

Presenting a model to explain unfavorable risk and favorable risk according to psychological variables in predicting market fluctuations in the Iranian capital market.

Hasan Rezaeikangi¹ , Mahdi Mohammad Bagheri² , Hojat Babaei³ ,
Ali Raeispour Rajabali⁴ 

1- PhD student of Industrial Management Department, Kerman Branch, Islamic Azad University, Kerman, Iran.

2- Assistant Professor, Department of Management, Kerman Branch, Islamic Azad University, Kerman, Iran.

3- Assistant Professor, Department of Mathematics, Kerman Branch, Islamic Azad University, Kerman, Iran.

4- Assistant Professor, Department of Economics, Kerman Branch, Islamic Azad University, Kerman, Iran.

Receive:

15 January 2024

Revise:

26 February 2024

Accept:

13 April 2024

Abstract

The aim of the current research is to provide a model to explain unfavorable risk and favorable risk with regard to psychological variables in predicting market fluctuations in the Iranian capital market. According to its purpose, the research method is applicable-developmental; and in terms of the research method, it is in the category of qualitative research of thematic analysis type. The statistical population of this research includes 18 Iranian capital market experts who have at least 10 years of teaching, research and management experience in the stock market. Purposeful sampling method was used in this research. The method of data collection is referring to documents and semi-structured interviews. For data analysis, Atlas ti software was used to code the interviews. The findings of the research showed that the model for explaining unfavorable risk and favorable risk according to psychological variables includes the model of one overarching theme, five constructive themes, and 23 basic themes. The dimensions of the research include: favorable and unfavorable risk factors, market conditions, psychological conditions, risk control strategies, and success in market forecasting. The research components include: financing, marketing communications, information accuracy, bankruptcy financial indicators, bankruptcy non-financial indicators, political factors, interpretation of fluctuations, economic factors, factors related to the stock market, factors related to the company, brokerages, personality, optimistic behavior, over-trusting behavior, risk-averse behavior, emotional behavior, financial education, monitoring and evaluation, rules and regulations, economic added value, company value, individual satisfaction, and economic growth.

Keywords:

explanation of unfavorable risk, favorable risk, psychological variables, prediction of market fluctuations

Please cite this article as (APA): Rezaeikangi, H., Mohammad Bagheri, M., Babaei, H., & Raeispour Rajabali, A. (2024). Presenting a model to explain unfavorable risk and favorable risk according to psychological variables in predicting market fluctuations in the Iranian capital market.. *Journal of value creating in Business Management*, 4(2), 271-301.



<https://doi.org/10.22034/jvcbm.2024.443957.1316>

Publisher: Iranian Business Management Association

Creative Commons: CC BY 4.0



Corresponding Author: Mahdi Mohammad Bagheri

Email: mahdi.moba@gmail.com

Extended Abstract

Introduction

Individuals may react under the impression of their emotions and personal preferences on economic events, which can have an impact on market volatility. Therefore, the models explaining unfavorable risk and favorable risk according to psychological variables can help to improve the prediction of market fluctuations and understand the influencing factors, which can be very valuable for investors, financial analysts, and economic decision makers (Ajello & Pike, 2022). To manage adverse risk and favorable risk in the stock market, investors must use different tools. These tools include diversifying the portfolio, using the importance of time (proper timing of buying and selling assets), using derivative instruments such as options and futures, as well as using financial and economic analysis to predict market changes. Also, paying attention to global economic conditions and analyzing the impact of current events on the market is very important (Giglio et al, 2016). In general, risk management in the stock market requires a suitable combination of analytical knowledge, financial strategies, and a deep understanding of unfavorable and favorable market factors. Smart decision-making and proper management of risks can help preserve investors' capital and increase their returns (Cortes et al, 2020). According to what has been said, the main question of the present research is: what is the explanation model of unfavorable risk and favorable risk with regard to psychological variables in predicting market fluctuations in the Iranian capital market?

Theoretical framework

Risk

According to the new definitions of risk, which is more compatible with investors' perception of risk, increasing the yield of financial assets is not considered as risk. The conventional definition of risk refers to any fluctuations that include valuable investment opportunities. In the new definitions and the indicators designed based on it, only adverse changes (observations that are less than a certain rate of return) are defined as risk (Yuanfang, 2023).

Favorable and unfavorable risk

Optimal risk measures are based on the assumption that upward movements in returns and therefore upward volatility in expected or average returns are also considered risks. On the other hand, favorable risk shows the probability or potential of increasing the yield of an asset or investment, based on a percentage or amount, which can be a measure of the attractiveness or desirability of that asset, and the higher it is, the more attractive the investment (Nikoo et al, 2020). Adverse risk measures the probability that the price of an asset or investment will decline, or the amount of loss that could result from a potential price decline. Adverse risk is an estimate of the potential for an asset to decline in price when market conditions do not go well; or the amount that may be lost on an investment. In other words, it is the part of risk that has a negative effect on investment. Adverse risk is a measure of risk that measures the difference between a risky position and its opposite risk-free position, and considers only unfavorable deviations.

Traut (2023) presented a research entitled: 'What we know about low-risk anomaly: a literature review'. This paper concludes that, despite some criticisms, there are good reasons to believe that the low-risk anomaly can be evaluated as an investment factor. It also indicates that more research is needed to disentangle the proposed causes to fully understand the big picture of the anomaly with certainty.

He et al, (2023) presented a research titled investigating favorable and unfavorable risk jumps in dynamic processes of three rates: domestic interest rate, foreign interest rate, and exchange rate. To bridge the gap between the asymmetric jump in the foreign exchange market and

current models, a correlated asymmetric jump model is proposed to show the co-movement of related jump risks for three rates and identify the related jump premium. The results of the likelihood ratio test show that the new model performs best in 1, 3, 6 and 12 months maturities. The in- and out-of-sample test results show that the new model can capture more risk factors with relatively small pricing errors. Finally, the risk factors captured by the new model can explain exchange rate fluctuations for different economic events.

Research methodology

According to its purpose, the research method is applicable-developmental; and in terms of the research method, it is in the category of qualitative research of thematic analysis type. The statistical population of this research includes 18 Iranian capital market experts who have at least 10 years of teaching, research and management experience in the stock market. Purposeful sampling method was used in this research. The method of data collection is referring to documents and semi-structured interviews.

Research findings

For data analysis, Atlas ti software was used to code the interviews. The findings of the research showed that the model for explaining unfavorable risk and favorable risk according to psychological variables includes the model of one overarching theme, five constructive themes, and 23 basic themes. The dimensions of the research include: favorable and unfavorable risk factors, market conditions, psychological conditions, risk control strategies, and success in market forecasting. The research components include: financing, marketing communications, information accuracy, bankruptcy financial indicators, bankruptcy non-financial indicators, political factors, interpretation of fluctuations, economic factors, factors related to the stock market, factors related to the company, brokerages, personality, optimistic behavior, over-trusting behavior, risk-averse behavior, emotional behavior, financial education, monitoring and evaluation, rules and regulations, economic added value, company value, individual satisfaction, and economic growth.

Conclusion

The current research was conducted with the aim of providing a model to explain the unfavorable risk and the favorable risk according to the psychological variables in predicting market fluctuations in the Iranian capital market. The results of this research are in agreement with the results of Lu et al, (2023), Traut (2023), Xiang & Borjigan (2023), He et al, (2023), Shahrzadi & Foroghi (2022), Shah et al, (2022), Racicot & Theoret (2022), Ali et al, (2022), Dasineh et al, (2021), Rad kaftroudi et al, and (2020). Xiang & Borjigan (2023) showed that linear and non-linear risk spillover networks at different risk levels show different topology characteristics; they are unevenly distributed at each risk level. At the system level, there is a significant difference in uniqueness and overlap between linear and non-linear risk spillover networks. At the sector level, financial sectors (such as DF and RE sectors) can generate a certain spillover effect on real economy sectors across the quantile, but the net spillover effects of financial sectors are smaller than that of some real economy sectors. Finally, crisis shocks affect the risk spillover effects between the financial sectors and the real economy. In the downward and upward cases, the spillover effects between sectors are greater in the crisis period than in the pre-crisis period.

According to the results of the research, the following suggestions were presented:

It is suggested that investors always carry a notebook with them when reviewing their investments and record all their reasons and opinions, feelings, and emotions about their investments in that notebook and read it once in a while.

It is suggested to financial advisors that before giving any kind of financial advice to the clients, the personality type of the people and the level of their willingness to perceptual errors should be measured and checked, and adjust the portfolio of the people or attempt counseling based on that.

ارائه مدلی جهت تبیین ریسک نامطلوب و ریسک مطلوب با توجه به متغیرهای روانشناختی در پیش بینی نوسانات بازار در بازار سرمایه ایران

حسن رضایی کنگی^۱، مهدی محمد باقری^۲، حجت بابایی^۳، علی رئیس پور رجبعلی^۴

- ۱- دانشجوی دکتری گروه مدیریت صنعتی، واحد کرمان، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمان، ایران
- ۲- استادیار، گروه مدیریت، واحد کرمان، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمان، ایران
- ۳- استادیار گروه ریاضی، واحد کرمان، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمان، ایران.
- ۴- استادیار، گروه اقتصاد، واحد کرمان، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمان، ایران.

چکیده

هدف پژوهش حاضر ارائه مدلی جهت تبیین ریسک نامطلوب و ریسک مطلوب با توجه به متغیرهای روانشناختی در پیش بینی نوسانات بازار در بازار سرمایه ایران می‌باشد. روش پژوهش با توجه به هدف آن، کاربردی- توسعه‌ای و از نظر روش تحقیق در زمره‌ی تحقیقات کیفی از نوع تحلیل مضمون قرار دارد. جامعه آماری این پژوهش شامل ۱۸ نفر از خبرگان بازار سرمایه ایران که حداقل ۱۰ سال سابقه تدریس و پژوهش و مدیریت در بورس را داشته باشند، می‌باشد. روش نمونه‌گیری در این پژوهش از نوع هدفمند استفاده شد. روش گردآوری داده‌ها مراجعه به اسناد و مدارک، مصاحبه نیمه ساختاریافته می‌باشد. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزار Atlas ti برای کدگذاری مصاحبه‌ها استفاده شد. یافته‌های پژوهش نشان داد که مدل تبیین ریسک نامطلوب و ریسک مطلوب با توجه به متغیرهای روانشناختی شامل مدل یک مضمون فراگیر و پنج مضمون سازنده و ۲۳ مضمون پایه‌ای می‌باشد. ابعاد تحقیق شامل: عوامل سازنده ریسک مطلوب و نامطلوب، شرایط بازار، شرایط روانشناختی، استراتژی‌های کنترل ریسک، موفقیت در پیش بینی بازار می‌باشد. مولفه‌های تحقیق شامل: تأمین مالی، ارتباطات بازاریابی، صحت اطلاعات، شاخص‌های مالی ورشکستگی، شاخص‌های غیر مالی ورشکستگی، عوامل سیاسی، تفسیر نوسانات، عوامل اقتصادی، عوامل مربوط به بورس، عوامل مربوط به شرکت، کارگزاری‌ها، شخصیت، رفتار خوش بینی، رفتار فرا اعتمادی، رفتار ریسک‌گریزی، رفتار هیجانی، آموزش مالی، نظارت و ارزیابی، قوانین و مقررات، ارزش افزوده اقتصادی، ارزش شرکت، رضایت فردی، رشد اقتصادی می‌باشد.

