

تأثیر سوگیری زیان‌گریزی و رفتار توده‌وار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران با نقش میانجی ترس از دست دادن فرصت

محمدامین محمدجعفری^۱

جعفر جولا^{۲*}

تاریخ دریافت: ۱۴۰۵/۰۲/۲۸ تاریخ چاپ: ۱۴۰۵/۰۶/۳۰

چکیده

این پژوهش با هدف بررسی تأثیر سوگیری زیان‌گریزی و رفتار توده‌وار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران با نقش میانجی ترس از دست دادن فرصت انجام شد. روش تحقیق از نظر هدف کاربردی و از نظر ماهیت توصیفی-همبستگی بود. جامعه آماری شامل کلیه سرمایه‌گذاران حقیقی بورس اوراق بهادار تهران بود که حداقل یک‌بار اقدام به خرید یا فروش سهام کرده بودند و با استفاده از روش نمونه‌گیری غیراحتمالی در دسترس، تعداد ۳۹۶ پرسشنامه جمع‌آوری گردید. ابزار گردآوری داده‌ها پرسشنامه استاندارد نگوئن و همکاران (۲۰۲۵) بود که روایی آن از طریق روایی صوری و سازه و پایایی آن با ضریب آلفای کرونباخ بالاتر از ۰٫۷ تأیید شد. داده‌ها با استفاده از آمار توصیفی و مدل معادلات ساختاری در نرم‌افزارهای SPSS و Smart PLS تجزیه و تحلیل شدند. نتایج نشان داد که سوگیری زیان‌گریزی و رفتار توده‌وار از طریق ترس از دست دادن فرصت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معنادار دارند. همچنین تأثیر مستقیم زیان‌گریزی، رفتار توده‌وار و ترس از دست دادن فرصت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری منفی و معنادار بود. علاوه بر این، زیان‌گریزی و رفتار توده‌وار بر ترس از دست دادن فرصت تأثیر مثبت و معنادار داشتند، که نشان می‌دهد این سوگیری‌های رفتاری از طریق تشدید ترس از جا ماندن از فرصت‌ها، کیفیت تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهند.

واژگان کلیدی

زیان‌گریزی، رفتار توده‌وار، تصمیمات سرمایه‌گذاری، فومو

۱. دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال، تهران، ایران.
۲. استادیار گروه مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران شمال، تهران، ایران. (نویسنده مسئول: Jafar.Joula@gmail.com)

۱. مقدمه

تصمیمات سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین فرایندهای مالی است و نقش اساسی در تخصیص منابع و شکل‌گیری ثروت فردی و جمعی دارد. این تصمیمات دربرگیرنده انتخاب میان انواع دارایی‌ها از قبیل سهام، اوراق بدهی، کالاها، ارز و صندوق‌های سرمایه‌گذاری است که هر یک با سطحی مشخص از ریسک و بازده همراه‌اند (رائوت^۱، ۲۰۲۰). در چارچوب نظریه‌های کلاسیک مالی، به‌ویژه نظریه پرتفوی مارکویتز و فرضیه بازار کارا، فرض بر این است که سرمایه‌گذاران با تکیه بر اطلاعات در دسترس و بر مبنای محاسبات عقلایی، ترکیبی از دارایی‌ها را برمی‌گزینند که بهترین توازن میان ریسک قابل تحمل و بازده مورد انتظار را فراهم آورد (شی^۲، ۲۰۲۴؛ چن^۳، ۲۰۲۵).

با این حال، شواهد تجربی نشان می‌دهد که تصمیمات سرمایه‌گذاری در عمل، همواره با این الگوی عقلایی منطبق نیست. انسان در مقام تصمیم‌گیرنده با محدودیت‌های شناختی، هیجانات و تأثیرپذیری از محیط اجتماعی روبه‌رو است و در مواجهه با عدم قطعیت و نوسان، به جای محاسبه‌ای کاملاً منطقی، از میانبرهای ذهنی و قضاوت‌های شهودی استفاده می‌کند (میتال^۴، ۲۰۲۲؛ گابانه و همکاران^۵، ۲۰۲۳). رویکرد مالی رفتاری با تکیه بر نظریه چشم‌انداز، نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در شرایط واقعی بازار، از مجموعه‌ای از سوگیری‌ها تأثیر می‌پذیرند که می‌تواند جهت و کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری را تغییر دهد (ستار و همکاران^۶، ۲۰۲۰).

در میان این سوگیری‌ها، زیان‌گریزی جایگاه ویژه‌ای دارد (حسین و همکاران^۷، ۲۰۲۳؛ نگوئن و همکاران^۸، ۲۰۲۵). بر اساس نظریه چشم‌انداز، درد ناشی از زیان، از نظر روانی شدیدتر از لذت ناشی از سودی هم‌اندازه تجربه می‌شود؛ به‌گونه‌ای که «از دست دادن» برای سرمایه‌گذار سنگین‌تر از «به‌دست آوردن» تلقی می‌شود. در نتیجه، سرمایه‌گذار زیان‌گریز غالباً تمایل دارد دارایی زیان‌ده را برای مدت طولانی نگه دارد تا زیان تحقق‌یافته را نپذیرد و در مقابل، دارایی سودده را زودتر از موعد به فروش برساند تا سود موجود را تثبیت کند، حتی اگر از منظر تحلیلی امکان تداوم رشد وجود داشته باشد. چنین الگویی می‌تواند به تشکیل پرتفویی منجر شود که در آن، دارایی‌های ضعیف نگه داشته می‌شوند و دارایی‌های قوی زودتر واگذار می‌گردند؛ وضعیتی که با تصویر عقلایی تصمیم‌گیری در نظریه‌های کلاسیک فاصله دارد و خود به مسئله‌ای قابل توجه در تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران تبدیل می‌شود (والاسک و همکاران^۹، ۲۰۲۴؛ مهرعلیزاده شیادهی و همکاران، ۱۴۰۳).

سوگیری مهم دیگر، رفتار توده‌وار است که به معنای دنباله‌روی از تصمیمات جمعی به جای اتکا بر تحلیل مستقل و اهداف شخصی است (حسین و همکاران، ۲۰۲۳؛ نگوئن و همکاران، ۲۰۲۵). در این وضعیت، سرمایه‌گذار به رفتار سایر فعالان بازار – اعم از دوستان، آشنایان، کانال‌های مجازی و جریان‌های غالب معاملاتی – نگاه می‌کند و تصمیم خود را بر اساس جهت حرکت جمع تنظیم می‌کند. این الگو، به‌ویژه در شرایطی که دسترسی به اطلاعات شفاف محدود است و

¹ Raut

² Shi

³ Chen

⁴ Mittal

⁵ Gabhane et al.

⁶ Sattar et al.

⁷ Hussain et al.

⁸ Nguyen et al.

