز» با یکی از اعداد ۳ تا ۳- پرسشنامه ماتریسی ۲۴\*۲۴ را تکمیل نمایند تا براساس نرم‌افزار سناریو ویزارد (CIB)، نسبت به تعیین سناریوهای محتمل اقدام لازم صورت گیرد. در واقع این نرم‌افزار

براساس ارائه‌ی سطح بهینه سناریوهای محتمل، نسبت به تدوین چشم‌اندازهای آتی در خصوص پدیده مورد بررسی اقدام می‌کند [۳۷]. لذا براساس شاخص «مد» بالاترین امتیاز هریک از مشارکت‌کنندگان در بخش کمی به عنوان مینا در ارزیابی پیشران‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه تلقی گردید تا براساس آن مجموعه‌ی داده‌های جمع‌آوری شده، به نرم‌افزار وارد شوند. باتوجه به توضیح‌های داده شده و براساس ایجاد ماتریس  $28 \times 28$  در بستر نرم‌افزار ویزارد (۲۸ حالت در ۴ وضعیت محتمل بتوان ۱۱۲)، مجموعاً ۱۲۵۴۴ سناریوی ترکیبی ایجاد گردید. لذا طبق جدول (۸) اثر متقاطع هریک از پیشران‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه براساس شاخص مد تعیین گردید که باتوجه به مجموع امتیازهای مربوط به ماتریس متقابل، ۴ سناریوی مورد بررسی در ارزیابی پیشران‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه، تعیین گردیدند که براساس سه وضعیت مطلوب، ایستا و بحرانی مورد بررسی قرار گرفتند.

جدول ۸. وضعیت هریک از پیشران‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه براساس تفکیک سناریوها

سناریوی سوم	سناریوی دوم	سناریوی اول	وضعیت	سناریوی چهارم
مطلوب	مطلوب	ایستا	$J_{21}^1$ $J_{22}^1$	عدم تعادل در اقتصاد « $J_2^1$ »
			$J_{13}^1$	
بحرانی				
مطلوب	مطلوب	ایستا	$J_{21}^4$ $J_{22}^4$	عدم ثبات شاخص کلان اقتصادی « $J_2^4$ »
			$J_{23}^4$	
بحرانی				
مطلوب	مطلوب	ایستا	$J_{21}^5$ $J_{22}^5$	گران شدن ارز « $J_2^5$ »
			$J_{23}^5$	
بحرانی				
مطلوب	مطلوب	بحرانی	$J_{21}^6$ $J_{22}^6$	کاهش قدرت خرید « $J_2^6$ »
			$J_{23}^6$	
بحرانی				
مطلوب	مطلوب	ایستا	$J_{51}^1$ $J_{52}^1$	تاثیرپذیری از مسائل و اخبار سیاسی « $J_5^1$ »
			$J_{53}^1$	
بحرانی				
مطلوب	مطلوب	بحرانی	$J_{51}^2$ $J_{52}^2$	مذاکرات مربوط به برجام « $J_5^3$ »
			$J_{53}^2$	
بحرانی				
مطلوب	مطلوب	ایستا	$J_{51}^4$ $J_{52}^4$	تحریم‌های سیاسی « $J_5^4$ »
			$J_{53}^4$	
بحرانی				
مطلوب	مطلوب	بحرانی	$J_{51}^5$ $J_{52}^5$	ارتباطات سیاسی با سایر کشورها « $J_5^5$ »
			$J_{53}^5$	
بحرانی				