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۱۰/۲۵

تاریخ بازنگری: ۱۴۰۲/۱۱/۰۷

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۱/۲۵

کلید واژه‌ها:

تبیین ریسک نامطلوب،
ریسک مطلوب،
متغیرهای روانشناختی،
پیش بینی نوسانات بازار

لطفاً به این مقاله استناد کنید (APA): رضایی کنگی، حسن، محمد باقری، مهدی، بابایی، حجت، رئیس پور رجبعلی، علی. (۱۴۰۳). ارائه مدلی جهت تبیین ریسک نامطلوب و ریسک مطلوب با توجه به متغیرهای روانشناختی در پیش بینی نوسانات بازار در بازار سرمایه ایران. فصلنامه ارزش آفرینی در مدیریت کسب و کار. ۴(۲). ۲۷۱-۳۰۱.



<https://doi.org/10.22034/jvcbm.2024.443957.1316>

Creative Commons: CC BY 4.0



ناشر: انجمن مدیریت کسب و کار ایران

ایمیل: mahdi.moba@gmail.com

نویسنده مسئول: مهدی محمد باقری

مقدمه

روانشناختی ها و عوامل روانی می توانند تصمیم گیری ها و عملکرد سرمایه گذاران را تحت تأثیر قرار دهند. برای مثال، رفتارهای گریزی از ریسک یا ترجیح های شخصی ممکن است در تصمیمات سرمایه گذاران تأثیرگذار باشند (Traut, 2023). مدل های تبیین ریسک می توانند به تحلیل این تأثیرات کمک کنند. افرادی که در بازارهای مالی فعالیت می کنند، ممکن است در مواجهه با اطلاعات و رویدادهای بازار به طور مختلف عمل کنند. این تفاوت ها می توانند نوسانات بازار را تشدید یا تخفیف دهند (Stock & Watson, 2018). مطالعه عوامل روانشناختی و تأثیر آنها در این تغییرات می تواند به پیش بینی نوسانات بازار کمک کند (Adrian et al, 2019).

رفتار سرمایه گذاران در بازارهای مالی معمولاً تحت تأثیر عوامل گروهی قرار می گیرد. تشکیل گروه ها و تأثیر اجتماعی می تواند نوسانات بازار را به شدت تغییر دهند. مدل های تبیین ریسک می توانند به تحلیل رفتارهای گروهی و تعاملات اجتماعی در بازارهای مالی کمک کنند. عوامل روانشناختی می توانند نقشی در تشخیص و تحلیل رویدادهای اقتصادی داشته باشند (Plagborg-Møller & Wolf, 2021). افراد ممکن است به تأثیر احساسات و ترجیحات شخصی خود بر رویدادهای اقتصادی واکنش نشان دهند، که می تواند تأثیری بر روی نوسانات بازار داشته باشد. بنابراین، مدل های تبیین ریسک نامطلوب و ریسک مطلوب با توجه به متغیرهای روانشناختی می توانند به بهبود پیش بینی نوسانات بازار و درک عوامل تأثیرگذار در آن کمک کنند، که این امر می تواند برای سرمایه گذاران، تحلیل گران مالی و تصمیم گیران اقتصادی بسیار ارزشمند باشد (Ajello & Pike, 2022).

با توجه به اهمیت موضوع سنجش ریسک، کمی نمودن آن همواره مورد توجه بسیاری از محققین بوده است (Romer & Romer, 2004). به طوری که برای اولین بار هری مارکوویتز در تئوری مدرن پرتفوی به بیان کمی موضوع پرداخت (Haddad et al, 2022). وی در تئوری خود تلاش نمود تا رفتار سرمایه گذاران را بر پایه دو پارامتر اساسی میانگین و واریانس بازده سرمایه گذاری تبیین نماید که در آن میانگین بازده به عنوان معیاری مطلوب و معرف بازده سرمایه گذاری و واریانس و انحراف معیار به عنوان یک معیار نامطلوب و معرف ریسک سرمایه گذاری معرفی گردیده است. نوسانات بازده مالی نقش مهمی در بسیاری از کاربردهای تجربی مانند تخصیص نمونه کارها، مدیریت ریسک و قیمت گذاری ابزارهای مشتقه دارد. اکنون در ادبیات مالی به خوبی تشخیص داده شده است که نوسانات مالی هم قابل تغییر است و هم قابل پیش بینی است. این امر منجر به ایجاد ادبیات گسترده ای در مورد مدلسازی و پیش بینی نوسانات شده است (Beason et al, 2022).

تبیین ریسک نامطلوب و ریسک مطلوب در بازار بورس می تواند به تحلیل و مدیریت ریسک های سرمایه گذاران و مشارکت کنندگان در بازار کمک کند. ریسک نامطلوب به ریسک هایی اطلاق می شود که به علت عوامل نامطلوب و غیرسیستماتیک درونی یک شرکت یا صنعت به وجود می آید و تأثیری بر بازدهی سرمایه گذار دارد. این نوع ریسک معمولاً متعلق به عوامل ناپایدار درونی مانند مدیریت ناموفق، مشکلات مالی شرکت، رقابت شدید در صنعت، یا تغییرات در تکنولوژی می شود. سرمایه گذاران می توانند ریسک نامطلوب را با تنوع دهی (داشتن دارایی های متنوع در پرتفوی) یا استفاده از مدل های تحلیلی که این نوع ریسک را کاهش می دهند، مدیریت کنند. ریسک مطلوب به عنوان ریسکی تعریف می شود که به عنوان یک جزء از بازار و به عنوان یک پدیده سیستماتیک در اقتصاد و بازارهای مالی وجود دارد.

این نوع ریسک به عواملی مانند تغییرات در اقتصاد کلان، تغییرات نرخ بهره، تحولات سیاسی، یا رویدادهای بزرگ معمولاً بدون قابلیت کنترل سرمایه‌گذاران وارد بازار می‌شود. ریسک مطلوب نمی‌تواند با تنوع‌دهی در پرتفوی سرمایه‌گذار مدیریت شود و تنها راه مقابله با آن، تحمل و بهبود استراتژی‌های مالی است (Ng, 2021). برای مدیریت ریسک نامطلوب و ریسک مطلوب در بازار بورس، سرمایه‌گذاران باید از ابزارهای مختلفی استفاده کنند. این ابزارها شامل تنوع‌دهی پرتفوی، استفاده از اهمیت زمانی (زمان‌بندی مناسب خرید و فروش دارایی‌ها)، استفاده از ابزار مشتقه مانند آپشن‌ها و فیوچرها، و همچنین استفاده از تحلیل‌های مالی و اقتصادی برای پیش‌بینی تغییرات بازار می‌شوند. همچنین، توجه به شرایط اقتصادی جهانی و تحلیل تأثیر رویدادهای جاری بر بازار نیز از اهمیت بالایی برخوردار است (Giglio et al, 2016).

در کل، مدیریت ریسک در بازار بورس نیازمند ترکیب مناسبی از دانش تحلیلی، استراتژی‌های مالی، و فهم عمیق از عوامل نامطلوب و مطلوب بازار است. تصمیم‌گیری هوشمندانه و مدیریت مناسب ریسک‌ها می‌تواند به حفظ سرمایه سرمایه‌گذاران و افزایش بازدهی آنها کمک کند (Cortes et al, 2020).

یکی از اصول مارکویتز، توجه به دو عامل ریسک و بازده بطور همزمان برای سرمایه‌گذار است. این در حالی است که قبل از مارکویتز، توجه به ریسک و بازده در ادبیات مالی بصورت تصادفی بود. این ایده که تصمیم‌گیری مالی، از تقابل میان ریسک و بازده بوجود می‌آید، به دو دلیل یک انقلاب در مدیریت سرمایه‌گذاری ایجاد کرد: اول اینکه فرض می‌کند که سرمایه‌گذار ارزیابی کمی از ریسک و بازده را از طریق توجه به بازده پرتفوی و حرکت همزمان بازده‌ها نسبت به هم انجام می‌دهد که این ایده اصلی در تنوع بخشی پرتفوی است. دوم اینکه، فرآیند تصمیم‌گیری مالی را بعنوان یک مسأله بهینه‌سازی در نظر می‌گیرد، یعنی سرمایه‌گذار در میان انواع مختلف پرتفوهای در دسترس، پرتفویی را انتخاب می‌کند که کمترین واریانس را دارد (Barro et al, 2021).

طبق این تئوری سرمایه‌گذاران به دنبال حداکثر نمودن مطلوبیت خود می‌باشند که تابعی از دو معیار مذکور می‌باشند. با این حال این تئوری مبتنی بر دو فرض اساسی نرمال بودن توزیع بازده (مقارن بودن توزیع بازده) و درجه ۲ یا سهمی بودن تابع مطلوبیت افراد (بیضوی بودن توزیع بازده‌های همزمان) بنا نهاده شده بود که در صورت عدم صدق هر یک از این مفروضات فوق در شرایط مختلف استفاده از این تئوری موجه به نظر می‌آید (Bekaert et al, 2021). در همین راستا ایرادات بسیاری به این تئوری وارد گردید به نحوی که بسیاری از اندیشمندان مالی یکسان در نظر گرفتن انحرافات مثبت و منفی نسبت به بازده مورد انتظار (میانگین) را که موضوع سنجش ریسک با استفاده از واریانس و انحراف معیار بوده است، به عنوان نقصان اساسی این تئوری مطرح نمودند. با توجه به اینکه مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای که توسط ویلیام شارب ارائه گردید مبتنی بر همین تئوری بوده است ایراداتی از این دست بر این تئوری نیز وارد گردید. بنا، به عنوان معیار سنجش ریسک در این مدل با استفاده از انحراف معیار بازده سهم و انحراف معیار بازده بازار و البته ضریب همبستگی بازده سهم با بازده بازار مورد محاسبه قرار می‌گیرد که دارای نقضی مشابه آنچه بیشتر ذکر آن رفت می‌باشد. بنابراین فرض مبتنی می‌باشد که شرایط تعادلی در بازار وجود دارد که سرمایه‌گذاران در آن بر اساس قاعده میانگین-واریانس به بررسی فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌پردازند و در جستجوی حداکثر کردن تابع مطلوبیت خود می‌باشند (Duprey et al, 2020).

بدین ترتیب خلاء یک مدل اندازه گیری ریسک که قابلیت پیگیری پتانسیل مطلوب سرمایه گذاری را داشته و در مسائل مربوط به بهینه سازی پرتفلیو مورد استفاده قرار بگیرد وجود دارد (Alexeev et al, 2019). توسعه یک مدل ریسک که در عین کاربرد در مدل بهینه سازی مبتنی بر تئوری مطلوبیت به پتانسیل مطلوب و متغیرهای رفتاری سرمایه گذاران نیز توجه داشته باشد راه گشای بسیاری از چالش‌های پیش روی سرمایه گذاران خواهد بود (Lenza & Primiceri, 2022). در این تحقیق محقق درصدد خواهد بود تا با بررسی کارایی معیار ریسک مبتنی بر ریسک نامطلوب و پتانسیل مطلوب و متغیرهای روانشناختی در بهینه سازی پرتفلیو در بازار سرمایه ایران، خلا موجود در این زمینه را کاهش داده و مدلی را برای بهینه سازی پرتفوی معرفی نماید که مبتنی بر حداکثرسازی بازده و حداقل نمودن ریسک نامطلوبی باشد که بر اساس ترجیحات شخصی سرمایه گذاری با پتانسیل مطلوب آن فرصت سرمایه گذاری تعدیل گردیده است. با توجه به آنچه گفته شد سؤال اصلی تحقیق حاضر این است که مدل تبیین ریسک نامطلوب و ریسک مطلوب با توجه به متغیرهای روانشناختی در پیش بینی نوسانات بازار در بازار سرمایه ایران چگونه است؟

ادبیات نظری

ریسک

بر اساس تعاریف جدید از ریسک که با ادراک سرمایه گذاران از ریسک تطابق بیشتری نیز دارد، افزایش بازدهی دارایی مالی به عنوان ریسک محسوب نمی‌شود. تعریف متعارف ریسک بیانگر هر گونه نوسانات است که شامل فرصت‌های ارزشمند سرمایه گذاری نیز می‌شود. در تعاریف جدید و شاخص‌هایی که بر آن اساس طراحی شده، فقط تغییرات نامطلوب (آندسته از مشاهداتی که کمتر از نرخ بازده مشخصی می‌باشند) به عنوان ریسک تعریف می‌شوند (Yuanfang, 2023).