⁹ Walasek et al.

شایعات، اخبار کوتاه‌مدت و جو روانی بازار پررنگ می‌شود، می‌تواند زمینه‌ساز شکل‌گیری موج‌های خرید و فروش، حباب‌های قیمتی و ریزش‌های ناگهانی گردد. در چنین فضایی، قیمت‌ها لزوماً بازتاب ارزش ذاتی دارایی‌ها نیستند، بلکه تحت تأثیر احساسات و رفتار جمعی شکل می‌گیرند و این امر بار دیگر نشان می‌دهد که تصمیمات سرمایه‌گذاری در عمل تا چه حد می‌توانند از مسیر عقلایی فرض‌شده در نظریه‌های کلاسیک منحرف شوند (ویتو و همکاران^۱، ۲۰۲۴؛ شکرخواه و غلامی فتیده، ۱۴۰۴).

در پیوند با این دو سوگیری، ترس از دست دادن فرصت یا به اصطلاح فومو^۲ مفهومی است که به‌ویژه در سال‌های اخیر در ادبیات رفتاری مطرح شده است (گوپتا و شریواستاوا^۳، ۲۰۲۲). فومو به حالتی اشاره دارد که فرد احساس می‌کند اگر «اکنون» وارد یک موقعیت نشود، فرصت مهم و تکرارنشده‌ای را از دست خواهد داد. در محیط سرمایه‌گذاری، این حالت زمانی تشدید می‌شود که فرد شاهد رشد سریع قیمت‌ها، طرح مکرر مثال‌های موفقیت دیگران یا برجسته شدن یک دارایی در رسانه‌ها و شبکه‌های اجتماعی باشد. در چنین شرایطی، تمرکز ذهنی سرمایه‌گذار از سنجش منطقی ریسک و بازده به سمت ترس از عقب‌ماندن از دیگران جابه‌جا می‌شود و تصمیم‌گیری رنگ هیجانی پیدا می‌کند (لانگراتاناماس و نیانگیامونونگ^۴، ۲۰۲۳). زیان‌گریزی می‌تواند این وضعیت را تشدید کند، زیرا سرمایه‌گذار نه تنها از زیان واقعی، بلکه از «از دست دادن سود بالقوه» نیز احساس زیان می‌کند؛ از سوی دیگر، رفتار توده‌وار با برجسته کردن حرکت جمعی و موفقیت ظاهری سایرین، این احساس را تقویت می‌کند که فرصتی خاص در حال وقوع است و نباید از آن جا ماند. بدین ترتیب، فومو در نقطه تلاقی زیان‌گریزی و رفتار توده‌وار قرار می‌گیرد و می‌تواند کانالی باشد که از طریق آن، این دو سوگیری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری اثر بگذارند (نگوئن و همکاران، ۲۰۲۵).

رفتار سرمایه‌گذاران و تصمیمات سرمایه‌گذاری در دهه‌های اخیر به یکی از محورهای اصلی مطالعات مالی و اقتصادی تبدیل شده است؛ با این حال، بخش قابل‌توجهی از این مطالعات همچنان بر الگوی «سرمایه‌گذار عقلایی» و متغیرهای صرفاً اقتصادی متمرکز است و نقش سوگیری‌های رفتاری به‌ویژه در بازارهای نوظهور به‌طور جامع تبیین نشده است (چائوهان و پاتل^۵، ۲۰۲۴). اگرچه پژوهش‌های متعددی در حوزه مالی رفتاری به بررسی زیان‌گریزی یا رفتار توده‌وار به‌صورت جداگانه پرداخته‌اند (شکرخواه و غلامی فتیده، ۱۴۰۴؛ نصیری نیا، ۱۴۰۲؛ مهرعلیزاده شیاذهی، ۱۴۰۳)، اما بررسی هم‌زمان این دو سوگیری در قالب یک مدل ساختاری و با لحاظ کردن سازه‌ای نوظهور مانند ترس از دست دادن فرصت (فومو) هنوز با خلأهای محسوسی در ادبیات داخلی همراه است.

از منظر نظری، بین نتایج پژوهش‌های پیشین درخصوص جهت و شدت اثر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، نوعی ناهمگونی مشاهده می‌شود. برخی مطالعات زیان‌گریزی را عامل کاهش ریسک‌پذیری و احتیاط بیش از حد سرمایه‌گذار معرفی می‌کنند (ژانگ و همکاران^۶، ۲۰۲۱)، در حالی که برخی دیگر نشان می‌دهند همین زیان‌گریزی در شرایط خاص بازار می‌تواند به رفتارهای پرریسک (برای جبران زیان‌های گذشته) منجر شود (گاچتر و

¹ Vieito et al.

² FOMO

³ Gupta & Shrivastava

⁴ Launggratanamas & Nuangjamnong

⁵ Chauhan & Patel

⁶ Zhang et al.

همکاران^۱، ۲۰۲۲). در مورد رفتار توده‌وار نیز اختلاف نظر وجود دارد؛ بخشی از ادبیات آن را واکنشی غیرعقلایی و ناشی از فشار اجتماعی می‌داند (احمد و همکاران^۲، ۲۰۲۳). در حالی که گروهی دیگر، آن را تا حدی ناشی از هم‌گرایی اطلاعاتی و مشاهده رفتار بازیگران آگاه‌تر تفسیر می‌کنند (دلارزا و همکاران^۳، ۲۰۲۰). برخی مطالعات نیز تاثیر سوگیری‌ها را کم اثر و تحت تاثیر سواد و دانش مالی افراد دانسته‌اند (لستاری و ایسبانه^۴، ۲۰۲۴). این تفاوت‌ها نشان می‌دهد که سازوکار اثرگذاری این سوگیری‌ها بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، ساده و خطی نیست و نیازمند مدل‌سازی دقیق‌تری است که متغیرهای میانی و زمینه‌ای را نیز در نظر بگیرد.

مفهوم ترس از دست دادن فرصت (فومو) در سال‌های اخیر به‌طور فزاینده‌ای در ادبیات بین‌المللی مطرح شده است؛ اما بخش عمده این مطالعات در حوزه‌هایی نظیر رمزارزها، بازارهای دیجیتال، یا رفتار مصرف‌کننده انجام شده و کاربرد آن در بازار سرمایه، به‌ویژه در بستر سهام و در کشورهای در حال توسعه، محدودتر است (گوپتا و شیرواستاوا^۵، ۲۰۲۲). در ادبیات داخلی، مطالعات معدودی به صورت مستقیم به فومو پرداخته‌اند و غالب پژوهش‌ها هنوز بر سوگیری‌های کلاسیک‌تری مانند اعتماد بیش از حد یا اثر لنگر تمرکز دارند (عباسی و همکاران، ۱۴۰۴؛ رضائی و همکاران، ۱۴۰۴). از این رو، بررسی نقش فومو به‌عنوان حلقه واسطه بین زیان‌گریزی و رفتار توده‌وار با تصمیمات سرمایه‌گذاری، می‌تواند بخشی از خلأ نظری موجود در تبیین سازوکارهای روان‌شناختی تصمیم‌گیری مالی در ایران را پوشش دهد.