در تحلیل سناریو، برای رسیدن به فاکتورهای ماتریسی باتوجه به ماهیت پدیده مورد بررسی، می‌بایست اقدام به انتخاب سناریوهای پیشران نمود. به عبارت دیگر باتوجه به اینکه مفهومی بی‌ثباتی بازار سرمایه، جنبه‌های منفی علل کارکردی در بازار سرمایه را شامل می‌شود، می‌بایست در این فرآیند وضعیت بحرانی را به عنوان مبنای سناریوپردازی احتمالی چشم اندازهای بی‌ثباتی بازار سرمایه مورد توجه قرار داد. طبق نتایج می‌بایست بیان گردد، سناریوی اول؛ دوم و سوم سناریوهای قوی شناسایی شده محسوب می‌شوند و سناریوی چهارم سناریو باسازگاری بالا قلمداد می‌شوند. از نظر وضعیت نیز باید بیان نمود، سناریوی دوم و سوم جزء سناریو با وضعیت مطلوب می‌باشند، سناریو اول جزء سناریوهای ایستا هستند و سناریوی چهارم در دسته سناریوهای وضعیت بحرانی محسوب می‌شوند. در این مطالعه بر روی سناریوهای بحرانی به دلیل ماهیت بی‌ثباتی بازار سرمایه تمرکز می‌شود. در ادامه باهدف ترکیب سناریوهای ایجاد شده با تکنیک محاسبه‌ی ریاضی، تلاش می‌شود تا از طریق محاسبه‌ی توابع براساس دو بعد نوسانات نرخ ارز و روابط بین‌المللی و سیاسی که به عنوان مهم‌ترین پیشران‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه از قدرت نفوذ بسیار بالایی برخوردار بودند، سناریوهایی مربوط ایجاد گردد. لذا براساس دو محور یاد شده، ۴ ماتریس براساس تکنیک محاسبات توابع در ریاضی ایجاد می‌شوند که ۱۱ عامل بحرانی مرتبط به آن در یکی از وضعیت‌های ماتریس زیر قرار می‌گیرند. نکته قابل توجه این است که جهت تدوین این ماتریس، نیاز بود تا از طریق تحلیل سیمپلکس تجدید نظر شده در معادلات تحقیق در عملیاتی، نسبت به پاسخ به این سوال که هر یک از وضعیت‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه تحت محرک چه بعدی از رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران می‌تواند با چالش بیشتری مواجه باشد. برای این منظور می‌بایست با تعیین ابعاد رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران، نسبت به تشکیل ماتریس توابع ریاضی اقدام نمود. برای تعیین ابعاد این مفهوم، در این بخش ابتدا از روش ارزیابی انتقادی استفاده شد. باهدف چابک‌تر نمودن مطالعه حاضر، در این بخش صرفاً ابعادی که از محتوای پژوهش‌های تأیید شده، شناسایی شدند، طبق جدول زیر ارائه گردیدند.

جدول ۹. فرآیند تعیین ابعاد محرک‌های رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران

شماره	محققان مولفه‌ها	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	جمع	تأیید/حذف
		لیو و همکاران (۲۰۲۱)	پیلادا و رانگاسامی (۲۰۲۳)	داکس بری و وانگ (۲۰۲۲)	بی‌اچ و ریشاد (۲۰۲۱)	داسگپتا و چاتوپادهی (۲۰۲۰)	ناوگاتون و همکاران (۲۰۱۹)	داسگپتا و سیتیکه (۲۰۱۸)		
۱	خوش‌بینی سرمایه‌گذاران	<input checked="" type="checkbox"/>	-	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	-	-	۲	حذف
۲	افراط‌گرایی سرمایه‌گذاران	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	-	-	۲	حذف
۳	توده‌واری رفتار سرمایه‌گذاران	-	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	۴	تأیید
۴	پشیمان‌گریزی سرمایه‌گذاران	-	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	-	۲	حذف
۵	منبع کنترل بیرونی سرمایه‌گذاران	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	۵	تأیید
۶	حسابداری ذهنی سرمایه‌گذاران	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	۴	تأیید
۷	ابهام‌گریزی سرمایه‌گذاران	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	-	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	۲	حذف
۸	احاطه اثر هاله بر ادراک سرمایه‌گذاران	<input checked="" type="checkbox"/>	-	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	۴	تأیید
۹	خود اسنادی سرمایه‌گذاران	-	<input checked="" type="checkbox"/>	-	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	۳	حذف
۱۰	بیش برآوردگرایی سرمایه‌گذاران	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	-	<input checked="" type="checkbox"/>	۳	حذف
۱۱	لنگرهای ذهنی سرمایه‌گذاران	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	-	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	-	۴	تأیید

براساس غربالگری محتوایی مشخص گردید، از مجموع ۱۱ معیار مربوط به متون ۷ پژوهش تأیید شده از مرحله ارزیابی انتقادی، مجموعاً ۵ معیار به عنوان محرک‌های ارزیابی رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران انتخاب شدند که از طریق سیمپلکس نسبت به دستیابی به توابع ریاضی در قالب ماتریس نهایی مورد محاسبه قرار گیرند. لذا برای این منظور، از مشارکت‌کنندگان بخش کمی خواسته شد تا براساس مقیاس ۱۰ امتیازی (۰ تا ۱۰) به عوامل ارزیابی پیشران‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه در آینده که در سناریوی بحرانی قرار گرفته بودند، امتیاز لازم داده شود، تا از طریق

<sup>1</sup> Liu et al

<sup>2</sup> Pillada & Rangasamy

<sup>3</sup> Duxbury & Wang

<sup>4</sup> P H & Rishad

<sup>5</sup> Dasgupta & Chattopadhyay

<sup>6</sup> Naughton et al

<sup>7</sup> Dasgupta and Singh

تحلیل سیمپلکس تجدید نظر شده، بتوان براساس دو بعد نوسانات نرخ ارز و روابط بین‌المللی و سیاسی نسبت به تعیین ماتریس توابع ریاضی اقدام نمود. لذا براساس دو عامل ارزیابی براساس امتیازهای داده شده، جدول (۱۰) ایجاد شده است. این جدول ۴ ماتریس همانی، سینوسی، براکتی و لگاریتمی به عنوان توابع ریاضی در قالب ویژگی‌های چشم‌انداز آینده بازار سرمایه نشان می‌دهد.