در گذشته افراد جهت تصمیم گیری در خصوص انتخاب محل‌های سرمایه گذاری تنها به اطلاعات مالی به دست آمده از صورت‌های که بر مبنای ارزش‌های تاریخی تهیه می‌شد و توسط کارشناسان مورد تحلیل قرار می‌گرفت اکتفا می‌کردند. ولی از زمان فروپاشی شرکت‌های بزرگی نظیر انرون و ورلد کام در خصوص عدم افشای رسوایی‌های مالی مدیران شرکت‌ها سرمایه گذاران توجه بیشتری به نقش برجسته نظام راهبری و اصول ان دارند (Komar et al, 2017). در طرف دیگر پس از جدا شدن شخصیت حقوقی بنگاه‌های تجاری از شخصیت حقیقی مالکان آنها و توسعه تجارت جهانی و احساس نیاز مالکان به منابع تأمین مالی بحث چند مالکی در شرکت‌ها شکل گرفت و موجب بوجود آمدن شرکت‌های سهامی شد. در این میان هر کدام از سهامداران بخصوص آنهاییکه دارای نفوذ بیشتری بودند، «که عمدتاً بخاطر بالا بودن حجم سرمایه‌شان بود»، سعی در جهت دادن تصمیمات مالی شرکت‌ها بسوی منافع خود بودند (Cerchiello et al, 2016). برای سالیان متمادی در گذشته، اقتصاددانان فرض می‌کردند که تمامی گروه‌های مربوط به یک شرکت سهامی برای یک هدف مشترک فعالیت می‌کنند. اما در ۳۰ سال گذشته موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروه‌ها و چگونگی مواجهه شرکت‌ها با این گونه تضادها توسط اقتصاددانان مطرح شده است. این موارد بطور کلی، تحت عنوان «تئوری نمایندگی» در حسابداری مدیریت بیان می‌شود. طیف تعریف جنسن و مک لینگ: رابطه نمایندگی قراردادی است که بر اساس آن صاحب کار یا مالک، نماینده یا عامل را از جانب خود منصوب و اختیار تصمیم گیری را

به او تفویض می‌کند (Chen et al, 2019). هرچه تعداد سهامداران عمده در ترکیب مالکیت شرکت بیشتر باشد باعث تسهیم نظارت و کنترل میان سهامداران عمده می‌شود و تضاد منافع بین آنها کاهش می‌یابد؛ بنابراین بازده حقوق صاحبان سهام شرکت نیز افزایش می‌یابد (Kou et al, 2019).

ریسک مطلوب و نامطلوب

در نظریه مدرن پرتفوی، کل تغییرپذیری بازدهی حول میانگین، ریسک تلقی می‌گردد و با واریانس و انحراف معیار اندازه گیری می‌شود. در این نظریه نوسانات بالای میانگین و هم چنین نوسانات پایین میانگین هم ارزش می‌باشند. به زبان دیگر، واریانس شاخص ریسک متقارن است که البته در دنیای واقعی سرمایه گذاران مصداق ندارد. در یک بازار رو به رشد ما باید امکان هر چه بیشتر نوسان پذیری را جستجو کنیم و باید تنها در رکود بازار از نوسان اجتناب کنیم. پس از یک دیدگاه ویژه، ریسک متقارن نیست و دارای چولگی است (Shahrzadi & Foroghi, 2022).

معیارهای ریسک مطلوب مبتنی بر این فرض هستند که حرکات رو به بالای بازدهی و بنابراین نوسان پذیری رو به بالای بازدهی مورد انتظار یا میانگین نیز به عنوان ریسک تصور می‌شود. از طرف دیگر ریسک مطلوب، احتمال یا پتانسیل افزایش بازدهی یک دارایی یا سرمایه گذاری، بر اساس درصد یا مبلغ را نشان می‌دهد که می‌تواند معیاری از جذابیت یا مطلوبیت آن دارایی باشد و هر چه بیشتر باشد جذابیت سرمایه گذاری بیشتر است (Nikoo et al, 2020). معیارهای مبتنی بر ریسک نامطلوب مبتنی بر فرض عدم تقارن بازدهی و واکنش متفاوت سرمایه گذاران به نوسانات کمتر از میانگین و نوسانات بالای میانگین است. در این چارچوب که زیربنای نظریه فرامدرن پرتفوی قرار می‌گیرد، اعتقاد بر آن است که سرمایه گذاران حرکات رو به پایین بازدهی را ریسک تلقی می‌کنند و حرکات رو به بالا را فرصت می‌دانند. در این معیارها فرض بر این است که برای سرمایه گذاران تأمین امنیت اصل سرمایه نسبت به کسب بازدهی اولویت دارد و سرمایه گذاران بیشتر از آن که به دنبال کسب بازدهی باشند، به دنبال حفظ اصل سرمایه هستند (Shahrzadi & Foroghi, 2022).

ریسک نامطلوب احتمال این که قیمت یک دارایی یا سرمایه گذاری کاهش یابد، یا میزان زیانی که می‌تواند از پتانسیل کاهش قیمت منتج شود را اندازه گیری می‌کند. ریسک نامطلوب برآوردی از پتانسیل یک دارایی برای کاهش قیمت، در زمانی است که شرایط بازار خوب پیش نمی‌رود، یا مبلغی است که ممکن است در یک سرمایه گذاری ضرر حاصل شود. به عبارتی آن قسمت از ریسک است که اثر منفی روی سرمایه گذاری دارد. ریسک نامطلوب به عنوان معیاری از ریسک است که تفاوت بین موقعیت ریسکی و موقعیت مقابل بدون ریسک آن را اندازه گیری می‌کند و فقط انحرافات نامساعد را در نظر می‌گیرد.

مارکویتز در سال ۱۹۵۹ از معیار نیم واریانس در مقابل واریانس طرفداری کرد، چون این معیار، ریسک نامطلوب را در نظر می‌گرفت. او اعتقاد داشت که سرمایه گذاران به نوسانات منفی بیشتر از نوسانات مثبت اهمیت می‌دهند و بنابراین در تابع مطلوبیت آن‌ها به زیان‌ها در مقابل سودها وزن بیشتری تعلق می‌گیرد.

رفتار سرمایه گذاران در مقابل زیان‌های نامطلوب و سودهای مطلوب متفاوت است. بنابراین سرمایه گذارانی که به ریسک نامطلوب خیلی اهمیت می‌دهند یک صرف ریسکی را برای نگهداری دارایی‌هایی که بازده‌های رو به پایین

بیشتری نسبت به بازده‌های رو به بالا دارند تقاضا می‌کنند. می‌توان نتیجه گرفت که دارایی‌هایی که دارای چولگی منفی هستند، یعنی احتمال ایجاد زیان برای آنها بیشتر است و به عبارتی بازده‌های رو به پایین آنها اندازه مطلق بیشتری نسبت به بازده‌های رو به بالای آنها دارند. این دارایی‌ها، جذابیت کمتری برای سرمایه‌گذاران خواهند داشت و بازدهی بیشتری را طلب می‌کنند و کمتر قیمت گذاری می‌شوند. برعکس دارایی‌های با چولگی مثبت از آن جایی که پتانسیل سود بیشتری نسبت به زیان‌های محتمل دارند، جذابیت بیشتری دارند و صرف ریسک کمتری را می‌طلبند (Long et al, 2018).

پیشینه پژوهش

(Lu et al, 2023)، پژوهشی با عنوان ارزیابی سرایت بازار سهام و سرریزهای ریسک پویا پیچیده در طول همه‌گیری COVID-19 ارائه نمودند. حوزه بسیار مهمی که COVID-19 به طور جدی در آن اختلال ایجاد کرده است، بازارهای مالی جهانی است که بازارهای سهام در آن آشفتگی بزرگی را تجربه کرده‌اند. برای روشن کردن ماهیت این آشفتگی و مشخص کردن پویایی‌های غیرخطی در انتقال ریسک بین بازاری، به طور رسمی وجود سرایت بین بازار سهام آزمایش شده است، کانال اصلی را پس از ایجاد سرایت شناسایی شده و روند صعودی را ارزیابی کرده است. و سرریزهای خطر منفی به صورت پویا بر پیچیدگی در دوره‌های قبل از کووید-۱۹ و پس از کووید-۱۹ تمرکز می‌کنند. بکارگیری معیارهای متعدد از جمله متغیر با زمان متغیر ارزش در معرض خطر مبتنی بر نظریه جفت و روش‌های آنتروپی نمونه، با در نظر گرفتن نمونه‌ای که هفت کشور (ایالات متحده آمریکا، بریتانیا، فرانسه، آلمان، ژاپن، برزیل، چین) را در دوره از ۴ ژانویه پوشش می‌دهد. از سال ۲۰۱۹ تا ۳۰ دسامبر ۲۰۲۰، نشان می‌دهیم که سرایت در میان بازارهای سهام تجزیه و تحلیل شده تنها با چند استثنا وجود دارد و «تعادل مجدد پرتفوی» در مقابل «محدودیت ثروت» بیشتر به عنوان کانال اصلی انتقال رخ می‌دهد. همه جفت‌های بازار پس از شیوع کووید-۱۹، سرریزهای صعودی و نزولی قابل توجهی از خود نشان می‌دهند. تغییر قابل توجهی در پیچیدگی پویایی سرریز ریسک برای اکثر کشورهای دریافت کننده پس از شوک کووید-۱۹ مشهود است، که در میان آنها همه به جز چین یک تغییر رو به پایین را نشان می‌دهند. یافته‌های این مقاله می‌تواند به تنظیم‌کننده‌ها، سیاستمداران و مدیران ریسک پرتفوی در میان عدم اطمینان ایجاد شده توسط همه‌گیری COVID-19 کمک کند.

(Traut, 2023)، پژوهشی با عنوان آنچه در مورد ناهنجاری کم ریسک می‌دانیم: بررسی ادبیات ارائه نمود. به خوبی مستند شده است که دارایی‌های کم ریسک تر از هم‌تایان پرریسک خود در بین طبقات دارایی بهتر عمل می‌کنند. این مقاله یک خلاصه ساختار یافته از وضعیت فعلی ادبیات در مورد این به اصطلاح ناهنجاری کم خطر ارائه می‌دهد. این یک نمای کلی از یافته‌های تجربی در سراسر روش‌های پیاده سازی و کلاس‌های دارایی ارائه می‌دهد. علاوه بر این، شایع‌ترین علل را ارائه می‌کند که عبارتند از قرار گرفتن در معرض عوامل دیگر، ریسک ناهنجاری، محدودیت‌های سرمایه‌گذار، سوگیری‌های رفتاری و مشکلات نمایندگی. این مقاله نتیجه می‌گیرد که علیرغم برخی انتقادات، دلایل خوبی وجود دارد که باور کنیم ناهنجاری کم خطر را می‌توان به عنوان یک عامل سرمایه‌گذاری ارزیابی کرد. همچنین مشخص می‌کند که تحقیقات بیشتری برای تفکیک علل پیشنهادی برای درک کامل تصویر بزرگ ناهنجاری با قطعیت لازم است.