از سوی دیگر، ساختار خاص بازار سرمایه ایران و ترکیب غالب سرمایه‌گذاران حقیقی، ضرورت پرداختن به این موضوع را افزایش می‌دهد. حضور گسترده سرمایه‌گذاران خرد با سطح ناهمگون سواد مالی، وابستگی شدید به سیگنال‌های غیررسمی، تأثیرپذیری از شبکه‌های اجتماعی و تجربه دوره‌های متوالی رونق و رکود، زمینه‌ای فراهم کرده است که در آن، سوگیری‌هایی مانند زیان‌گریزی، رفتار توده‌وار و فومو می‌توانند به‌طور برجسته‌ای بر رفتار معاملاتی اثر بگذارند. بدون شناخت دقیق این سازوکارها، تحلیل نوسانات بازار تنها بر اساس متغیرهای بنیادی (مانند سودآوری شرکت‌ها، نرخ بهره یا متغیرهای کلان اقتصادی) نمی‌تواند تصویر کاملی از واقعیت رفتار بازار ارائه دهد (رجبی، ۱۴۰۴؛ نگون و همکاران، ۲۰۲۵).

از منظر کاربردی، نتایج این تحقیق می‌تواند برای طیف وسیعی از ذی‌نفعان اهمیت داشته باشد. نهادهای ناظر و سیاست‌گذار بازار سرمایه، از جمله سازمان بورس و اوراق بهادار و شرکت بورس تهران، با درک عمیق‌تر از نقش سوگیری‌های رفتاری و فومو در تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌توانند در طراحی مقررات، نحوه افشای اطلاعات، زمان‌بندی هشدارهای ریسک و مدیریت هیجانات بازار مؤثرتر عمل کنند. کارگزاری‌ها، شرکت‌های مشاور سرمایه‌گذاری و مدیران سبد و صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیز با شناخت این الگوها می‌توانند در طراحی محصولات، تدوین استراتژی‌های ارتباطی با مشتریان و ارائه مشاوره‌های واقع‌بینانه‌تر، عملکرد بهتری داشته باشند. برای سرمایه‌گذاران حقیقی، آگاهی از این سوگیری‌ها گامی مهم در جهت خودکنترلی رفتاری، کاهش خطاهای تصمیم‌گیری و بهبود عملکرد بلندمدت سرمایه‌گذاری است. (زنگویی، ۱۴۰۳). بر این مبنا، تحقیق حاضر از یک سو در پی تکمیل و

¹ Gächter et al.

² Ahmed et al.

³ Della Rossa et al.

⁴ Lestari & Isbanah

⁵ Gupta & Shrivastava

بومی‌سازی ادبیات مالی رفتاری با تمرکز بر نقش هم‌زمان سوگیری زیان‌گریزی، رفتار توده‌وار و ترس از دست دادن فرصت در بازار سرمایه ایران است و از سوی دیگر، می‌کوشد با ارائه شواهد تجربی در مورد چگونگی تأثیر این عوامل بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، زمینه بهره‌برداری عملی برای سیاست‌گذاران، نهادهای مالی و سرمایه‌گذاران حقیقی را فراهم آورد.

در بورس اوراق بهادار تهران، ویژگی‌هایی همچون نوسانات قابل توجه قیمت‌ها، عدم تقارن اطلاعاتی میان فعالان، گسترش فضای مجازی و رواج سیگنال‌فروشی و شایعات، زمینه مناسبی برای بروز و تقویت چنین سوگیری‌هایی فراهم می‌کند و می‌تواند بر نحوه شکل‌گیری تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران حقیقی تأثیرگذار باشد. در این بستر، مسئله اصلی این است که تصمیمات سرمایه‌گذاری تا چه حد تحت تأثیر زیان‌گریزی و رفتار توده‌وار قرار می‌گیرند و ترس از دست دادن فرصت چه نقشی در انتقال و تشدید این اثرها ایفا می‌کند. از این رو، این تحقیق به این سؤال پاسخ می‌دهد که سوگیری زیان‌گریزی و رفتار توده‌وار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران با نقش میانجی ترس از دست دادن فرصت چه تأثیری دارد؟

۲. تعریف متغیرهای تحقیق

سوگیری زیان‌گریزی

زیان‌گریزی به این معناست که افراد، درد ناشی از زیان را شدیدتر از لذت ناشی از سودی هم‌اندازه تجربه می‌کنند. به بیان دیگر، «از دست دادن» از نظر ذهنی آزاردهنده‌تر از «به دست آوردن» همان مقدار است و همین امر باعث می‌شود سرمایه‌گذار در مواجهه با زیان، تمایل به اجتناب یا به تعویق انداختن پذیرش آن داشته باشد (نگوئن و همکاران، ۲۰۲۵). تعریف عملیاتی:

در این پژوهش، بر اساس نگوئن و همکاران (۲۰۲۵) و با بومی‌سازی متناسب با بازار بورس اوراق بهادار تهران، سوگیری زیان‌گریزی توسط سه گویه و بر اساس طیف پنج‌درجه‌ای لیکرت (از «کاملاً مخالفم» تا «کاملاً موافقم») سنجیده می‌شود:

- تجربه زیان‌های قبلی‌ام در بورس، به شدت بر میزان پذیرش ریسک من در سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد.
- معمولاً وقتی قیمت سهامی که خریده‌ام کاهش می‌یابد، تمایل دارم آن سهم را نفروشم.
- معمولاً وقتی قیمت سهامی که دارم افزایش می‌یابد، آن سهم را می‌فروشم تا سودم را تثبیت کنم.

سوگیری رفتار توده‌وار

سوگیری رفتار توده‌وار به وضعیتی گفته می‌شود که در آن سرمایه‌گذار، به جای اتکا به تحلیل مستقل، اطلاعات شخصی و اهداف مالی خود، تصمیمات سرمایه‌گذاری‌اش را براساس رفتار و تصمیمات سایر سرمایه‌گذاران تنظیم می‌کند. در این حالت، فرد عمدتاً به «اجماع بازار» یا حرکت جمع نگاه می‌کند و دنباله‌رو جریان غالب می‌شود (نگوئن و همکاران، ۲۰۲۵).