جدول ۱۰. ماتریس تعیین اثرگذارترین سناریو و راهبردها

اولویت‌بندی	امید ریاضی راهبردها	سناریو لگاریتمی	سناریو براکتی	سناریو سینوسی	سناریو همانی
1 <sup>st</sup>	۳/۷۸	۳/۴۵	۳/۳۱	۴/۹۳	۳/۴۳
3 <sup>th</sup>	۳/۴۵	۳/۱۴	۳/۱۰	۴/۱۹	۳/۳۹
5 <sup>th</sup>	۳/۲۲	۳/۵۴	۳/۰۲	۳/۰۶	۳/۲۹
4 <sup>rd</sup>	۳/۳۶	۳/۰۷	۳/۵۷	۳/۶۵	۳/۱۸
2 <sup>nd</sup>	۳/۴۸	۳/۴۳	۳/۱۶	۳/۳۲	۴/۰۱
جمع میانگین	۶۳/۷۴	۳/۳۲	۳/۲۳	۳/۷۹	۳/۴۶
اولویت‌بندی سناریو		3 <sup>th</sup>	4 <sup>rd</sup>	1 <sup>st</sup>	2 <sup>nd</sup>

امید ریاضی براساس نظریه احتمالات، حالات متغیر تصادفی را براساس مقدار میانگین تعداد دفعات مشاهده شده یک وضعیت مورد محاسبه قرار می‌دهد. لذا از مجموع امتیازهای داده شده مشارکت‌کنندگان به ماتریس راهبردها و سناریوها، نسبت به محاسبه امید ریاضی اقدام شده است. برای انجام آن از رابطه زیر بهره برده شد.

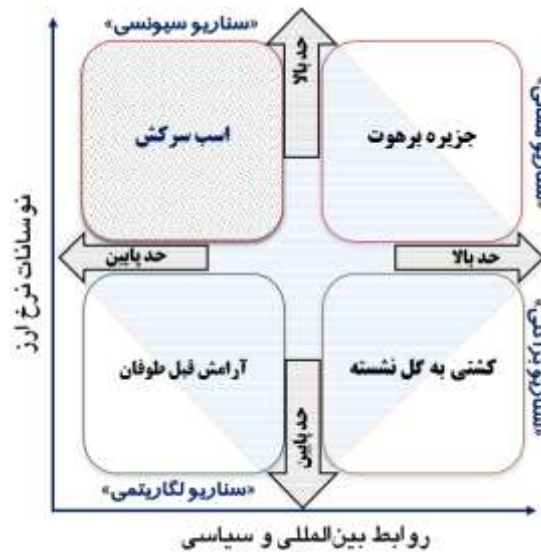
$$\mathbb{E}[X] = \left[ \left(\frac{1}{5} \times 1\right) + \left(\frac{1}{5} \times 2\right) + \left(\frac{1}{5} \times 3\right) + \left(\frac{1}{5} \times 4\right) + \left(\frac{1}{5} \times 5\right) \right] = 3 \quad \text{رابطه (۱)}$$

همانطور که مشاهده می‌شود، تکرار هر سناریو در پنج حالت ممکن از محرک‌های رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران بر ماتریس‌های توابع ریاضی بی‌ثباتی بازار سرمایه ایجاد شده، از طریق تکرار میانگین‌ها مورد بررسی قرار گرفت که میانگین امید ریاضی تعیین شده ۳ می‌باشد. لذا براساس امتیازهای تعیین شده، مشخص گردید، مهم‌ترین سناریو مرتبط با پیشران‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه، سناریوی سنوسی یا عبارت توضیحی (تشبیه مضمون ادبی) /سب سرکش (جدول ۱۱) می‌باشد که از تقاطع نوسانات نرخ ارز بالا (محور عمودی) با فاکتورهای روابط بین‌المللی و سیاسی پایین (محور افقی) ایجاد می‌شود و به عنوان مهم‌ترین عامل بی‌ثباتی بازار سرمایه، تحت محرک‌های رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران تلقی می‌گردد. پس از محاسبه توابع ریاضی در ماتریس‌ها، نسبت به قرار دادن هریک از عوامل ارزیابی که در دو سناریوی با وضعیت مطلوب طبق تکنیک تحلیلی سناریو ویزارد (CIB) قرار گرفته بودند، در جدول (۱۱) اقدام می‌شود.