(Xiang & Borjigan, 2023)، پژوهشی با عنوان سرریز ریسک مطلوب و نامطلوب بین صنعت مالی و اقتصاد واقعی مبتنی بر شبکه‌های خطی و غیرخطی ارائه نمودند. اثرات سرریز بین بخش‌های مالی و اقتصاد واقعی در سطوح مختلف ریسک برای سرمایه‌گذاران و مقامات نظارتی نگران‌کننده است. در مرحله اول، بر اساس بازده بخش چین، VaRS در چندک‌های مختلف توسط مدل MVMQ-CAViaR تخمین زده می‌شود. سپس، شبکه‌های سرریز ریسک خطی و غیرخطی را در موارد نزولی، عادی و صعودی با استفاده از روش‌های علیت DY و غیرخطی گرنجر ایجاد می‌کنیم. در نهایت، ما ویژگی‌های توپولوژیکی شبکه‌های سرریز خطر خطی و غیرخطی را در سطوح سیستم و بخش تجزیه و تحلیل می‌کنیم. نتایج نشان می‌دهد که شبکه‌های سرریز ریسک خطی و غیرخطی در سطوح مختلف ریسک، ویژگی‌های توپولوژی مختلفی را نشان می‌دهند، آن‌ها به طور ناموزون در هر سطح ریسک پخش می‌شوند. در سطح سیستم، مشاهده می‌کنیم که بین شبکه‌های سرریز ریسک خطی و غیرخطی در منحصربه‌فرد بودن و همپوشانی تفاوت معناداری وجود دارد. در سطح بخش، بخش‌های مالی (مانند بخش‌های DF و RE) می‌توانند اثر سرریز معینی را بر بخش‌های اقتصاد واقعی در سراسر چندک ایجاد کنند، اما اثرات سرریز خالص بخش‌های مالی کمتر از برخی از بخش‌های اقتصاد واقعی است. در نهایت، شوک‌های بحران بر اثرات سرریز ریسک بین بخش‌های مالی و اقتصاد واقعی تأثیر می‌گذارد. در موارد نزولی و صعودی، اثرات سرریز بین بخش‌ها در دوره بحران بیشتر از دوره قبل از بحران است.

(He et al, 2023)، پژوهشی با عنوان بررسی جهش‌های مطلوب و غیرمطلوب ریسک در فرآیندهای پویا سه‌نرخ می‌پردازد: نرخ بهره داخلی، نرخ بهره خارجی و نرخ ارز ارائه نمودند. برای پر کردن شکاف بین جهش نامتقارن در بازار ارز و مدل‌های فعلی، یک مدل جهش نامتقارن همبسته پیشنهاد شده است تا حرکت مشارکتی ریسک‌های پرش مرتبط را برای سه‌نرخ نشان دهد و حق بیمه پرش مرتبط را شناسایی کند. نتایج آزمون نسبت احتمال نشان می‌دهد که مدل جدید در سررسیدهای ۱، ۳، ۶ و ۱۲ ماهه بهترین عملکرد را دارد. نتایج آزمون داخل و خارج از نمونه نشان می‌دهد که مدل جدید می‌تواند عوامل خطر بیشتری را با خطاهای قیمت‌گذاری نسبتاً کوچک جذب کند. در نهایت، عوامل خطر گرفته شده توسط مدل جدید می‌تواند نوسانات نرخ ارز را برای رویدادهای مختلف اقتصادی توضیح دهد.

(Shahrzadi & Foroghi, 2022)، پژوهشی با عنوان تحلیل استمرار رابطه منفی ریسک نامطلوب و بازده مورد انتظار آتی ارائه نمودند. براساس یافته‌های به‌دست‌آمده، ناهنجاری رابطه منفی بین ریسک نامطلوب و بازده مازاد مورد انتظار وجود دارد؛ همچنین یافته‌ها حاکی از آن است که ناهنجاری نوسان‌پذیری غیر سیستماتیک توضیح‌دهنده ناهنجاری ریسک نامطلوب نیست؛ علاوه بر آن ریسک نامطلوب در دوره آتی نیز استمرار دارد و هرچه میزان ریسک نامطلوب بیشتر باشد، شدت استمرار آن نیز بیشتر است.

(Shah et al, 2022)، پژوهشی با عنوان نوسانات بازده و ریسک نامطلوب در طول شیوع کووید ۱۹: مقایسه بین بازارهای توسعه یافته و نوظهور ارائه نمودند. این بیماری همه‌گیر منجر به عواقب شدید اقتصادی و مالی در سطوح خرد و کلان و همچنین در بازارهای سهام کشورهای مختلف می‌شود. بازارهای سهام منتخب ایالات متحده، بریتانیا، پاکستان و چین به طور قابل توجهی از نظر ریسک و بازده سرمایه‌گذار در طول زمان همه‌گیری تحت تأثیر قرار می‌گیرند. کل توزیع دوره ریسک، رفتار ریسک نامطلوب بازارها و نگرانی جدی سرمایه‌گذاران در مورد استراتژی‌های سرمایه‌گذاری خود را نشان داد. با استفاده از داده‌های با فرکانس بالا از ژانویه ۲۰۲۰ تا آوریل ۲۰۲۱، یافته‌های این مطالعه بیشتر از

بازده‌های غیرعادی نزولی را در هر دو بازار نشان می‌دهد. این تأثیر در بازارهای توسعه یافته ایالات متحده و بریتانیا در مقایسه با بازارهای نوظهور چین و پاکستان بیشتر و زیاد است. نتایج مدل‌های مختلف ارزش در معرض خطر، پیامدهای ریسک پایین‌تر را برای همه بازارها، بیشتر برای کشورهای توسعه یافته، آشکار می‌کند. به طور مشابه، سه بازار سهام ایالات متحده، بریتانیا و چین در طول یک بیماری همه گیر به طور قابل توجهی به هم مرتبط بودند. واکنش سرمایه گذاران در صورت انتشار اخبار مثبت مثبت و بالا و در صورت اخبار منفی و تأثیر منفی کاهش می‌یابد. نتایج این مطالعه برای سرمایه گذاران، مدیران پورتفولیو، مشاوران سرمایه گذاری و دیگران مفید است تا پویایی وضعیت همه گیری را درک کنند و استراتژی‌های مؤثری برای غلبه بر شدت ریسک نامطلوب ابداع کنند.

(Racicot & Theoret, 2022) پژوهشی با عنوان ردیابی بازار و منابع غیر سنتی ریسک در استراتژی‌های صندوق تامینی دوره‌ای و ضد چرخه‌ای تحت سناریوهای شدید: یک رویکرد VAR غیرخطی ارائه نمودند. واکنش بتای استراتژی‌های صندوق تامینی را در سناریوهای شدید شبیه سازی شده است که امکان شوک‌های نامطلوب متوسط و قوی را فراهم می‌کند. نتایج نشان می‌دهد که رفتار استراتژی‌های صندوق تامینی در مورد نظارت بر ریسک سیستماتیک در سناریوهای شدید بسیار غیرخطی است - به ویژه در طول بحران subprime. که استراتژی‌های ضد چرخه‌ای دارای فناوری سرمایه گذاری هستند که با استراتژی‌های دوره‌ای متفاوت است. در طول بحران‌ها، اولی‌ها با افزایش عمده ریسک سیستماتیک خود به دنبال گرفتن حق بیمه غیرسنتی هستند، در حالی که بعدی‌ها بیشتر بر به حداقل رساندن ریسک تمرکز می‌کنند. نتایج نشان می‌دهد که بتای استراتژی‌های صندوق تامینی بیشتر به عدم قطعیت نقدینگی نسبت به ریسک عدم نقدینگی در طول بحران پاسخ می‌دهد.

(Ali et al, 2022)، پژوهشی با عنوان آیا حاکمیت شرکتی تأثیر متفاوتی بر ریسک مطلوب و غیرمطلوب دارد؟ ارائه نمودند. نشان دادند که نتایج اصلی به دلیل سوگیری درون‌زایی با استفاده از اثرات ثابت شرکت و سال صنعت، متغیرهای مستقل عقب‌افتاده، روش تعمیم یافته گشتاورها و تکنیک‌های تخمین متعادل سازی آنتروپی بی تأثیر هستند. در تجزیه و تحلیل‌های اضافی، ما مستند می‌کنیم که نتایج اصلی ما در صنایع مختلف و برای شرکت‌هایی با سطوح مختلف تنوع جنسیتی اتاق هیئت مدیره یکسان است. با این حال، نتایج اصلی توسط شرکت‌هایی با تمرکز مالکیت پایین‌تر و همچنین شرکت‌های قدیمی‌تر و بالغ‌تر هدایت می‌شوند. در نهایت، مشخص شد در حالی که ریسک پذیری (ریسک مطلوب و غیرمطلوب) را کاهش می‌دهد، حاکمیت شرکتی ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. از دیدگاه نظارتی، این یافته‌ها سوالاتی را در مورد طراحی توصیه‌های حاکمیت شرکتی متمرکز بر نظارت ایجاد می‌کند و پیامدهایی برای مدیریت ریسک دارد.

(Dasineh et al, 2021)، پژوهشی با عنوان ریسک نامطلوب سود و معیارهای مبتنی بر بازار ویژگی‌های سود ارائه نمودند. بر اساس دیدگاه‌های نوین، ریسک احتمال زیان تعریف می‌شود. در واقع به جای احتساب تغییرات مطلوب و نامطلوب، فقط تغییرات نامطلوب به عنوان ریسک محسوب می‌شوند. از سوی دیگر اندازه گیری ریسک نامطلوب با استفاده از سود بجای بازده، موضوع جدیدی تلقی می‌شود. هدف از تحقیق حاضر، اندازه گیری ریسک نامطلوب با استفاده مستقیم از سود و بررسی تأثیرپذیری آن از معیارهای مبتنی بر بازار ویژگی‌های سود است. شاخص ریسک نامطلوب سود، با رویکردی جدید به عنوان شاخص ارزیابی ریسک و ویژگی‌های مربوط بودن، به موقع بودن و محافظه کاری به عنوان

شاخص‌های مبتنی بر بازار ویژگی‌های سود موردبررسی قرار گرفته‌اند. با استفاده از داده‌های مربوط به ۱۱۰ شرکت منتخب پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ و آزمون‌های رگرسیونی چندمتغیره، شاخص‌های مربوط بودن و محافظه‌کاری دارای تأثیر معکوس و منفی بر ریسک نامطلوب سود و بین شاخص به‌موقع بودن و ریسک نامطلوب سود ارتباط معنی‌داری مشاهده نگردید.

(Rad kafftroudi et al, 2020) پژوهشی تحت عنوان تبیین رابطه ریسک نامطلوب و ریسک مطلوب در پیش بینی نوسانات بازده بازار انجام دادند. در صنعت سیمان با توجه به آماره t و جهت ضریب آن مشخص می‌شود متغیر پیش بینی نوسانات بازده بازار با ریسک نامطلوب و ریسک مطلوب ایجاد همبستگی می‌کند. همچنین مقدار ضریب تعیین تعدیل شده در این رابطه ۵۱ درصد می‌باشد که میزان این تأثیرگذاری را نشان می‌دهد.