تعریف عملیاتی

در این پژوهش، بر اساس نگوئن و همکاران (۲۰۲۵) و با تطبیق برای بازار سهام ایران، رفتار توده‌وار توسط چهار گویه و بر اساس طیف پنج‌درجه‌ای لیکرت سنجیده می‌شود:

- ترجیح می‌دهم در سهامی سرمایه‌گذاری کنم که دوستان، آشنایان یا اطرافیانم نیز در آن سرمایه‌گذاری کرده‌اند.
- پیش از سرمایه‌گذاری در یک سهم، ترجیح‌ها و تمایلات سایر سرمایه‌گذاران (حقیقی‌ها، کانال‌ها، اطرافیان) را بررسی می‌کنم.
- هنگام خرید یا فروش سهام، روند کلی بازار و حرکت قیمتی نمادها را دنبال می‌کنم.
- توصیه‌ها و پیشنهادهای سایر سرمایه‌گذاران یا فعالان بازار، بر تصمیم من برای خرید و فروش سهام تأثیر می‌گذارد.

ترس از دست دادن فرصت (فومو)

ترس از دست دادن فرصت حالتی روان‌شناختی است که در آن فرد احساس می‌کند اگر «الان» وارد یک موقعیت نشود، فرصتی مهم و تکرارنشدنی را از دست خواهد داد. در زمینه سرمایه‌گذاری، فومو زمانی تشدید می‌شود که سرمایه‌گذار شاهد رشد سریع قیمت‌ها، شنیدن خبر سودهای بالای دیگران یا برجسته شدن برخی نمادها در شبکه‌های اجتماعی و فضای مجازی است و به‌جای تحلیل، بیشتر از «عقب‌ماندن از دیگران» می‌ترسد (نگوئن و همکاران، ۲۰۲۵).

تعریف عملیاتی

در این پژوهش، بر اساس نگوئن و همکاران (۲۰۲۵) و با بومی‌سازی در زمینه بورس اوراق بهادار تهران، ترس از دست دادن فرصت (FOMO) توسط شش گویه و بر اساس طیف پنج‌درجه‌ای لیکرت سنجیده می‌شود:

- وقتی از اخبار و تحولات مهم بورس و سهامی که در آن‌ها سرمایه‌گذاری کرده‌ام باخبر نمی‌شوم، ناراحت می‌شوم.
- وقتی در مورد عواملی که ممکن است در آینده بر قیمت سهام تأثیر بگذارند اطلاعی ندارم، احساس اضطراب می‌کنم.
- دوست دارم فوراً از روندها و تغییرات مهم در بورس و نمادهای مورد علاقه‌ام باخبر شوم.
- وقتی نمی‌توانم به‌موقع پرتفوی سهامم را بررسی کنم، نگران می‌شوم.
- اگر فرصت‌های مناسب سرمایه‌گذاری در بورس را از دست بدهم، ناراحت می‌شوم.
- می‌ترسم آخرین کسی باشم که از اخبار مهم و مرتبط با سهام و پرتفوی سرمایه‌گذاری‌ام باخبر می‌شود.

تصمیمات سرمایه‌گذاری

تصمیمات سرمایه‌گذاری به مجموعه انتخاب‌ها و قضاوت‌های سرمایه‌گذار در خصوص خرید، فروش یا نگهداری دارایی‌های مالی (مانند سهام) گفته می‌شود که با هدف کسب بازده و مدیریت ریسک انجام می‌گیرد. کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری را می‌توان در قالب متغیرهایی مانند میزان رضایت از سرمایه‌گذاری، تحقق بازده مورد انتظار و ارزیابی فرد از ریسک و عملکرد پرتفوی سنجید (نگوئن و همکاران، ۲۰۲۵).

تعریف عملیاتی

- در این پژوهش، با الگوبرگشتن از نگوئن و همکاران (۲۰۲۵) و تطبیق با بازار سهام، «تصمیمات سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران» توسط چهار گویه و بر اساس طیف پنج‌درجه‌ای لیکرت سنجیده می‌شود:
- از تصمیمات سرمایه‌گذاری‌ام در بورس اوراق بهادار تهران به‌طور کلی راضی هستم.

- سرمایه‌گذاری‌های اخیرم در بورس، انتظاراتم از نظر نرخ بازده را برآورده کرده است.
- از نظر من، سرمایه‌گذاری‌هایم نسبت به کل بازار، ریسک کمتری دارد.
- نرخ بازده معمول سرمایه‌گذاری‌هایم در بورس، بالاتر از نرخ بازده متوسط بازار سهام است.

۳. هدف تحقیق

هدف اصلی اول: تعیین تأثیر سوگیری زیان‌گریزی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران با نقش میانجی ترس از دست دادن فرصت

هدف اصلی دوم: تعیین تأثیر سوگیری رفتار توده‌وار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران با نقش میانجی ترس از دست دادن فرصت

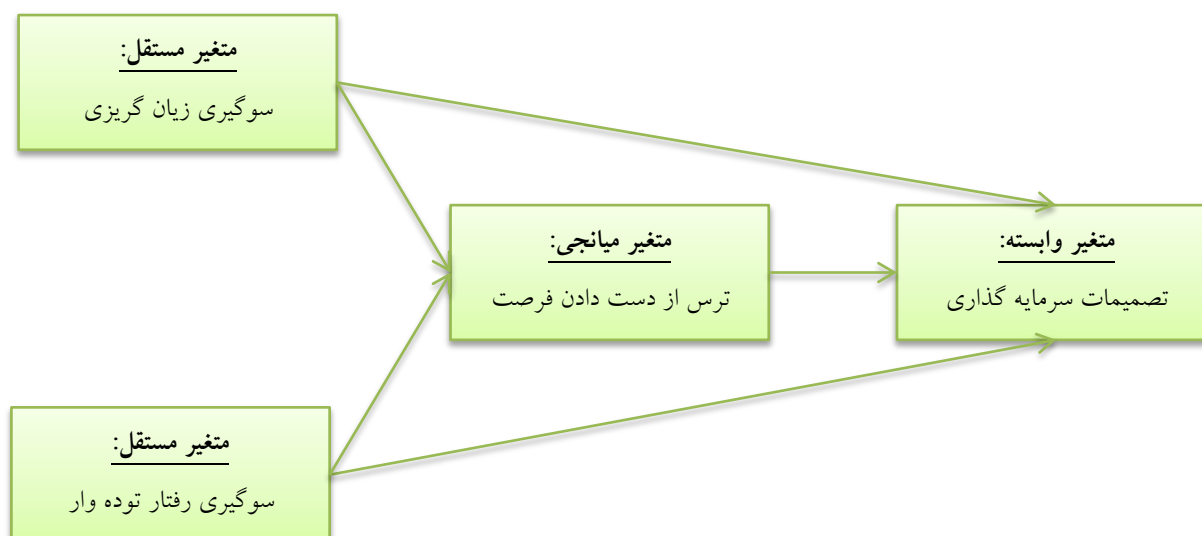
- هدف فرعی اول: تعیین تأثیر سوگیری زیان‌گریزی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری
- هدف فرعی دوم: تعیین تأثیر سوگیری رفتار توده‌وار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری
- هدف فرعی سوم: تعیین تأثیر ترس از دست دادن فرصت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری
- هدف فرعی چهارم: تعیین تأثیر سوگیری زیان‌گریزی بر ترس از دست دادن فرصت
- هدف فرعی پنجم: تعیین تأثیر سوگیری رفتار توده‌وار بر ترس از دست دادن فرصت

۴. فرضیه تحقیق

فرضیه اصلی اول: سوگیری زیان‌گریزی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران با نقش میانجی ترس از دست دادن فرصت تأثیر معنی‌داری دارد.