جدول ۱۱. تفکیک سناریوهای مطلوب ارزیابی پیشران‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه

عنوان سناریو	عبارت توضیحی	عوامل ارزیابی
سناریوی ماتریس همانی	جزیره برهوت	بی‌توجهی به نقش شاخص‌های کلان اقتصادی جهت حفظ ثبات بازار سرمایه
		عدم اهمیت به نقش نوسانات ارزی عامل بی‌ثباتی بازار سرمایه
		باور به بی‌تأثیر بودن تحریم‌های سیاسی در ایجاد بی‌ثباتی در بازار سرمایه
سناریوی ماتریس سینوسی	اسب سرکش	عدم توجه به نقش تعادل در متغیرهای کلان اقتصادی عامل بی‌ثباتی بازار
		عدم کنترل نوسانات قدرت خرید سهام ناشی از چالش‌های ارزی عامل بی‌ثباتی بازار
		تعادل دستوری عرصه و تقاضای خرید سهام منبای ثبات بازار سرمایه
سناریوی ماتریس پراکتی	کشتی به گل نشسته	باور به بی‌تأثیر بودن نشر اخبار سیاسی در بی‌ثباتی بازار سرمایه
		عدم اهمیت قائل شدن برای مذاکرات سیاسی عامل بی‌ثباتی بازار سرمایه
		تفکر تک‌بعدی حزبی مبنی بر عدم ارتباطات سیاسی منبای بی‌ثباتی بازار سرمایه
سناریوی ماتریس لگاریتمی	شیطان بزرگ	کنترل ارتباط سیاسی با کشورهای دیگر منبای حفظ وضع موجود در بازار سرمایه
		تعدد مذاکرات بگرام منبایی برای حفظ ثبات در بازار سرمایه

لذا براساس تعیین عبارت توضیحی برای هر سناریو، می‌توان ماتریس نهایی زیر را ارائه داد تا مشخص گردد، پیشران‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه می‌تواند براساس کارکردهای رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران چه تأثیری بر چشم‌اندازهای بازار سرمایه ایران، داشته باشد.



شکل ۴. ماتریس چشم‌اندازهای آینده بی‌ثباتی بازار سرمایه

## ۵. بحث و نتیجه‌گیری

هدف این مطالعه ارزیابی پیشران‌های بی‌ثباتی بازار سرمایه تحت محرک‌پذیری رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران براساس آینده پژوهی بازار سرمایه ایران بود. فرآیند پژوهش مبنی بر پاسخ به سوال دوم جهت تعیین مؤثرترین سناریوی بی‌ثباتی بازار سرمایه تحت محرک‌پذیری رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران، نشان داد، تحت وجود توده‌واری به عنوان محرک رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران، مهم‌ترین سناریو، سناریوی ماتریس سینوسی معادل تشبیه به مضمون اسب سرکش می‌باشد.

در تحلیل این نتیجه می‌بایست بیان نمود، یکی از مهم‌ترین دلایل بی‌ثباتی بازار سرمایه که رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران و سهامداران را در پی خواهد داشت، وجود نوسانات ارزی است که باعث می‌شود تا جذابیت‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی مثل بورس اوراق بهادار، جای خود را به سرمایه‌گذاری در بازارهای پولی و ارزی دهد تا با نوسان‌گریزی تفاوت ریال با ارزهای بین‌المللی، بازده بیشتری را در افق کوتاه‌مدت‌تر برای سرمایه‌گذاران به همراه داشته باشد. بروز چنین شرایطی در بازار سرمایه معمولاً سفته‌بازی در تصمیم‌گیری‌های مالی را تقویت می‌کند و باعث می‌گردد تا هیجانات سرمایه‌گذاران سبب گردد تا سطح عرضه‌ی سهام نسبت به تقاضا افزایش یابد که این موضوع می‌تواند جریان نقدینگی را در سهام شرکت‌ها کاهش دهد و باعث گردد تا افسار گسیختگی ارز، پیامدهای منفی برای بازار سرمایه به لحاظ حفظ توازن و تعادل داشته باشد. از طرف دیگر، نرخ ارز به عنوان یک متغیر کلان اقتصادی، تحت تئوری اثر بین‌المللی فیشر می‌تواند توجیه‌کننده‌ی علت بی‌ثباتی بازار سرمایه، براساس محرک رفتار توده‌وار تلقی شود. این تئوری بیان می‌نماید، شکاف بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران با بازده واقعی که ناشی از نوسانات نرخ ارز می‌باشد، سبب خواهد شد تا ورود سرمایه‌های نقدی در شکل خرید سهام کاهش یابد و به دلیل جذاب شدن بازار ارزی، سرمایه‌گذاران بیشتر عرضه‌کننده‌ی سهام می‌شوند و این موضوع باعث می‌شود تا نرخ بهره مورد انتظار سرمایه‌گذاران از نرخ بهره واقعی در بازار سرمایه بیشتر باشد و به دلیل اینکه بازار سرمایه توانایی پوشش چنین شکافی را ندارد، احتمال ریسک سقوط قیمت سهام به دلیل خروج سرمایه‌ها از بازار سرمایه افزایش می‌یابد و بی‌ثبات‌تر شدن بازار سرمایه را تشدید می‌کند. از طرف دیگر مشخص گردید، رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران، یکی از محرک‌های رفتاری در تقویت بی‌ثباتی بازار سرمایه تلقی می‌شود. زیرا همانطور که مشخص است، با بروز نوسانات ارزی و پیش‌بینی سناریوی اسب سرکش، احتمالاً رفتار تابع سرمایه‌گذاران از سردمداران تصمیم‌گیرندگان مالی باعث خواهد شد تا رفتارهای هیجانی ناشی از خارج کردن سرمایه‌ها از بازار سرمایه، عامل تحریک‌کننده تری برای بی‌ثباتی بازار سرمایه تلقی شود. اگرچه به دلیل فقدان پژوهش‌های مشابهی با این موضوع در گذشته امکان تطبیق نتایج وجود ندارد، اما می‌توان به لحاظ محتوا و ابعاد شناسایی شده، نتایج این

