



## ارائه مدل پول هوشمند در بازار سهام ایران مبتنی بر تئوری داده بنیاد

خدیدجه عیدان ترک زاده<sup>۱</sup>

فرزین رضایی<sup>۲</sup>

محسن صیقلی<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۹/۱۸

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۷/۱۳

### چکیده

هدف پژوهش حاضر، ارائه مدلی از پول هوشمند در بازار سهام ایران است، تا همه افراد فعال در بازار سرمایه با به کارگیری آن آگاهانه و تخصصی تر در بازار عمل کنند. روش پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از لحاظ شیوه گردآوری داده ها، اکتشافی است که به طور خاص از روش داده بنیاد اشتراوس و کوربین استفاده شده است. روش مبتنی بر این تئوری بر مبنای داده هایی است که از طریق مصاحبه با خبرگان به صورت منظم گردآوری و تحلیل شده اند و مقصود آن، ساختن نظریه ای است که در زمینه مورد مطالعه صادق و روشنگر باشد. جامعه آماری شامل خبرگان بازار سرمایه است که به روش نمونه گیری گلوله برفی با ۱۲ نفر مصاحبه نیمه ساختار یافته انجام شد. برای تحلیل داده ها از کدگذاری باز، محوری و گزینشی استفاده شد. یافته ها نشان داد مدل به دست آمده از شرایط علی (عوامل کلان اقتصادی، وضعیت بازارهای جهانی، فضای سیاسی کشور، عوامل مربوط به صنایع و شرکت ها)، شرایط زمینه ای (قوانین و مقررات وضع شده از سوی دولت، قوانین و مقررات وضع شده از سوی سازمان، زیرساخت های معاملاتی)، شرایط مداخله گر (رفتار سرمایه گذاران حقوقی و حقیقی، رفتار بازارهای موازی)، مقوله محوری (ورود پول هوشمند به بازار سهام ایران)، راهبردها (راهبرد ورود به بازار، راهبرد کسب بازده) می باشد و پیامدهای ورود پول هوشمند در دوسطح خرد و کلان عنوان شدند، که افزایش نقدینگی و ارزش معاملات از پیامدهای خرد می باشند و در سطح کلان منجر به توسعه و گسترش بازار می شود.

**واژه های کلیدی:** پول هوشمند، معامله گران، بازار سهام ایران، تئوری داده بنیاد.

طبقه بندی JEL : E49, F16, G10

۱- گروه مدیریت مالی، واحد قزوین دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران. kheidantorkzadeh@yahoo.com  
۲- گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی قزوین، ایران. (نویسنده مسوول) farzin.rezaei@qiau.ac.ir  
۳- گروه مدیریت، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی قزوین، ایران. mohsen.seighali@qiau.ac.ir

## ۱- مقدمه

مشارکت‌کنندگان در بازارهای مالی را می‌توان به دو گروه تقسیم‌بندی کرد. گروه برخوردار از آگاهی و دانش مالی شامل سرمایه‌گذاران مطلع از روابط، رخدادهای و تحولات سیاسی و اقتصادی و همچنین کارشناسان بازارهای مالی است، گروه بدون آگاهی و دانش مالی نیز عموماً شامل کسانی است که بدون توجه به اطلاعات، وقایع و رویدادها پیرو رفتار افراد با دانش و آگاه هستند. آنچه مشخص است، افراد برخوردار از دانش و آگاهی اصولاً تصمیمات آگاهانه گرفته و مبتنی بر برنامه و منطق علمی و با افق زمانی مشخص سرمایه‌گذاری می‌کنند، امروزه جریان نقدی گروه برخوردار از دانش و آگاهی که به واسطه معامله گران حرفه‌ای است، تحت عنوان پول هوشمند<sup>۱</sup> در بازار شناخته می‌شود. در مقابل جریان نقد گروه دوم تحت عنوان پول گنگ<sup>۲</sup> شناخته می‌شود. دارندگان پول هوشمند عموماً بیشترین بازدهی را نسبت به سایرین بدست می‌آورند و روندهای قیمت سهام شرکت‌هایی که بر روی آنها سرمایه‌گذاری کرده‌اند را مدیریت و رهبری می‌کنند. اما افراد بدون دانش و آگاهی عموماً پیرو گروه اول هستند و از روندهای آتی قیمت و اطلاعات مرتبط با آن اطلاع دقیقی ندارند و بر اساس تحرکات و جوجه نقد ایجاد شده از طریق پول هوشمند یا بر اساس هیجانات بازار، اقدام به ورود یا خروج از موضوع سرمایه‌گذاری می‌کنند.