فرضیه اصلی دوم: سوگیری رفتار توده‌وار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران با نقش میانجی ترس از دست دادن فرصت تأثیر معنی‌داری دارد.

- فرضیه فرعی اول: سوگیری زیان‌گریزی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر معنی‌داری دارد.
- فرضیه فرعی دوم: سوگیری رفتار توده‌وار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر معنی‌داری دارد.
- فرضیه فرعی سوم: ترس از دست دادن فرصت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر معنی‌داری دارد.
- فرضیه فرعی چهارم: سوگیری زیان‌گریزی بر ترس از دست دادن فرصت تأثیر معنی‌داری دارد.
- فرضیه فرعی پنجم: سوگیری رفتار توده‌وار بر ترس از دست دادن فرصت تأثیر معنی‌داری دارد.
- در زیر مدل مفهومی پژوهش نشان داده شده است.



شکل (۱): مدل نظری تحقیق

منبع: نگوئن و همکاران (۲۰۲۵)

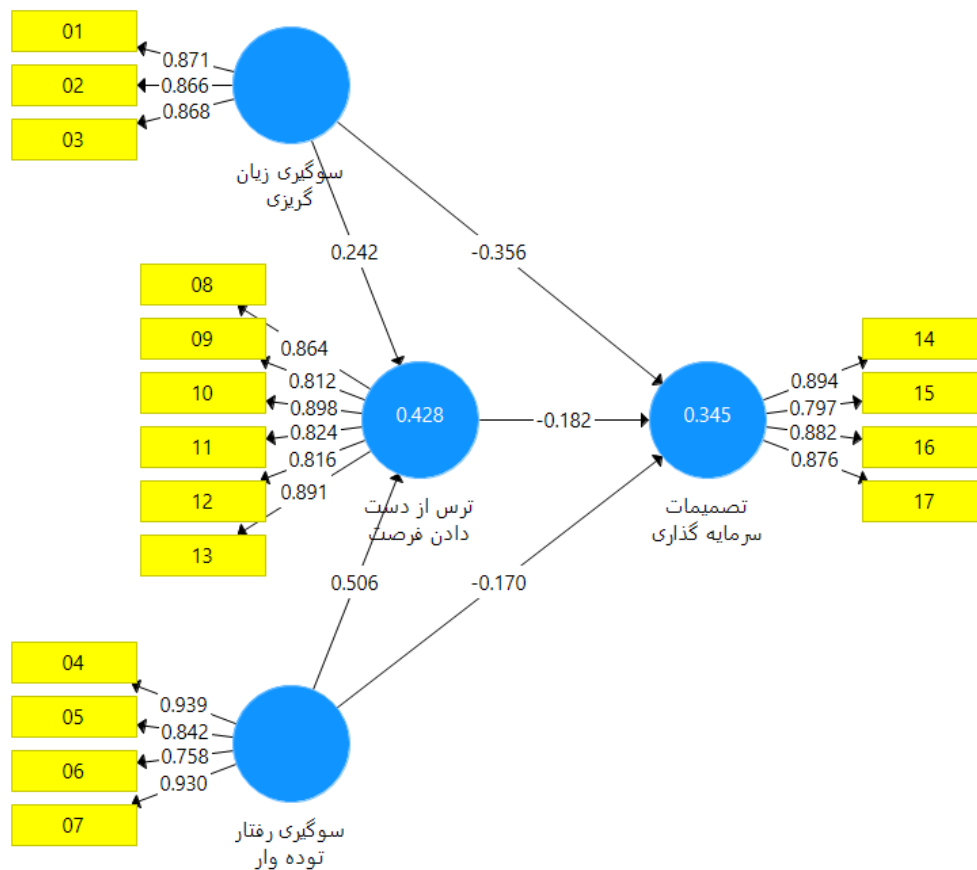
۴. روش تحقیق

این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر روش توصیفی-همبستگی است. جامعه آماری شامل تمامی سرمایه‌گذاران حقیقی بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. با توجه به نامحدود بودن جامعه و عدم دسترسی به فهرست کامل آن، از روش نمونه‌گیری غیراحتمالی در دسترس استفاده شد و حجم نمونه بر اساس فرمول کوکران با سطح اطمینان ۹۵ درصد و خطای ۵ درصد، ۳۸۴ نفر تعیین گردید. پرسشنامه به صورت آنلاین از طریق شبکه‌های اجتماعی و کانال‌های مرتبط با بورس توزیع شد.