مطالعه را با پژوهش‌های کانزاری و همکاران (۲۰۲۳)؛ ما و الوی (۲۰۲۲) و دیبولد و یلماز (۲۰۱۷) دارای مطابقت قلمداد نمود.

### پیشنهادها

می‌توان به سیاستگذاران در عرصه‌های نظارتی بر بازار سرمایه توصیه نمود، حرکت به سمت راهبردهای درهای باز اقتصادی باتوجه به تجربه‌ی کشورهای هم‌رده مثل برزیل؛ مکزیک و مصر در چند دهه‌ی اخیر می‌تواند گردش جریان نقدی را در بازارهای مالی به نفع اقتصاد کشور مصادره نماید و مانع از وابستگی صرف کشور به اقتصاد تک‌بعدی نفت گردد. زیرا این راهبرد باعث می‌شود تا با جذب سرمایه‌گذاران خارجی، صنایع رونق بگیرند و به جای سرمایه‌گذاری بر ارز که راه جایگزین غالب شرکت‌های بازار سرمایه ایران در چند سال گذشته بدلیل تحریم‌های بین‌المللی بوده است تا سود بیشتری را عاید خود نمایند، سبب جذابیت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار گردد.

می‌توان پیشنهاد نمود تا با تغییر راهبردهای آموزش در بازار سرمایه، رفتارهای سرمایه‌گذاری به سمت استدلالی‌تر شدن جهت اخذ یک تصمیم مالی مناسب حرکت نماید. اگرچه غیرقابل کتمان است که بازارهای سرمایه‌ای همچون ایران به دلیل ناکارآمدی ساختاری، امکان پیش‌بینی را تا حد زیادی از منطق استدلالی و رفتار عقلانی دور می‌نماید، اما وجود آموزش‌های سرمایه‌گذاری در بورس می‌تواند تا حدی از بروز رفتارهای توده‌وار جلوگیری نماید و کمک نمایند تا با ارتقاء ادراک سرمایه‌گذاران، تفاوت بین سیگنال‌ها صوری با سیگنال‌های واقعی در بازار سرمایه مبنای تصمیم‌گیری‌های با ریسک پایین‌تر سرمایه‌گذاران تلقی شود.

### سپاسگزاری

از کلیه افرادی که ما را در انجام این پژوهش یاری نمودند تشکر می‌نماییم. در این پژوهش از سازمان، نهاد یا شخصی کمک مالی دریافت نشده است.