روش‌شناسی تحقیق

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی-توسعه‌ای و از نظر روش اجرای پژوهش از نوع پژوهش تحلیلی مضمون می‌باشد. جامعه آماری این پژوهش شامل ۱۸ نفر از خبرگان بازار سرمایه ایران که حداقل ۱۰ سال سابقه تدریس و پژوهش و مدیریت در بورس را داشته باشند، می‌باشد. روش نمونه‌گیری در این پژوهش از نوع هدفمند استفاده شد. تحلیل محتوای کیفی را می‌توان روش تحقیقی برای تفسیر ذهنی محتوایی داده‌های متنی از طریق فرایندهای طبقه‌بندی نظام‌مند، کدبندی، و تم‌سازی یا طراحی الگوهای شناخته‌شده دانست). پس از اخذ مصاحبه‌ها از مشارکت‌کنندگان و نوشتن خط به خط متن مربوط به مصاحبه‌ها پژوهشگر اقدام به تحلیل متون کرد؛ در واقع در این روش از طریق فرایند طبقه‌بندی سیستماتیک، کدها و مفاهیم و مقوله‌ها مورد شناسایی قرار گرفتند و سپس به تبیین ریسک نامطلوب و ریسک مطلوب با توجه به متغیرهای روانشناختی در پیش‌بینی نوسانات بازار پرداخته شده است. در تحقیق حاضر، جهت تبیین ریسک نامطلوب و ریسک مطلوب با توجه به متغیرهای روانشناختی در پیش‌بینی نوسانات بازار از مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته استفاده گردید. دلیل استفاده از مصاحبه نیمه‌ساختاریافته این است که علاوه بر آنکه امکان تبادل نظر و فکر وجود دارد، می‌توان بحث و موضوع مصاحبه را در جهت دستیابی به اهداف پژوهش هدایت نمود. همچنین در طول فرآیند مصاحبه، امکان مشاهده احساسات و رسیدن به باورها و اعتقادات مصاحبه‌شوندگان درباره موضوع پژوهش نیز وجود دارد قبل از شروع مصاحبه، خلاصه‌ای از طرح پژوهش، نتایج بررسی پیشینه پژوهش، به همراه اهداف و سؤالات پژوهش جهت مطالعه و آمادگی اولیه برای مصاحبه‌شوندگان از طریق ایمیل ارسال شد و در ابتدای جلسه مصاحبه نیز در مورد کارهای انجام شده به طور مختصر توضیح داده شد، سپس نسبت به طرح سؤالات مصاحبه و انجام فرآیند مصاحبه اقدام گردید. مجموعاً از... مصاحبه‌شونده در این پژوهش مصاحبه تفکیکی متناسب بعمل آمد؛ همچنین تلاش شد تا آن دسته از افرادی در پژوهش حاضر باشند که در کنار تمایل به شرکت در مصاحبه نسبت به مقوله توانمندسازی مدیران در آموزش و پرورش اطلاعات کافی را نیز داشته و سابقه و تجربه عملی این مسئله را نیز در کارنامه داشته باشند. برای انتخاب نفرات همچنین از تکنیک گلوله برفی نیز استفاده شد و از هر کدام از مصاحبه‌شوندگان خواسته شد تا لیست نفراتی که تمایل و تخصص شرکت در یک پژوهش را داشته باشند در اختیار پژوهشگر قرار دهند. برای تحلیل داده‌های به دست آمده از مصاحبه و نیز مبانی نظری از کدگذاری استفاده شد. برای تجزیه و تحلیل از نرم افزار Atlas ti برای کدگذاری مصاحبه‌ها استفاده شد.

یافته‌های پژوهش

در پژوهش حاضر برای تحلیل داده‌های کیفی از روش تحلیل مضمون استفاده شد. برای شناسایی شاخص‌های مدلی جهت تبیین ریسک نامطلوب و ریسک مطلوب با توجه به متغیرهای روانشناختی در پیشینی نوسانات بازار در بازار سرمایه ایران استفاده شده است. فرایند تحلیل داده‌های کیفی زمانی آغاز می‌شود که محقق گزاره‌ها و عبارات معنی‌دار مرتبط با موضوع را شناسایی و مدنظر قرار می‌دهد. این تحلیل، با بررسی و مطالعه مکرر بین داده‌ها آغاز و پس از مشخص شدن گزاره‌های معنی‌دار مرتبط با موضوع پژوهش کدگذاری می‌شود.

مرحله ۱. آشنایی با داده‌ها: برای اینکه محقق با عمق و گستره محتوایی داده‌ها آشنا شود لازم است که خود را در آن‌ها تا اندازه‌ای غوطه‌ور سازد. غوطه‌ور شدن در داده‌ها معمولاً شامل "بازخوانی مکرر داده‌ها" و خواندن داده‌ها به صورت فعال (یعنی جستجوی معانی و الگوها) است. در شکل (۱) نمایی از فراوانی کدهای استخراج شده نشان داده شده است.

مرحله ۲. ایجاد کدهای اولیه: مرحله دوم زمانی شروع می‌شود که محقق داده‌ها را خوانده و با آن‌ها آشنایی پیدا کرده است. این مرحله شامل ایجاد کدهای اولیه از داده‌ها است. کدها یک ویژگی داده‌ها را معرفی می‌نمایند که به نظر تحلیل‌گر جالب می‌رسد. داده‌های کدگذاری شده از واحدهای تحلیل (تم‌ها) متفاوت هستند. کدگذاری را می‌توان به صورت دستی یا از طریق برنامه‌های نرم‌افزاری انجام داد. در این پژوهش کدگذاری‌ها به صورت نرم افزاری انجام شد. در ادامه به برخی از مصاحبه اشاره شده است:

در این مرحله ۱۲۸ کد اولیه از متون و مقالات احصاء شد. در جدول (۱) به بررسی کدهای اولیه استخراجی پرداخته شده است. فراوانی مفاهیم و مقوله‌ها در شکل زیر نشان داده شده است:

جدول ۱. کدهای اولیه شناسایی شده مدلی جهت تبیین ریسک نامطلوب و ریسک مطلوب با توجه به متغیرهای روانشناختی در پیشینی نوسانات بازار در بازار سرمایه ایران

ردیف	نمونه کدهای باز استخراج شده
۱.	سرمایه گذاری اولیه
۲.	نگهداری دارایی
۳.	میزان نقدینگی
۴.	کسری بودجه
۵.	شرایط مالی
۶.	تصویر ذهنی ایجاد شده در بازاریابی
۷.	معروف بودن و حسن شهرت شرکت
۸.	تبلیغات شرکت
۹.	جلب توجه
۱۰.	ارائه اطلاعات به صورت دلخواه
۱۱.	در جریان بازاریابی دهان به دهان بودن
۱۲.	ریسک گزارشگری نادرست (گزارش غیر مقبول حسابرس)

ردیف	نمونه کدهای باز استخراج شده
۱۳.	ریسک تقلب
۱۴.	ریسک استفاده غیر قانونی
۱۵.	عدم تقارن اطلاعات (سطح پایین افشا) (کیفیت و کفایت افشای اطلاعات)
۱۶.	کیفیت پایین اقلام تعهدی
۱۷.	شفافیت اطلاعات
۱۸.	هموارسازی سود
۱۹.	کیفیت اطلاعات
۲۰.	اهرم مالی بالا
۲۱.	نسبت‌های نقدینگی ضعیف
۲۲.	عدم تعادل داراییهای جاری
۲۳.	اهرم عملیاتی بالا
۲۴.	زیان‌های متوالی و احتمال کاهش سرمایه به نصف
۲۵.	عدم رقابت
۲۶.	برنامه ریزی کسب و کار ضعیف
۲۷.	بدهی‌های غیر منتظره
۲۸.	فقدان رهبری مؤثر
۲۹.	شرایط سیاسی حاکم بر قوه مجریه
۳۰.	قوانین و تغییرات آن
۳۱.	اخبار و تحولات سیاسی داخلی
۳۲.	اخبار و تحولات سیاسی بین‌الملل
۳۳.	تأثیر سازمان‌های بین‌المللی بر جریان بازار
۳۴.	مناسبات سیاسی ایران با سایر کشورها
۳۵.	تحولات اجتماعی و فرهنگی
۳۶.	امنیت و ثبات منطقه
۳۷.	شایعات
۳۸.	توصیه کارگزاران
۳۹.	تقلید از دیگران
۴۰.	علاقه مشترک
۴۱.	اثرات روانی تغییرات گذشته قیمت سهام
۴۲.	اخبار منتشر شده در روزنامه‌ها و جراید
۴۳.	خبر غیر رسمی از مجامع شرکت‌ها
۴۴.	نرخ تورم
۴۵.	نرخ بهره و سود بانکی
۴۶.	نوع صنعت

ردیف	نمونه کدهای باز استخراج شده
۴۷	مطلوبیت و حساسیت سرمایه‌های سرگردان نسبت به سایر بازارها
۴۸	تحولات اقتصادی بین الملل
۴۹	سود سرمایه‌گذاری بخش‌های دیگر اقتصادی
۵۰	رکود یا رونق اقتصادی
۵۱	سرايه درآمد و قدرت خرید
۵۲	نوسانات قیمت نفت، طلا و ارز
۵۳	کمک به تولید و خلق دانش تخصصی
۵۴	مکانیزم های اطلاع رسانی
۵۵	مکانیزم های ذخیره سازی اطلاعات
۵۶	حجم معاملات در بورس
۵۷	اظهارنظر مقامات بورس در وضعیت آني بازار
۵۸	بازدهی سرمایه‌گذاری در بازار بورس نسبت به سایر بازارها
۵۹	روابط غیررسمی مدیران بورس با سهامداران
۶۰	شفافیت اطلاعات مالی
۶۱	حجم معاملات سهم
۶۲	نسبت قیمت به سود
۶۳	ریسک سهم
۶۴	پیش‌بینی درآمد سهم
۶۵	نوع مالکیت شرکت
۶۶	سود نقدی سهم
۶۷	تأخیر در پرداخت سود
۶۸	فزایش سرمایه
۶۹	نرخ بازده حقوق صاحبان سهام
۷۰	برنامه‌های اعلام شده از سوی مدیران و مسئولین شرکت
۷۱	اطمینان به داده‌های منتشر شده مالی شرکت
۷۲	عملکرد گذشته شرکت
۷۳	جایگاه رقابتی شرکت
۷۴	اشتهار خوش نامی برند و محصولات شرکت
۷۵	برآورده کردن درخواست‌ها به هر تعداد و هر ارزش معاملاتی
۷۶	ارائه خدمات به صورت الکترونیکی به مراجعان
۷۷	توانایی علمی و تخصصی کافی کارکنان
۷۸	ظاهر جذاب و قابل فهم فرم‌های معاملاتی
۷۹	برون‌گرایی/درون‌گرایی

ردیف	نمونه کدهای باز استخراج شده
۸۰	حسی / شهودی
۸۱	متفکر / احساسی
۸۲	قضاوتی / مشاهده گر
۸۳	باور گرایی
۸۴	توان پنداری
۸۵	رویداد گرایی
۸۶	سازگار گرایی
۸۷	آشنا گرایی
۸۸	نمانگری
۸۹	کوتاه نگری
۹۰	ابهام گریزی
۹۱	دیرپذیری
۹۲	پشیمان گریزی
۹۳	دگرگون گریزی
۹۴	خود اسنادی
۹۵	بهبه بینی
۹۶	تازه گرایی
۹۷	آموزش شناسایی بازار
۹۸	آموزش مفاهیم مالی
۹۹	استفاده از مشاور مالی
۱۰۰	شناسایی منابع اطلاعاتی موثق
۱۰۱	بررسی وضعیت شرکتها
۱۰۲	نظارت بر وضعیت مالیاتی شرکتها
۱۰۳	نظارت بر گزارش های مالی و صحت آنها
۱۰۴	جلو گیری از رفتار های سیاسی و پارتی بازی
۱۰۵	الگو گیری از بازار های سرآمد در کشورهای پیشرفته
۱۰۶	وضع قوانین برای افزایش صحت اطلاعات
۱۰۷	بازنگری قوانین موجود در بازار بورس ایران
۱۰۸	ایجاد استراتژی های آینده نگر برای افزایش سرمایه گذاری مالی
۱۰۹	وضع قوانین تشویقی برای سرمایه گذاری
۱۱۰	حداکثر کردن منافع
۱۱۱	بهبه سازی سرمایه گذاری
۱۱۲	سود آوری
۱۱۳	مثبت بودن خالص ارزش جاری

نمونه کدهای باز استخراج شده	ردیف
کاهش میزان ریسک	.۱۱۴
کاهش عدم تقارن اطلاعاتی	.۱۱۵
کاهش مشکلات نمایندگی	.۱۱۶
رفع محدودیت‌های مالی	.۱۱۷
بهبود کارایی سرمایه گذاری	.۱۱۸
بهبود شاخص کیوتوبین	.۱۱۹
بهبود قیمت گذاری	.۱۲۰
افزایش ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	.۱۲۱
افزایش میزان سرمایه گذاری	.۱۲۲
اطمینان به بازار و عوامل مالی در گردش	.۱۲۳
افزایش اعتماد به نفس در سرمایه گذاری	.۱۲۴
اعتماد به منابع اطلاعاتی	.۱۲۵
افزایش گردش مالی در بازار	.۱۲۶
توسعه کسب و کار	.۱۲۷
افزایش اشتغال	.۱۲۸

در جداول فوق، مفاهیم اولیه‌ای که از تحلیل مضمون و بررسی ادبیات پژوهش، ارائه مدلی جهت تبیین ریسک نامطلوب و ریسک مطلوب با توجه به متغیرهای روانشناختی در پیشینی نوسانات بازار در بازار سرمایه ایران و مقالات و کتب حاصل شده، ارائه شده است. شاخص‌های شناسایی شده همان گزاره‌های کلامی هستند که از پاسخ به سؤالات به دست آمده و بعد از استخراج کلیه این گزاره‌های کلامی، برخی دارای اشتراک بودند که براساس ادبیات و مبانی نظری موجود دسته‌بندی شدند و براساس آن مفاهیم ثانویه شکل گرفتند.