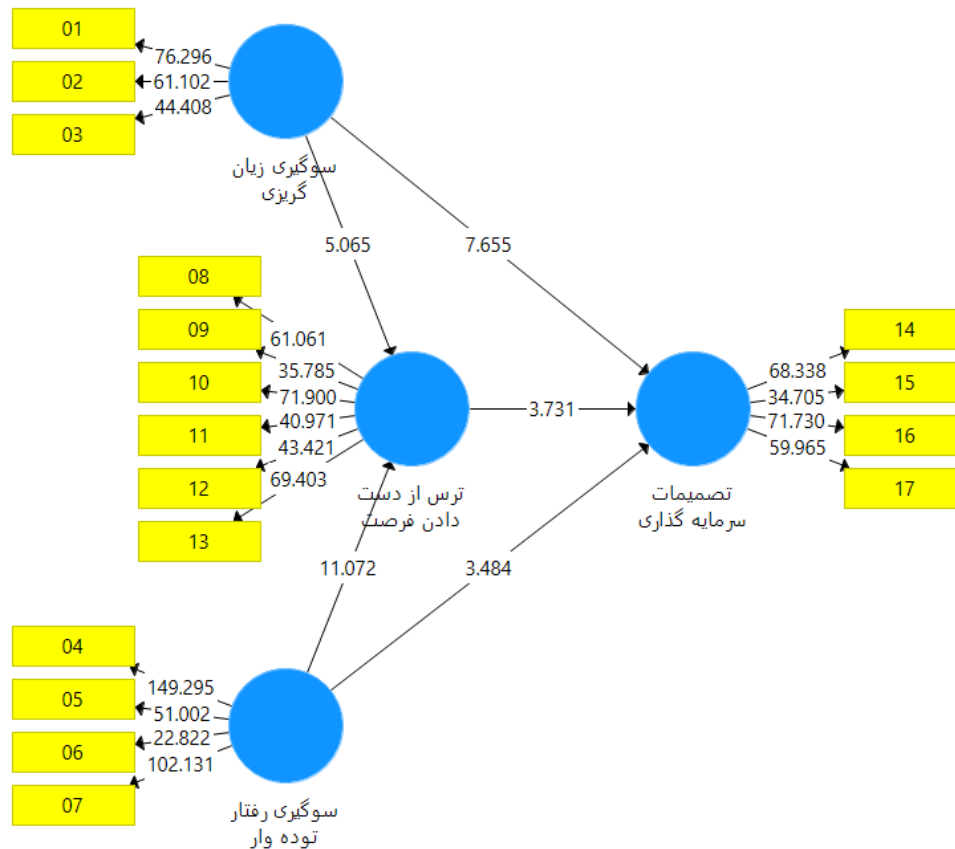
ابزار گردآوری داده‌ها شامل مطالعات کتابخانه‌ای برای مبانی نظری و پرسشنامه استاندارد برای داده‌های میدانی است. پرسشنامه مشتمل بر ۱۷ گویه در قالب طیف لیکرت بوده و چهار متغیر سوگیری زیان‌گریزی، رفتار توده‌وار، ترس از دست دادن فرصت (فومو) و تصمیمات سرمایه‌گذاری را می‌سنجد. روایی پرسشنامه از طریق روایی صوری با نظر اساتید راهنما و مشاور تأیید شد. پایایی آن نیز با اجرای آزمایشی بر روی ۳۰ نفر و محاسبه ضریب آلفای کرونباخ در نرم‌افزار SPSS سنجیده شد؛ ضرایب به دست آمده برای تمامی متغیرها بالاتر از ۰,۷ بود که پایایی مطلوب ابزار را تأیید می‌کند. تجزیه و تحلیل داده‌ها در دو سطح انجام می‌شود: در سطح توصیفی از جداول فراوانی و شاخص‌های مرکزی و پراکندگی استفاده می‌شود؛ در سطح استنباطی، نرمال بودن توزیع داده‌ها با آزمون کلموگروف-اسمیرنوف بررسی و سپس برای آزمون فرضیه‌ها و برازش مدل از روش مدل معادلات ساختاری با نرم‌افزار SmartPLS استفاده می‌شود. این بررسی شامل ارزیابی مدل‌های اندازه‌گیری (بار عاملی، پایایی ترکیبی، روایی همگرا و واگرا)، مدل ساختاری (ضریب تعیین) و برازش کلی مدل (GOF) می‌باشد.

۵. یافته‌های تحقیق

شکل (۲) نشان دهنده ضرایب تاثیر مدل تحقیق است. ضرایب بین متغیرهای آشکار و پنهان بار عاملی و ضرایب بین هر دو متغیر پنهان ضریب مسیر نام دارد.



شکل (۲): ضرایب تأثیر



شکل (۳): معنی داری ضرایب تأثیر

شکل (۳) معنی داری ضرایب تاثیر مدل تحقیق را نشان می دهد. به اصطلاح علمی اعداد نمایان شده آماره تی نام دارد. فرضیه های این تحقیق با استفاده از خروجی های نرم افزار SmartPls مورد آزمون قرار می گیرند. آزمون فرض این قسمت به صورت دوطرفه می باشد که به صورت زیر نشان داده می شود:

$$H_0: \beta = 0$$

$$H_1: \beta \neq 0$$

بدین صورت که آماره تی را با عدد بحرانی مقایسه می کنیم. عدد بحرانی در این جا عدد ۱,۹۶ است. هرگاه قدر مطلق آماره تی بزرگتر از ۱,۹۶ باشد آنگاه نتیجه می گیریم که آماره آزمون در ناحیه بحرانی قرار دارد و بنابراین فرضیه صفر رد می شود و فرضیه مقابل در سطح معنی داری ۰,۰۵ پذیرفته می شود. بالعکس، اگر قدر مطلق آماره تی کوچکتر از ۱,۹۶ باشد، بدین معنی است که آماره آزمون در ناحیه قبول فرض صفر قرار دارد در نتیجه می توان با اطمینان ۹۵ درصد فرض صفر را تایید کرد.

جدول (۱): نتایج آزمون فرضیه

نتیجه	آماره تی	ضریب تاثیر	
تایید	۲,۹۳۸	-۰,۰۴۴	سوگیری زیان گریزی -> ترس از دست دادن فرصت -> تصمیمات سرمایه گذاری
تایید	۳,۳۹۴	-۰,۰۹۲	سوگیری رفتار توده وار -> ترس از دست دادن فرصت -> تصمیمات سرمایه گذاری
تایید	۷,۶۵۵	-۰,۳۵۶	سوگیری زیان گریزی -> تصمیمات سرمایه گذاری
تایید	۳,۴۸۴	-۰,۱۷۰	سوگیری رفتار توده وار -> تصمیمات سرمایه گذاری
تایید	۳,۷۳۱	-۰,۱۸۲	ترس از دست دادن فرصت -> تصمیمات سرمایه گذاری
تایید	۵,۰۶۵	۰,۲۴۲	سوگیری زیان گریزی -> ترس از دست دادن فرصت
تایید	۱۱,۰۷۲	۰,۵۰۶	سوگیری رفتار توده وار -> ترس از دست دادن فرصت

۵. نتیجه گیری

پژوهش حاضر با هدف بررسی تاثیر سوگیری های رفتاری زیان گریزی و رفتار توده وار بر تصمیمات سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، با تاکید بر نقش میانجی ترس از دست دادن فرصت (فومو)، در میان ۳۹۶ سرمایه گذار حقیقی انجام شد. یافته های حاصل از تحلیل معادلات ساختاری، تمامی فرضیه های تحقیق را در سطح معنی داری ۰,۰۵ تأیید کرد و تصویری منسجم از چگونگی تاثیر گذاری سوگیری های شناختی و هیجانی بر فرآیند تصمیم گیری مالی ارائه داد. در سطح اثرات مستقیم، زیان گریزی با ضریب تاثیر $(\beta = -0.356)$ و آماره $(t = 7.655)$ قوی ترین اثر مستقیم را بر تصمیمات سرمایه گذاری نشان داد. این یافته نشان می دهد که حساسیت مفرط به زیان، سرمایه گذار را به سمت رفتارهای محافظه کارانه، خروج های غیرمنطقی و اجتناب از فرصت های سودآور سوق می دهد. رفتار توده وار نیز با ضریب $(\beta = -0.170)$ و آماره $(t = 3.484)$ اثر منفی معناداری بر کیفیت تصمیم گیری داشت؛ به این معنا که پیروی از رفتار جمع، سرمایه گذار را از تحلیل مستقل دور کرده و او را در چرخه ای از واکنش های لحظه ای و غیرعقلانی گرفتار می سازد. فومو نیز به عنوان متغیر مستقل، با ضریب $(\beta = -0.182)$ و آماره $(t = 3.731)$ اثر مستقیم منفی بر تصمیمات

سرمایه‌گذاری داشت و نشان داد که ترس از جا ماندن از فرصت‌ها، به‌خودی‌خود محرکی برای تصمیم‌گیری شتاب‌زده و پرریسک است.