## References

1. Abdel Khalek, G. and Rizk, A. (2023). Cost of foreign reserve accumulation in emerging market and developing economies, *Review of Economics and Political Science*, <https://doi.org/10.1108/REPS-12-2022-0108>
2. Akhtar, M. and Malik, M.U. (2023). Personality traits and investor risk behavior: moderating role of financial literacy, *Managerial Finance*, 49(5): 884-905. <https://doi.org/10.1108/MF-08-2021-0387>
3. Al-Alawi, A. (2017). Holistic approach to the factors affecting individual investor's decision making in the GCC market. Submitted Doctoral Thesis, Plymouth University.
4. Attride-Stirling, J. (2001). Thematic Networks: An Analytic Tool for Qualitative Research, *Qualitative Research*, 1(3): 385–405. <https://doi.org/10.1177/146879410100100307>
5. Bihari, A., Dash, M., Muduli, K., Kumar, A., Mulat-Weldemeskel, E. and Luthra, S. (2023). Does cognitive biased knowledge influence investor decisions? An empirical investigation using machine learning and artificial neural network, *VINE Journal of Information and Knowledge Management Systems*, <https://doi.org/10.1108/VJKMS-08-2022-0253>
6. Dadras Keyvan, TolOiee Ash Aghi Abbas, RadfAr Reza. Role of Behavioral Finance In Understanding Individual Investor's Behavior (A Review of Empirical Evidences from Tehran Stock Exchange). *Investment Know Ledge* [Internet]. 2019;7(28 ):83-101. (In Persian)
7. Dai, Zh., Zhou, Zh. (2022). Research and Forecast Analysis of Financial Stability for Policy Uncertainty, *Computational Intelligence in Internet of Things Enabled Applications*, 21(1): 1-32. <https://doi.org/10.1155/2022/8799247>
8. Dasgupta, R. and Chattopadhyay, S. (2020). Stock market drivers of retail investors' sentiment – facets and new evidences from India, *Rajagiri Management Journal*, 14(2): 133-154. <https://doi.org/10.1108/RAMJ-05-2020-0015>
9. Dasgupta, R. and Singh, R. (2018). Investor sentiment antecedents: A structural equation modeling approach in an emerging market context, *Review of Behavioral Finance*, 11(2): 222-245. <https://doi.org/10.1108/RBF-07-2017-0068>
10. Dias, I, K., Fernando, R., Fernando, N, D. (2022). Does investor sentiment predict bitcoin return and volatility? A quantile regression approach, *International Review of Financial Analysis*, 84(2): 222-245.
11. Diebold, F. X., & Yilmaz, K. (2012). Better to Give than to Receive: Predictive Directional Measurement of Volatility Spillovers. *International Journal of Forecasting*, 28, 58-66.

12. Dieci, R., Weterhoff, F. (2013). On the inherent instability of international financial markets: natural nonlinear interactions between stock and foreign exchange markets, *Applied Mathematics and Computation*, 221(15): 306-328. <https://doi.org/10.1016/j.amc.2013.06.042>
13. Duxbury, D., Wang, W. (2022). Investor sentiment and the risk–return relation: A two-in-one approach, *European Financial Management*, <https://doi.org/10.1111/eufm.12427>
14. Ehouman, Y. A. (2020). Volatility transmission between oil prices and banks' stock prices as a new source of instability: Lessons from the United States experience. *Economic Modelling*, 91, 198-217.
15. Francisco Arroyo, M., Antonio, F., Garima, V. (2023). Publication: Fiscal Policy Volatility and Growth in Emerging Markets and Developing Economies, Policy Research Working Papers, <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/39711>
16. French, J. (2017). Asset pricing with investor sentiment: On the use of investor group behavior to forecast ASEAN markets, *Research in International Business and Finance*, 42(1): 124-148. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.04.037>
17. Gaies, B., Sahbi Nakhli, M., Ayadi, R., Sahut, J, M. (2023). Exploring the causal links between investor sentiment and financial instability: A dynamic macro-financial analysis, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 204(3): 290-303. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2022.10.013>
18. Gao, Zh., Zhang, J. (2023). The fluctuation correlation between investor sentiment and stock index using VMD-LSTM: Evidence from China stock market, *The North American Journal of Economics and Finance*, 66(1): 313-343. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2023.101915>
19. Guizani, M., Talbi, D. and Abdalkrim, G. (2023). Economic policy uncertainty, geopolitical risk and cash holdings: evidence from Saudi Arabia, *Arab Gulf Journal of Scientific Research*, 41(2): 183-201. <https://doi.org/10.1108/AGJSR-07-2022-0109>
20. Hassanpour Hamid, BARZANI Mohammad Vaez, Moarefi Mohammadi Abdolhamid, Emami Jomeh Seyed Mehdi. A Comparative Analysis of the Epistemological Foundations of Classical and Behavioral Finance. *Marifate eghtesadi eislami*[Internet]. 2020;11(2 (22)):57-74. (In Persian)
21. Hadipour Hassan, Paytakhti Oskooe Seyed Ali, Rahmani Kamaledin. Factors Affecting the Instability Index in Tehran Stock Exchange. *The journal of Planning And budgeting*[Internet]. 2021;26(3):131-154. Available from: <https://sid.ir/paper/1034587/en>. (In Persian)
22. Hossein Jokar, Mahdi Bahar moghaddam, (2018). The Mechanism of Analyzing Investors? Sentiments and Accounting Information on stock