جلب توجه	
ارائه اطلاعات به صورت دلخواه	
در جریان بازاریابی دهان به دهان بودن	
ریسک گزارشگری نادرست (گزارش غیر مقبول حسابرسان)	صحت اطلاعات
ریسک تقلب	
ریسک استفاده غیر قانونی	
عدم تقارن اطلاعات (سطح پایین افشا) (کیفیت و کفایت افشای اطلاعات)	
کیفیت پایین اقلام تعهدی	
شفافیت اطلاعات	
هموارسازی سود	
کیفیت اطلاعات	
اهرم مالی بالا	
نسبت های نقدینگی ضعیف	
عدم تعادل داراییهای جاری	
اهرم عملیاتی بالا	
زیان های متوالی و احتمال کاهش سرمایه به نصف	
عدم رقابت	شاخصهای غیر مالی ورشکستگی
برنامه ریزی کسب و کار ضعیف	
بدهی های غیر منتظره	
فقدان رهبری مؤثر	
شرایط سیاسی حاکم بر قوه مجریه	عوامل سیاسی
-قوانین و تغییرات آن	
-اخبار و تحولات سیاسی داخلی	
-اخبار و تحولات سیاسی بین الملل	
-تأثیر سازمان های بین المللی بر جریان بازار	
-مناسبات سیاسی ایران با سایر کشورها	
-تحولات اجتماعی و فرهنگی	
-امنیت و ثبات منطقه	
-شایعات	تفسیر نوسانات
-توصیه کارگزاران	
-تقلید از دیگران	
-علاقه مشترک	
اثرات روانی تغییرات گذشته قیمت سهام	

- اخبار منتشر شده در روزنامه‌ها و جراید	عوامل اقتصادی
- اخبار غیر رسمی از مجامع شرکت‌ها	
- نرخ تورم	
- نرخ بهره و سود بانکی	
- نوع صنعت	
- مطلوبیت و حساسیت سرمایه‌های سرگردان نسبت به سایر بازارها	
- تحولات اقتصادی بین الملل	
- سود سرمایه‌گذاری بخش‌های دیگر اقتصادی	
- رکود یا رونق اقتصادی	
- سرانه درآمد و قدرت خرید	
- نوسانات قیمت نفت، طلا و ارز	عوامل مربوط به بورس
- کمک به تولید و خلق دانش تخصصی	
- مکانیزم‌های اطلاع‌رسانی	
- مکانیزم‌های ذخیره‌سازی اطلاعات	
- حجم معاملات در بورس	
- اظهار نظر مقامات بورس در وضعیت آتی بازار	
- بازدهی سرمایه‌گذاری در بازار بورس نسبت به سایر بازارها	
- روابط غیررسمی مدیران بورس با سهامداران	عوامل مربوط به شرکت
- شفافیت اطلاعات مالی	
- حجم معاملات سهم	
- نسبت قیمت به سود	
- ریسک سهم	
- پیش‌بینی درآمد سهم	
- نوع مالکیت شرکت	
- سود نقدی سهم	
- تأخیر در پرداخت سود	
- افزایش سرمایه	
- نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	
- برنامه‌های اعلام شده از سوی مدیران و مسئولین شرکت	
- اطمینان به داده‌های منتشر شده مالی شرکت	
- عملکرد گذشته شرکت	
- جایگاه رقابتی شرکت	
- اشتهار خوش‌نامی برند و محصولات شرکت	

برآورده کردن درخواست‌ها به هر تعداد و هر ارزش معاملاتی	کارگزاری‌ها
ارائه خدمات به صورت الکترونیکی به مراجعان	
توانایی علمی و تخصصی کافی کارکنان	
ظاهر جذاب و قابل فهم فرم‌های معاملاتی	
برون گرایی / درون گرایی	شخصیت
حسی / شهودی	
متفکر / احساسی	
قضاوتی / مشاهده گر	رفتار خوش بینی
باور گرایی	
توان پنداری	
رویداد گرایی	
سازگار گرایی	رفتار فرا اعتمادی
آشنا گرایی	
نمانگری	
کوتاه نگری	
ابهام گریزی	رفتار ریسک گریزی
دیر پذیری	
پشیمان گریزی	
دگرگون گریزی	
خود اسنادی	رفتار هیجانی
بهینه بینی	
تازه گرایی	
آموزش شناسایی بازار	آموزش مالی
آموزش مفاهیم مالی	
استفاده از مشاور مالی	
شناسایی منابع اطلاعاتی موثق	
بررسی وضعیت شرکت‌ها	نظارت و ارزیابی
نظارت بر وضعیت مالیاتی شرکت‌ها	
نظارت بر گزارش‌های مالی و صحت آنها	
جلوگیری از رفتارهای سیاسی و پارتی بازی	
الگوگیری از بازارهای سرآمد در کشورهای پیشرفته	
وضع قوانین برای افزایش صحت اطلاعات	قوانین و مقررات
بازنگری قوانین موجود در بازار بورس ایران	

ایجاد استراتژی‌های آینده نگر برای افزایش سرمایه گذاری مالی	ارزش افزوده اقتصادی
وضع قوانین تشویقی برای سرمایه گذاری	
حداکثر کردن منافع	
بهینه سازی سرمایه گذاری	
سودآوری	
مثبت بودن خالص ارزش جاری	
کاهش میزان ریسک	ارزش شرکت
کاهش عدم تقارن اطلاعاتی	
کاهش مشکلات نمایندگی	
رفع محدودیت‌های مالی	
بهبود کارایی سرمایه گذاری	
بهبود شاخص کیوتوبین	
بهبود قیمت گذاری	رضایت فردی
افزایش ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	
افزایش میزان سرمایه گذاری	
اطمینان به بازار و عوامل مالی در گردش	
افزایش اعتماد به نفس در سرمایه گذاری	رشد اقتصادی
اعتماد به منابع اطلاعاتی	
افزایش گردش مالی در بازار	
توسعه کسب و کار	
افزایش اشتغال	

مرحله ۴. شکل گیری مضامین سازنده: مرحله چهارم زمانی شروع می شود که محقق مجموعه‌ای از تم‌ها را ایجاد کرده و آن‌ها را مورد بازبینی قرار می دهد. این مرحله شامل دو مرحله بازبینی و تصفیه و شکل دهی به تم‌های فرعی است. مرحله اول شامل بازبینی در سطح خلاصه‌های کدگذاری شده است. در مرحله دوم اعتبار تم‌های فرعی در رابطه با مجموعه داده‌ها در نظر گرفته می شود. در این مرحله محققان به مضامین سازنده دست پیدا کردند. نتایج حاصل از تحلیل عاملی نشان می دهد که از میان ۱۲۸ شاخص (گویه) موجود، ۲۳ مضمون پایه قابل شناسایی است و ۵ دسته مضمون سازنده به دست آمده است. بر اساس ادبیات، پیشینه و نظریه‌های موجود این مولفه‌ها در جدول زیر نام گذاری شد.

مرحله ۵. تعریف و نامگذاری تم‌های اصلی: مرحله پنجم زمانی شروع می شود که یک تصویر رضایت بخش از تم‌ها وجود داشته باشد. محقق در این مرحله، تم‌های اصلی را که برای تحلیل ارائه کرده، تعریف نموده و مورد بازبینی مجدد قرار می دهد، سپس داده‌های داخل آن‌ها را تحلیل می کند. به وسیله تعریف و بازبینی کردن، ماهیت آن چیزی که

یکتم در مورد آن بحث می کند مشخص شده و تعیین می گردد که هر تم اصلی کدام جنبه از داده ها را در خود دارد. در این مرحله محقق در نهایت پس از رفت و برگشت در میان تم های فرعی به ۱ تم اصلی دست یافت، که در زمینه مورد نظر تحقیق قابل تبیین می باشد. در ذیل برخی از تم های فرعی که تم های اصلی از آنها استخراج شده آورده شده است.

جدول ۳. شناسایی مضمون فراگیر

مضمون فراگیر	مضمون سازنده	مضمون پایه	کد اولیه	
مدلی جهت تبیین ریسک نامطلوب و ریسک مطلوب با توجه به متغیرهای روانشناختی در پیش بینی نوسانات بازار در بازار سرمایه ایران	عوامل سازنده ریسک مطلوب و نامطلوب	تأمین مالی	سرمایه گذاری اولیه	
			نگهداری دارایی	
			میزان نقدینگی	
			کسری بودجه	
			شرایط مالی	
		ارتباطات بازاریابی	تصویر ذهنی ایجاد شده در بازاریابی	
			معروف بودن و حسن شهرت شرکت	
			تبلیغات شرکت	
			جلب توجه	
			ارائه اطلاعات به صورت دلخواه	
		صحت اطلاعات	ریسک گزارشگری نادرست (گزارش غیر مقبول حسابرس)	ریسک تقلب
				ریسک استفاده غیر قانونی
				عدم تقارن اطلاعات (سطح پایین افشا)
				کیفیت و کفایت افشای اطلاعات
				کیفیت پایین اقلام تعهدی
				شفافیت اطلاعات
				هموارسازی سود
				کیفیت اطلاعات
				اهرم مالی بالا
شاخصهای مالی و رشکستگی	نسبت های نقدینگی ضعیف			عدم تعادل داراییهای جاری
		اهرم عملیاتی بالا		
		زیان های متوالی و احتمال کاهش سرمایه به نصف		
شاخصهای غیر مالی و رشکستگی	عدم رقابت	برنامه ریزی کسب و کار ضعیف		
		بدهی های غیر منتظره		