در سطح اثرات بر متغیر میانجی، رفتار توده‌وار با ضریب ($\beta=0.506$) و آماره ($t=11.072$) قوی‌ترین اثر کل پژوهش را بر فومو داشت. این یافته نشان می‌دهد که مشاهده حرکات جمعی در بازار، مهم‌ترین عامل در شکل‌گیری و تشدید ترس از دست دادن فرصت است؛ چرا که فرد با مقایسه مداوم خود با رفتار اکثریت، احساس می‌کند فرصت‌های بزرگی در حال از دست رفتن است. زیان‌گریزی نیز با ضریب ($\beta=0.242$) و آماره ($t=5.065$) اثر مثبت معناداری بر فومو داشت؛ بدین معنا که افراد حساس به زیان، هر فرصت از دست‌رفته را نوعی «زیان» تلقی کرده و در نتیجه سطح بالاتری از ترس از جا ماندن را تجربه می‌کنند.

در سطح اثرات غیرمستقیم، هر دو فرضیه اصلی تأیید شدند. زیان‌گریزی از مسیر فومو با ضریب ($\beta=-0.044$) و آماره ($t=2.938$) اثر غیرمستقیم منفی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری داشت. رفتار توده‌وار نیز از همین مسیر با ضریب ($\beta=-0.092$) و آماره ($t=3.394$) اثر غیرمستقیم قوی‌تری را نشان داد. این نتایج حاکی از آن است که فومو نه صرفاً یک متغیر مستقل، بلکه یک تقویت‌کننده هیجانی است که مسیر اثرگذاری سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌گیری را تشدید می‌کند. به عبارت دیگر، زیان‌گریزی و رفتار توده‌وار از دو مسیر موازی عمل می‌کنند: یک مسیر مستقیم که مستقیماً کیفیت تصمیم‌گیری را کاهش می‌دهد، و یک مسیر غیرمستقیم که از طریق تشدید فومو، این اثر مخرب را مضاعف می‌سازد.

در مجموع، مدل پژوهش نشان می‌دهد که تصمیمات سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران تحت تأثیر یک شبکه درهم‌تنیده از سوگیری‌های شناختی و هیجانی قرار دارد. زیان‌گریزی و رفتار توده‌وار هم به‌طور مستقیم و هم از طریق تقویت فومو، کیفیت تصمیم‌گیری را تضعیف می‌کنند. قوی‌ترین اثر مشاهده‌شده در کل مدل، تأثیر رفتار توده‌وار بر فومو است که نشان‌دهنده اهمیت ویژه فضای اجتماعی و جمعی بازار در شکل‌دهی به رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران است. این یافته‌ها دلالت‌های مهمی برای نهادهای ناظر، کارگزاری‌ها و سرمایه‌گذاران دارد: ارتقای سواد مالی رفتاری، طراحی ابزارهای مدیریت هیجان در پلتفرم‌های معاملاتی، و ایجاد شفافیت در تفکیک رفتار هیجانی از ارزش بنیادی، از جمله اقداماتی هستند که می‌توانند به کاهش اثرات مخرب این سوگیری‌ها و بهبود کیفیت تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران منجر شوند.

بر اساس یافته‌های پژوهش، پیشنهادات زیر برای دینفعان مختلف بازار سرمایه ارائه می‌شود.

در حوزه مدیریت سوگیری زیان‌گریزی و فومو، نهادهای مشاور و دارای مجوز فعال در بازار سرمایه می‌توانند گزارش‌های تحلیلی چندسناریویی (بدبینانه، محتمل و خوش‌بینانه) تهیه و ارائه کنند تا سرمایه‌گذاران هنگام تصمیم‌گیری تصویری متعادل از ریسک و فرصت داشته باشند و تنها به احساس زیان یا ترس از جا ماندن اتکا نکنند. همچنین طراحی دوره‌های عملی مدیریت احساسات با شبیه‌سازی نوسانات واقعی بازار می‌تواند به سرمایه‌گذاران کمک کند الگوهای رفتاری ناشی از زیان‌گریزی یا فومو را در لحظات پرفشار شناسایی کرده و به جای واکنش هیجانی، بر اساس تحلیل عمل کنند. در همین راستا، نهادهای مالی می‌توانند گزارش‌های مقایسه‌ای میان عملکرد پرتفوی سرمایه‌گذار و شاخص کل بورس ارائه دهند تا فرد دریابد عدم ورود به یک سهم لزوماً زیان محسوب نمی‌شود و این آگاهی سطح فومو ناشی از زیان‌گریزی را کاهش می‌دهد.

در حوزه کنترل رفتار توده‌وار، کارگزاری‌ها و نهادهای مشاور می‌توانند داشبوردهایی ایجاد کنند که وضعیت ورود پول هیجانی، شدت نقدینگی و فاصله رفتار جمع با ارزش بنیادی هر سهم را نمایش دهد تا سرمایه‌گذار بتواند هیجان بازار را از ارزش واقعی تفکیک کند. واحدهای تحلیل کارگزاری‌ها همچنین می‌توانند فهرست روزانه‌ای از سهم‌هایی که به دلایل هیجانی صف خرید یا فروش شده‌اند منتشر کنند و نشان دهند چه درصدی از این صف‌ها پایدار نبوده‌اند. برگزاری کارگاه‌هایی که نمونه‌های واقعی رفتار گله‌ای در بازار ایران را با داده‌های تاریخی بررسی می‌کنند نیز می‌تواند به سرمایه‌گذاران کمک کند موقعیت‌هایی را که رفتار جمعی موجب شکل‌گیری فومو می‌شود بهتر تشخیص دهند.