- market Prices, *Appleid Research in Financial Reporting*, 7(12), 171-202. [magiran.com/p1882506](http://magiran.com/p1882506). (In Persian).
23. Hudson, Y., Yan, M., Zhang, D. (2020). Herd behaviour & investor sentiment: Evidence from UK mutual funds, *International Review of Financial Analysis*, 71(1): 114-137. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101494>
  24. 24. Jalali, Rostam. (2012). Qualitative research sampling. *Journal of qualitative research in health sciences*, 1(4), 310-320. SID. (In Persian)
  25. Jamshidi naser, Ghalibaf asl hassan .(2018). Studying the Effect of Investors' Personality on their Business Behavior and Investment Performance: Evidences of Tehran Stock Exchange. *Financial research [Internet]*. 2018;20(1 ):75-90. (In Persian)
  26. Jonsen, K. and Jehn, K.A. (2009). Using triangulation to validate themes in qualitative studies, *Qualitative Research in Organizations and Management*, 4(2): 123-150. <https://doi.org/10.1108/17465640910978391>
  27. Kanzari, D., Nakhli, M, S., Gaies, B., Sahut, J, M. (2023). Predicting macro-financial instability: How relevant is sentiment? Evidence from long short-term memory networks, *Research in International Business and Finance*, 65(3): 103-141. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.101912>
  28. 28. Kardan bhezad, Vadeei Mohammad hossein, Zol faghar Arani Mohammad Hossein . The role of behavioral tendencies (sentiment) of investors in valuation of the company. *Journal of accounting knowledge[Internet]*. 2018;8(4 (31) ):7-35. (In Persian) Available from: <https://sid.ir/paper/163412/en>
  29. 29. Kim, K., Ryu, D. (2021). Term structure of sentiment effect on investor trading behavior, *Finance Research Letters*, 43(2): 54-87. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102005>
  30. 30. Keshavarz Hadi. Political, Financial and Economic Instability in the Iran Economy: Dimensions and Factors. *international political economy studies[Internet]*. 2021;4(2 ):691-724. (In Persian)
  31. 31. Khatiri, M., Taghavi, S. A., Asgari, A., & Rostami, F. (2021). Factors Affecting the Prediction of Irregularity Stock Price Bubble. *Financial Management Perspective*, 11(36), 173-187. doi: 10.52547/JFMP.11.36.173. (In Persian)
  32. 32. Lee, H, J., Sung, T., Won Seo, S. (2022). Investor sentiment, credit rating, and stock returns, *International Review of Economics & Finance*, 80(1/2): 1076-1092. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.04.002>
  33. 33. Liu, J., Wu, K., Zhou, M. (2023). News tone, investor sentiment, and liquidity premium, *International Review of Economics & Finance*, 84(3): 167-181. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.11.016>

34. 34. Ma, Y., Lv, L. (2022). Financial development, financial instability, and fiscal policy volatility: International evidence, *The North American Journal of Economics and Finance*, 64(3): 38-55. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2022.101873>
35. 35. Majidi Zavieh, R., & Hajizadeh, E. (2021). Investigating the impact of sentiments on stock returns: evidence from reactions to social media content. *Financial Management Perspective*, 11(36), 57-89. doi: 10.52547/jfmp.11.36.57. (In Persian)
36. 36. Marzban, E., Firoozpour, A. and Marzban, M. (2022). Electricity as a common good/resource: a scenario based approach, *International Journal of Energy Sector Management*, <https://doi.org/10.1108/IJESM-08-2021-0020>
37. 37. Mehta, N.K., Bhattacharyya, S.S. and Pandey, N. (2022). Empirical investigation regarding ethical decision making: a stakeholder cross-impact analysis (SCIA), *International Journal of Ethics and Systems*, 38(3): 444-464. <https://doi.org/10.1108/IJOES-07-2021-0149>
38. 38. Mehta, N.K., Bhattacharyya, S.S. and Pandey, N. (2022). Empirical investigation regarding ethical decision making: a stakeholder cross-impact analysis (SCIA), *International Journal of Ethics and Systems*, 38(3): 444-464. <https://doi.org/10.1108/IJOES-07-2021-0149>
39. 39. Mirhasheminasab, S. A., Mohamadzadeh, A., Mohammadnoorbakhsh Langaroodi, M., & Akhoondi, N. (2019). A Model for Syntactic Investigation between Risk taking, Personal and Cultural properties on Herding Behavior in Tehran Stock Exchange.. *Financial Management Perspective*, 9(28), 65-90. doi: 10.52547/jfmp.9.28.65. (In Persian)
40. 40. Mohamadi, M., Azimi Yancheshme, M., Fouladi, M., & Farhadi, M. (2022). Designing a model to explain the impact of investors' emotions on financial decisions, stock returns and economic volatility. *Financial Management Perspective*. 12(40), 145-171. doi: 10.52547/jfmp.12.40.145. (In Persian)
41. 41. Molina-Muñoz, J., Mora-Valencia, A., Perote, J. and Rodríguez-Raga, S. (2023). Volatility transmission dynamics between energy and financial indices of emerging markets: a comparison between the subprime crisis and the covid-19 pandemic, *International Journal of Emerging Markets*, <https://doi.org/10.1108/IJOEM-10-2021-1551>
42. 42. Naughton, J, P., Wang, C., Yeung, I. (2019). Investor Sentiment for Corporate Social Performance. *The Accounting Review*, 94(4): 401–420. <https://doi.org/10.2308/accr-52303>
43. 43. Nayebmohseni Sheida, Khalifehsultani Seyed Ahmad, Hejazi rezvan . Developing a Behavioral Model of Individual Investors' Decisionmaking in the Iranian Capital Market. *Financial research*[Internet]. 2022;23(4 ):625-652. Available from: <https://sid.ir/paper/958402/en>. (In Persian)