مضمون فراگیر	مضمون سازنده	مضمون پایه	کد اولیه
عوامل سیاسی			فقدان رهبری مؤثر
			شرایط سیاسی حاکم بر قوه مجریه
			-قوانین و تغییرات آن
			-اخبار و تحولات سیاسی داخلی
			-اخبار و تحولات سیاسی بین الملل
			-تأثیر سازمان های بین المللی بر جریان بازار
			-مناسبات سیاسی ایران با سایر کشورها
			-تحولات اجتماعی و فرهنگی
			-امنیت و ثبات منطقه
			-شایعات
تفسیر نوسانات			-توصیه کارگزاران
			-تقلید از دیگران
			-علاقه مشترک
			اثرات روانی تغییرات گذشته قیمت سهام
			-اخبار منتشر شده در روزنامه ها و جراید
			-اخبار غیر رسمی از مجامع شرکت ها
عوامل اقتصادی			-نرخ تورم
			-نرخ بهره و سود بانکی
			-نوع صنعت
			-مطلوبیت و حساسیت سرمایه های سرگردان
			نسبت به سایر بازارها
			-تحولات اقتصادی بین الملل
			-سود سرمایه گذاری بخش های دیگر اقتصادی
			-رکود یا رونق اقتصادی
			-سرنه در آمد و قدرت خرید
			-نوسانات قیمت نفت، طلا و ارز
شرایط بازار		عوامل مربوط به بورس	-کمک به تولید و خلق دانش تخصصی
			-مکانیزم های اطلاع رسانی
			-مکانیزم های ذخیره سازی اطلاعات
			-حجم معاملات در بورس
			-اظهار نظر مقامات بورس در وضعیت آبی بازار
			-بازدهی سرمایه گذاری در بازار بورس نسبت به سایر بازارها
			-روابط غیررسمی مدیران بورس با سهامداران
		-شفافیت اطلاعات مالی	
عوامل مربوط به			

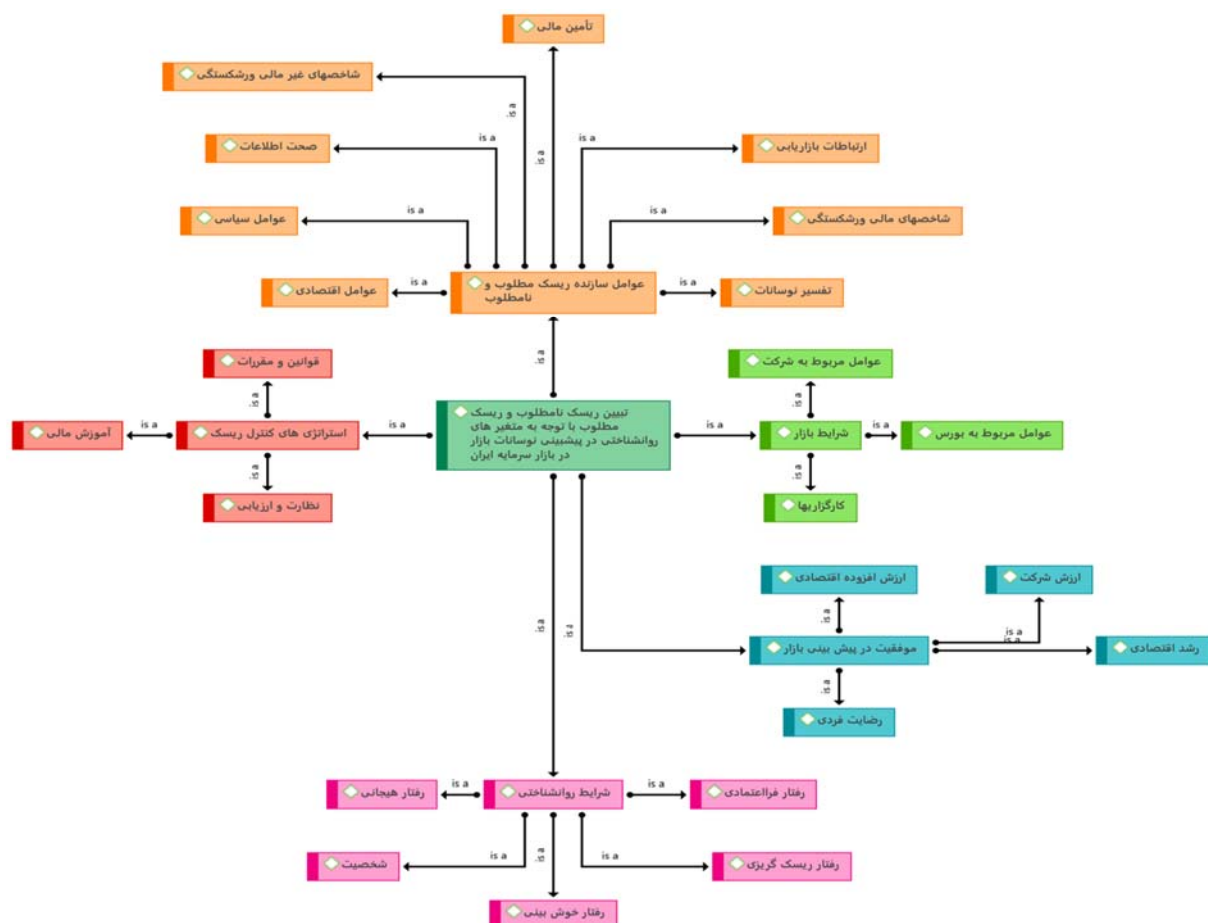
مضمون فراگیر	مضمون سازنده	مضمون پایه	کد اولیه		
		شرکت	-حجم معاملات سهم		
			-نسبت قیمت به سود		
			-ریسک سهم		
			-پیش بینی در آمد سهم		
			-نوع مالکیت شرکت		
			-سود نقدی سهم		
			-تأخیر در پرداخت سود		
			-افزایش سرمایه		
			-نرخ بازده حقوق صاحبان سهام		
			-برنامه های اعلام شده از سوی مدیران و مسئولین شرکت		
			-اطمینان به داده های منتشر شده مالی شرکت		
			-عملکرد گذشته شرکت		
			-جایگاه رقابتی شرکت		
			-اشتهار خوش نامی برند و محصولات شرکت		
کارگزاری ها			بر آورده کردن درخواست ها به هر تعداد و هر ارزش معاملاتی		
			ارائه خدمات به صورت الکترونیکی به مراجعان		
			توانایی علمی و تخصصی کافی کارکنان		
			ظاهر جذاب و قابل فهم فرم های معاملاتی		
شرایط روانشناختی		شخصیت	برون گرایی /درون گرایی		
			حسی /شهودی		
			متفکر /احساسی		
		رفتار خوش بینی			قضاوتی /مشاهده گر
					باور گرایی
					توان پنداری
		رفتار فراعتمادی			رویداد گرایی
					سازگار گرایی
					آشنا گرایی
					نمانگری
رفتار ریسک گریزی			کوتاه نگری		
			ابهام گریزی		
			دیرپذیری		
			پشیمان گریزی		
			دگرگون گریزی		

مضمون فراگیر	مضمون سازنده	مضمون پایه	کد اولیه		
		رفتار هیجانی	خوداسنادی		
			بهبه بینی		
			تازه گرایی		
استراتژی های کنترل ریسک		آموزش مالی	آموزش شناسایی بازار		
			آموزش مفاهیم مالی		
			استفاده از مشاور مالی		
			شناسایی منابع اطلاعاتی موثق		
		نظارت و ارزیابی	بررسی وضعیت شرکتها		
			نظارت بر وضعیت مالیاتی شرکتها		
			نظارت بر گزارش های مالی و صحت آنها		
			جلو گیری از رفتارهای سیاسی و پارتی بازی		
		قوانین و مقررات			الگو گیری از بازارهای سرآمد در کشورهای پیشرفته
					وضع قوانین برای افزایش صحت اطلاعات
بازنگری قوانین موجود در بازار بورس ایران					
ایجاد استراتژی های آینده نگر برای افزایش سرمایه گذاری مالی					
ارزش افزوده اقتصادی			وضع قوانین تشویقی برای سرمایه گذاری		
			حداکثر کردن منافع		
			بهبه سازی سرمایه گذاری		
			سودآوری		
			مثبت بودن خالص ارزش جاری		
موفقیت در پیش بینی بازار		ارزش شرکت	کاهش میزان ریسک		
			کاهش عدم تقارن اطلاعاتی		
			کاهش مشکلات نمایندگی		
			رفع محدودیت های مالی		
			بهبود کارایی سرمایه گذاری		
			بهبود شاخص کیوتوبین		
			بهبود قیمت گذاری		
رضایت فردی			افزایش ارزش بازار حقوق صاحبان سهام		
			افزایش میزان سرمایه گذاری		
			اطمینان به بازار و عوامل مالی در گردش		
			افزایش اعتماد به نفس در سرمایه گذاری		
رشد اقتصادی			اعتماد به منابع اطلاعاتی		
			افزایش گردش مالی در بازار		

مضمون فراگیر	مضمون سازنده	مضمون پایه	کد اولیه
			توسعه کسب و کار
			افزایش اشتغال

مرحله ۶. تهیه گزارش: مرحله ششم زمانی شروع می‌شود که محقق مجموعه‌ای از تم‌های اصلی کاملاً انتزاعی و منطبق با ساختارهای زمینه‌ای تحقیق در اختیار داشته باشد. این مرحله شامل تحلیل پایانی و نگارش گزارش است. که در پایان ارائه خواهد شد. پس از بررسی و تحلیل متون با استفاده از روش تحلیل تم و طی نمودن مراحل شش‌گانه، تم‌های فرعی و اصلی مطابق جدول به‌دست آمده است.

بر اساس جدول فوق، الگوی تحقیق مشتمل بر ۱ مضمون فراگیر و ۵ مضمون سازمان دهنده و ۲۳ مضمون پایه ای بوده است. در نهایت براساس مقوله‌های نهایی، مدل پژوهش ارائه شده است:



شکل ۲. مدلی جهت تبیین ریسک نامطلوب و ریسک مطلوب با توجه به متغیرهای روانشناختی در پیشبینی نوسانات بازار در بازار سرمایه ایران کنترل کیفیت تحلیل کیفی انجام شده (خروجی اطلس تی)

از چهار معیار کمی برای بررسی قابلیت اعتبار، قابلیت انتقال، قابلیت تأیید و اطمینان پذیری استفاده شده است: ضریب هولستی، ضریب پی اسکات، شاخص کاپای کوهن و آلفای کرپیندروف.

میزان همبستگی دیدگاه خبرگان با محاسبه ضریب هولستی (PAO) یا «درصد توافق مشاهده شده» ۰/۸۸۷ بدست آمده است که مقدار قابل توجهی است. با توجه به ایراداتی که به روش هولستی وارد است شاخص پی-اسکات نیز محاسبه شده است که میزان آن ۰/۷۵۵ بدست آمده است. چهارمین شاخص برآورد اعتبار تحقیقات کیفی شاخص کاپای کوهن است. شاخص کاپای کوهن در این مطالعه ۰/۷۲۵ بدست آمده است. در نهایت نیز از آلفای کرپیندروف استفاده شده است و میزان آن در این مطالعه ۰/۸۱۷ برآورد گردیده است.