در حوزه ابزارهای معاملاتی و مدیریت تصمیم، کارگزاری‌ها می‌توانند امکان ثبت برنامه معاملاتی و حد ضرر را پیش از شروع هر معامله در پلتفرم‌های خود فعال کنند تا سرمایه‌گذار در موقعیت‌های احساسی از تصمیمات از پیش تعیین‌شده خود منحرف نشود. ارائه گزارش‌های عملکرد دوره‌ای با تمرکز بر روند کلی بازدهی به جای سود و زیان تک‌معامله‌ای نیز می‌تواند حساسیت سرمایه‌گذاران به زیان‌های لحظه‌ای را کاهش دهد. علاوه بر این، فراهم کردن امکان تنظیم هشدارهای قیمت، حجم و اخبار، سرمایه‌گذار را از نیاز به رصد مداوم بازار بی‌نیاز می‌کند و از تصمیم‌گیری عجولانه ناشی از فومو جلوگیری می‌نماید. در نهایت، نهادهای آموزشی می‌توانند دوره‌هایی طراحی کنند که در آن سرمایه‌گذاران یاد بگیرند فرصت‌ها را با معیارهای ثابتی مانند ارزش‌گذاری، ریسک‌پذیری فردی و نقدشوندگی رتبه‌بندی کنند تا هر حرکت قیمتی یا خبر جدید برای آن‌ها فرصتی از دست‌رفتنی تلقی نشود.

منابع و مآخذ

۱. رجبی، م، (۱۴۰۴)، تاثیر رسانه‌های اجتماعی بر معاملات خرد بر عملکرد سرمایه‌گذار در سطوح معاملات فردی، چهاردهمین کنفرانس بین‌المللی تحقیقات بین‌رشته‌ای در مدیریت، حسابداری و اقتصاد در ایران، تهران
۲. رضائی، ح. ذبیحی، ع. پور آقاجان، ع. (۱۴۰۴). ارایه مدل ساختاری تفسیری عوامل موثر بر پدیده لنگر ذهنی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه، نشریه علم تصمیم‌گیری و سیستم‌های هوشمند، ۲(۱)، ۳.
۳. شکرخواه، ج. غلامی فتیده، ا. (۱۴۰۴). بررسی تاثیر رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران بر مدیریت سرمایه‌گذاری و ادراک از کارایی بازار، مجله راهبرد مدیریت مالی، ۱۳(۲)، ۲۱-۵۰.
۴. عباسی، ح. محمدزاده، ا. ترابیان، م. (۱۴۰۴). بررسی تاثیر دانش مالی، اعتماد به نفس و هوش هیجانی بر ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۱۶(۶۳)، ۶۵-۹۲.
۵. مهرعلیزاده شیاذهی، ر. دیده‌خانی، ح. خوزین، ع و نادریان، آ، (۱۴۰۳). مروری بر ریسک‌گریزی و زیان‌گریزی در انتخاب سبد بهینه سرمایه‌گذاری، دومین همایش ملی رویکردهای نوین در حسابداری، حسابرسی و مالی، علی‌آباد،

6. Ahmed, W., Ghafoor, Z., & Majeed, A. (2023). Herding Because of Bayesian Learning/Informational Cascades or Social Pressure? An Experimental Study. *UW Journal of Management Sciences*, 7(1), 89-113.
7. Chauhan, R., & Patel, N. (2024). Unraveling investor behavior: Exploring the influence of behavioral finance on investment decision-making. *Journal of Economics, Assets, and Evaluation*, 1(4), 1-13.

8. Chen, L. (2025). Risk and Return: Using Portfolio Theory in Practical. In *Proceedings of the International Workshop on Navigating the Digital Business Frontier for Sustainable Financial Innovation (ICDEBA 2024)* (Vol. 315, p. 354). Springer Nature
9. Della Rossa, F., Giannini, L., & DeLellis, P. (2020). Herding or wisdom of the crowd? Controlling efficiency in a partially rational financial market. *Plos one*, 15(9), e0239132.
10. Gabhane, D., Sharma, A., & Mukherjee, R. (2023). Behavioral finance: exploring the influence of cognitive biases on investment decisions. *Boletim de Literatura Oral-The Literary Journal*, 10(1), 3133-3141.
11. Gächter, S., Johnson, E. J., & Herrmann, A. (2022). Individual-level loss aversion in riskless and risky choices. *Theory and Decision*, 92(3), 599-624.
12. Gupta, S., & Shrivastava, M. (2022). Herding and loss aversion in stock markets: mediating role of fear of missing out (FOMO) in retail investors. *International Journal of Emerging Markets*, 17(7), 1720-1737.
13. Gupta, S., & Shrivastava, M. (2022). Herding and loss aversion in stock markets: mediating role of fear of missing out (FOMO) in retail investors. *International Journal of Emerging Markets*, 17(7), 1720-1737.
14. Hussain, M., Zulficar, B., Shafique, A., Malik, L., & Ashraf, P. (2023). The Impact of Herding, Loss Aversion, and Cognitive Dissonance on Individual Investor's Investment Decision Making: Moderating Role of Financial Literacy. *Jinnah Business Review*, 11(2).
15. Laungratanamas, K., & Nuangjamnong, C. (2023). Behavioral biases and fear of missing out impact investment decisions in thailand and during COVID-19 pandemic. *Universal Journal of Financial Economics*, 2(2), 1-20.
16. Lestari, F. I., & Isbanah, Y. (2024). The The Influence of Financial Literacy, Risk Perception, Herding, Loss Aversion, Anchoring, And Income on Gold Investment Decisions at PT. Pegadaian (Persero). In *International Student Conference on Business, Education, Economics, Accounting, and Management (ISC-BEAM)* (Vol. 2, No. 1, pp. 497-516).
17. Mittal, S. K. (2022). Behavior biases and investment decision: theoretical and research framework. *Qualitative Research in Financial Markets*, 14(2), 213-228.
18. Nguyen, X. H., Bui, D. A., Le, N. A., & Nguyen, Q. T. (2025). The Role of Fear of Missing out (FOMO), Loss Aversion, and Herd Behavior in Gold Investment Decisions: A Study in the Vietnamese Market. *International Journal of Financial Studies*, 13(3), 175.
19. Raut, R. K. (2020). Past behaviour, financial literacy and investment decision-making process of individual investors. *International Journal of Emerging Markets*, 15(6), 1243-1263.
20. Sattar, M. A., Toseef, M., & Sattar, M. F. (2020). Behavioral finance biases in investment decision making. *International journal of accounting, finance and risk management*, 5(2), 69.
21. Shi, Y. (2024). Balance Risk and Return: Application of Markowitz Portfolio Theory in the Investment Field. In *2024 2nd International Conference on Management Innovation and Economy Development (MIED 2024)* (pp. 492-500). Atlantis Press.
22. Vieito, J. P., Espinosa, C., Wong, W. K., Batmunkh, M. U., Choihil, E., & Hussien, M. (2024). Herding behavior in integrated financial markets: the case of MILA. *International Journal of Emerging Markets*, 19(11), 3801-3827.
23. Walasek, L., Mullett, T. L., & Stewart, N. (2024). A meta-analysis of loss aversion in risky contexts. *Journal of Economic Psychology*, 103, 102740.
24. Zhang, C., Yang, C., & Liu, C. (2021). Economic policy uncertainty and corporate risk-taking: Loss aversion or opportunity expectations. *Pacific-Basin Finance Journal*, 69, 101640.