44. P H, H., Rishad, A. (2021). An empirical examination of investor sentiment and stock market volatility: evidence from India. *Financial Innovation*, 6, 34. <https://doi.org/10.1186/s40854-020-00198-x>
45. Palermo, T. (2018). Accounts of the future: A multiple-case study of scenarios in planning and management control processes, *Qualitative Research in Accounting & Management*, 15(1): 2-23. <https://doi.org/10.1108/QRAM-06-2016-0049>
46. Pillada, N., Ranganamy, S. (2023). An empirical investigation of investor sentiment and volatility of realty sector market in India: an application of the DCC–GARCH model, *SN Business & Economics*, 3(1): 55-72. <https://doi.org/10.1007/s43546-023-00434-3>
47. Raheja, S. and Dhiman, B. (2020). How do emotional intelligence and behavioral biases of investors determine their investment decisions?, *Rajagiri Management Journal*, 14(1): 35-47. <https://doi.org/10.1108/RAMJ-12-2019-0027>
48. Ranjbar, Hadi, Haghdoost, Ali Akbar, Salsali, Mahvash, Khoshdel, Alireza, Soleimani, Mohammadali, & Bahrami, Nasiim. (2012). Sampling in Qualitative Research: A guide for beginning. *Annals of military and heal the sciences research*, 10(3 (serial number 39)), 238-250. <https://sid.ir/paper/96654/en>. (In Persian)
49. reza khedri gharibvand, Hosein Ali Sinayi, (2023). The impact of investors' emotions on economic variables using the index of investors' emotional behavior in Tehran Stock Exchange, *Scientific Journal Budget and Finance Strategic Research*, 4(1), 11-35. [magiran.com/p2550250](http://magiran.com/p2550250). (In Persian)
50. Shahzad, U., Si Mohammed, K., Tiwari, S., Nakonieczny, J., Nesterowicz, R. (2023). Connectedness between geopolitical risk, financial instability indices and precious metals markets: Novel findings from Russia Ukraine conflict perspective, *Resources Policy*, 80(2): 104-117. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2022.103190>
51. Tao, Z., Moncada, J, A., Delarue, E. (2023). Exploring the impact of boundedly rational power plant investment decision-making by applying prospect theory, *Utilities Policy*, 34(3): 43-67. <https://doi.org/10.1016/j.jup.2023.101522>
52. Teovanović, P., Knežević, G., Stankov, L. (2015). Individual differences in cognitive biases: Evidence against one-factor theory of rationality, *Intelligence*, 50(3): 75-86. <https://doi.org/10.1016/j.intell.2015.02.008>
53. Ul Din, S, M., Mehmood, Sh, Kh., Shahzad, A., Ahmad, I., Davidyants, A., Abu-Rumman, A. (2020). The Impact of Behavioral Biases on Herding Behavior of Investors in Islamic Financial Products, *Organizational Psychology*, 10(8): 87-110. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2020.600570>

---

### استناد

چرمی اسکویی، یلدا؛ ابراهیمی کههریزسنگی، خدیجه؛ آقائی چادگانی، آرزو و صفری گرایی، مهدی (۱۴۰۲). آینده پژوهی پیشران‌های کلیدی موثر بر بی‌ثباتی بازار سرمایه ایران. چشم‌انداز مدیریت مالی، ۱۳(۴۳)، ۱۰۳-۱۳۳.

---

---

### Citation

Charmi Oskouy, Yalda; Ebrahimi kahrizsangi, Khadijeh; Aghaie Chadgany, Arezoo & Safari Gerayli, Mehdi (2023). Future research of the key drivers affecting the instability of Iran's capital market. *Journal of Financial Management Perspective*, 13(43), 103 - 132. (in Persian)

---