بحث و نتیجه گیری

هدف از پژوهش حاضر، ارائه مدلی جهت تبیین ریسک نامطلوب و ریسک مطلوب با توجه به متغیرهای روانشناختی در پیش بینی نوسانات بازار بود. فرآیند کدگذاری و تحلیل متنی مصاحبه ها در نرم افزار تحلیل داده های کیفی *Atlas ti* انجام گردید. بر اساس نتایج فوق، مدل پژوهش مشتمل بر یک مضمون فراگیر و پنج مضمون سازنده و ۲۳ مضمون پایه ای است. نتایج پژوهش نشان داد که مدل تبیین ریسک نامطلوب و ریسک مطلوب با توجه به متغیرهای روانشناختی شامل ابعاد تحقیق شامل: عوامل سازنده ریسک مطلوب و نامطلوب، شرایط بازار، شرایط روانشناختی، استراتژی های کنترل ریسک، موفقیت در پیش بینی بازار می باشد مولفه های تحقیق شامل: تأمین مالی، ارتباطات بازاریابی، صحت اطلاعات، شاخص های مالی ورشکستگی، شاخص های غیر مالی ورشکستگی، عوامل سیاسی، تفسیر نوسانات، عوامل اقتصادی، عوامل مربوط به بورس، عوامل مربوط به شرکت، کارگزاری ها، شخصیت، رفتار خوش بینی، رفتار فرا اعتمادی، رفتار ریسک گریزی، رفتار هیجانی، آموزش مالی، نظارت و ارزیابی، قوانین و مقررات، ارزش افزوده اقتصادی، ارزش شرکت، رضایت فردی، رشد اقتصادی می باشد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش (Lu et al, 2023)، (Traut, 2023)، (Xiang & Borjigan, 2023)، (He et al, 2023)، (Shah et al, 2022)، (Shah et al, 2022)، (Rad kaftroudi et al, 2020)، (Dasineh et al, 2021)، (Ali et al, 2022)، (Racicot & Theoret, 2022)، (Xiang & Borjigan, 2023)، نشان دادند که شبکه های سرریز ریسک خطی و غیرخطی در سطوح مختلف ریسک، ویژگی های توپولوژی مختلفی را نشان می دهند، آن ها به طور ناموزون در هر سطح ریسک پخش می شوند. در سطح سیستم، بین شبکه های سرریز ریسک خطی و غیرخطی در منحصربه فرد بودن و همپوشانی تفاوت معناداری وجود دارد. در سطح بخش، بخش های مالی (مانند بخش های DF و RE) می توانند اثر سرریز معینی را بر بخش های اقتصاد واقعی در سراسر چندک ایجاد کنند، اما اثرات سرریز خالص بخش های مالی کمتر از برخی از بخش های اقتصاد واقعی است. در نهایت، شوک های بحران بر اثرات سرریز ریسک بین بخش های مالی و اقتصاد واقعی تأثیر می گذارد. در موارد نزولی و صعودی، اثرات سرریز بین بخش ها در دوره بحران بیشتر از دوره قبل از بحران است. (Shah et al, 2022)، نشان دادند که همه گیری کووید ۱۹ منجر به عواقب شدید اقتصادی و مالی در سطوح خرد و کلان و همچنین در بازارهای سهام کشورهای مختلف شد. بازارهای سهام منتخب ایالات متحده، بریتانیا، پاکستان و چین به طور قابل توجهی از نظر ریسک و بازده سرمایه گذار در طول زمان همه گیری تحت تأثیر قرار می گیرند. کل توزیع دوره ریسک، رفتار ریسک نامطلوب بازارها و نگرانی جدی سرمایه گذاران در مورد استراتژی های سرمایه گذاری خود را نشان داد. با استفاده از داده های با فرکانس بالا از ژانویه ۲۰۲۰ تا آوریل ۲۰۲۱، یافته های این مطالعه بیشتر از بازده های غیرعادی نزولی را در هر دو بازار نشان می دهد. این تأثیر در بازارهای توسعه یافته ایالات متحده و بریتانیا در مقایسه با

بازارهای نوظهور چین و پاکستان بیشتر و زیاد است. نتایج مدل‌های مختلف ارزش در معرض خطر، پیامدهای ریسک پایین‌تر را برای همه بازارها، بیشتر برای کشورهای توسعه‌یافته، آشکار می‌کند. به طور مشابه، سه بازار سهام ایالات متحده، بریتانیا و چین در طول یک بیماری همه گیر به طور قابل توجهی به هم مرتبط بودند. واکنش سرمایه گذاران در صورت انتشار اخبار مثبت مثبت و بالا و در صورت اخبار منفی و تأثیر منفی کاهش می‌یابد. نتایج این مطالعه برای سرمایه گذاران، مدیران پورتفولیو، مشاوران سرمایه گذاری و دیگران مفید است تا پویایی وضعیت همه گیری را درک کنند و استراتژی‌های مؤثری برای غلبه بر شدت ریسک نامطلوب ابداع کنند. با توجه به نتایج پژوهش پیشنهاد می‌شود سرمایه گذاران در بررسی‌های سرمایه گذاری‌های خود همیشه دفترچه یادداشتی همراه داشته باشند و کلیه دلایل و نظرات، احساسات و عواطف خود را در مورد سرمایه گذاری‌هایشان در آن دفترچه ثبت و یادداشت نمایند و هر چند وقت یک بار آن را مطالعه نمایند. به مشاورین مالی پیشنهاد می‌گردد که قبل از هرگونه مشاوره مالی به مراجعان، تیپ‌شخصیتی افراد و میزان مستعد بودن آنها به خطاهای ادراکی مورد سنجش و بررسی قرار دهند و بر اساس آن پرتفوی افراد را تنظیم و یا به مشاوره مبادرت نمایند. همچنین با توجه به آنکه سرمایه گذاران حرفه‌ای و حقوقی تجربه بیشتری در زمینه سرمایه گذاری دارند، در مطالعات آتی از این افراد جهت آزمون الگوی پژوهش حاضر نمونه گیری به عمل آید.

Reference

- Adrian, T., Boyarchenko, N. & Giannone, D. (2019), 'Vulnerable growth', *American Economic Review* 109(4), 1263–89
- Ajello, A., & Pike, T. (2022), 'Getting in all the cracks: Monetary policy, financial vulnerabilities, and macro risk', mimeo
- Alexeev, V., & Urga, G., & Yao, W. (2019) Asymmetric jump beta estimation with implications for portfolio risk management. *Int Rev Econ Financ* 62:20–40
<https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.02.014>
- Ali, S., & Liu, B., & Su, J. (2022). Does corporate governance have a differential effect on downside and upside risk? Open access publishing facilitated by University of Wollongong, as part of the Wiley - University of Wollongong agreement via the Council of Australian University Librarians. DOI: 10.1111/jbfa.12606
- Barro, R. J. & Liao, G. Y. (2021). Rare disaster probability and options pricing', *Journal of Financial Economics* 139(3), 750–769. DOI: 10.1016/j.jfineco.2020.10.001
- Bekaert, G., & Engstrom, E. C. & Xu, N. R. (2021), 'The time variation in risk appetite and uncertainty', *Management Science* 68(6), 3975–4753. DOI: 10.1287/mnsc.2021.4068.
- Cerchiello, P., & Giudici, P. (2016). Big data analysis for financial risk management. *J Big Data* 3(1):1–12 DOI:10.1186/s40537-016-0053-4
- Chen, Y.S., & Chuang, H.M., & Lin C.K., & Komar, A. (2019) A study for project risk management using an advanced MCDM-based DEMATEL-ANP approach. *J Ambient Intell Humanized Comput* 10:2669–2681. DOI:10.1007/s12652-018-0973-2
- Cortes, G., & Gao, G., & Silva, F. B. G. & Song, Z. (2020), 'Unconventional monetary policy and disaster risk: Evidence from the subprime and covid-19 crises', Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3642970>
- Dasineh, M., & heidarpoor, F., & Tariverdi, Y. (2021). Earning Downside Risk and Market-based Characteristics Earning Attributes. *Journal of Investment Knowledge*, 10(40), 241-257 ..(In Persian)
- Duprey, T., & Ueberfeldt, A. (2020), 'Managing gdp tail risk', Bank of Canada Staff Working Paper No. 2020-03. DOI: <https://doi.org/10.34989/swp-2020-3>

- Giglio, S., & Kelly, B. & Pruitt, S. (2016), 'Systemic risk and the macroeconomy: An empirical evaluation', *Journal of Financial Economics* 119(3), 457–471. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.01.010>
- Haddad, V., & Moreira, A. & Muir, T. (2022), 'Whatever it takes? the impact of conditional policy promises', Working Paper
- He, J.C., & Chang, H.H., & Chen, T.F., & Shih-Kuei, L. (2023). Upside and downside correlated jump risk premia of currency options and expected returns. *Financ Innov* 9(1), DOI: 10.1186/s40854-023-00493-3
- Kou, G., & Chao, X., & Peng, Y. (2019) Machine learning methods for systemic risk analysis in financial sectors. *Technol Econ Dev Econ* 25(5):716–742 DOI:10.3846/tede.2019.8740
- Lenza, M., & Primiceri, G. E. (2022), 'How to estimate a var after march 2020', *Journal of Applied Econometrics* 37(4), 688–699 <https://doi.org/10.1002/jae.2895>
- Long, H., & Jiang, Y., & Zhu, Y. (2018). Idiosyncratic tail risk and expected stock returns: evidence from the Chinese stock markets. *Finance Research Letters*, 24(1), 129-136. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2017.07.009>
- Lu, Y., & Xiao, D. & Zheng, Z. (2023). Assessing stock market contagion and complex dynamic risk spillovers during COVID-19 pandemic. *Nonlinear Dyn* 111, 8853–8880. DOI: 10.1007/s11071-023-08282-4
- Ng, S. (2021), 'Modeling macroeconomic variations after covid-19', NBER Working Paper No. 29060
- Nikoo, H., & Ebrahimi, K., & Jalali, F. (2020). The relationship between investor sentiment and idiosyncratic risk with stock mispricing: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Management Strategy*, 28(1), 65-85. <https://doi.org/10.22051/jfm.2019.24325.1952>. (In Persian)
- Plagborg-Møller, M. & Wolf, C. K. (2021), 'Local projections and vars estimate the same impulse responses', *Econometrica* 89(2), 955–980. <https://doi.org/10.3982/ECTA17813>
- Racicot, F.E., & Théoret, R. (2022). Tracking market and non-traditional sources of risks in procyclical and countercyclical hedge fund strategies under extreme scenarios: a nonlinear VAR approach. *Financial Innovation* 8(1):24. DOI:10.1186/s40854-021-00316-3
- Rad kaftroudi, H., & Gholizadeh, M., & Fadaei, M. (2020). The Explanation of the Relationship between Downside Risk and Upside Risk combination in predicting Market Return Volatility. *Financial Engineering and Portfolio Management*, 11(45), 373-388. Doi: 20.1001.1.22519165.1399.11.45.16.3.(In Persian)
- Romer, C. D. & Romer, D. H. (2004), 'A new measure of monetary shocks: Derivation and implications', *American Economic Review* 94(4), 1055–1084.
- Komar, A., & Samuel, O.W., & Li, X., Abdel-Basset, M., & Wang, H. (2017) Towards an efficient risk assessment in software projects–Fuzzy reinforcement paradigm. *Comput Electr Eng* 71:833–846. DOI:10.1016/j.compeleceng.2017.07.022
- Shahrzadi, M., & Foroghi, D. (2022). Analysis of the Persistence of the Negative Relationship between Downside Risk and Expected Excess Returns in Future. *Journal of Asset Management and Financing*, 10(1), 1-24. doi: 10.22108/amf.2021.125483.1598.(In Persian)
- Shah, S.A., & Raza, H. & Mustafa Hashmi, A. (2022). Downside risk-return volatilities during Covid 19 outbreak: a comparison across developed and emerging markets. *Environ Sci Pollut Res* 29, 70179–70191 . DOI:10.1007/s11356-022-20715-y
- Stock, J. H. & Watson, M. W. (2018), 'Identification and estimation of dynamic causal effects in macroeconomics using external instruments', *The Economic Journal* 128(610), 917–948. <https://doi.org/10.1111/eoj.12593>
- Traut, J. (2023). What we know about the low-risk anomaly: a literature review. *Financ Mark Portf Manag* 37, 297–324.
- Xiang, Y. Borjigan, S. (2023). Downside and upside risk spillovers between financial industry and real economy based on linear and nonlinear networks. *International Review of Economics & Finance*, 88, 1337-1374.. DOI: 10.1016/j.iref.2023.07.066
- Yuanfang, Z. (2023). Optimization of financial market risk prediction system based on computer data simulation and Markov chain Monte Carlo. *Soft Comput*. DOI:10.21203/rs.3.rs-2699304/v1