گروه دوم عمدتاً سود کمتر از گروه اول کسب می‌کنند و ضمن آنکه همواره زیان‌های ناشی از افت قیمت سهام به این گروه تحمیل می‌شود. در مدل‌های نظری، اقتصاد به وسیله این دو گروه از سرمایه‌گذاران مشخص شده است. سرمایه‌گذاران هوشمند که به طور منطقی قیمت‌داری‌ها را پیش‌بینی می‌کنند و معامله گران اخلاص گر کهنانتظارات آنها در دوره‌هایی به قیمت بیش از اندازه یا بسیار کم داری‌های مالی منجر می‌شود. هر دو گروه سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر هستند و قیمت تعادلی انتظارات همه را منعکس می‌کند (هروی<sup>۳</sup> و همکاران، ۱۹۸۰، ۲۰۱۹). شایان ذکر است در ادبیات عمومی و آکادمیک نیز حرکات قیمت در بازارهای مالی اغلب با اشاره به شرایط «پول هوشمند» و «پول گنگ» توجیه می‌شود (اکباس و همکاران، ۲۰۱۵، ۳۵۵).

به طور کلی پیش‌بینی می‌شود که فشار پول گنگ، قیمت‌ها را از اصول (تحلیل) بنیادی خارج می‌کند، در حالیکه تعدیلات قیمتی پول هوشمند باعث می‌شود که قیمت‌ها به ارزش‌های بنیادی برگردند (فرازینی و لامونت<sup>۴</sup>، ۲۰۰۸، ۳۰۱). مستندات گسترده‌ای از ناهنجاری‌های (نوسانات) بازار سهام وجود دارد. مک‌لین و پونتیف<sup>۵</sup> (۲۰۱۳) و استانباق، یو و یوان<sup>۶</sup> (۲۰۱۲) نشان می‌دهند که قیمت‌ها ممکن است در طی دوره‌های مختلف از ارزش ذاتی دور بمانند و همچنان تداوم این ناهنجاری‌ها حاکی از آن است که پول هوشمند کاملاً قادر به پاک کردن آنها نیست.

<sup>1</sup> Smart money

<sup>2</sup> Dumb (Stupid) money

<sup>3</sup> Herve

<sup>4</sup> Akbas & et al.

<sup>5</sup> Frazzini & Lamont

<sup>6</sup> McLean and Pontiff

<sup>7</sup> Stambaugh, Yu and Yuan

مطالعات بسیاری نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران تمایل و توجه محدودی برای پردازش اطلاعات دارند (سایمون<sup>۱</sup>، ۱۹۵۵، ۱۰۱). همچنین توجه سرمایه‌گذاران در طول زمان متغیر است و بر قیمت دارایی‌ها تأثیر می‌گذارد. در واقع، توجه یک منبع شناختی محدود است. از آن جایی که حجم زیادی از اطلاعات در دسترس است، سرمایه‌گذاران باید دارای حسن انتخاب باشند. مطالعات اخیر یک چارچوب نظری را ارائه داده‌اند، که توجه محدود می‌تواند بر قیمت گذاری استاتیک دارایی‌ها به مانند قیمت گذاری دینامیک تأثیر بگذارد. (دا و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۱، ۱۴۶۱). در نتیجه قیمت‌ها تنها زمانی به اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران به آن توجه می‌کنند. میزان تأثیر توجه هر گروه از سرمایه‌گذاران بر بازار سهام متفاوت و مهم می‌باشد (آندری و هاسلر<sup>۳</sup>، ۲۰۱۵، ۳۳). مشخص است که اگر پول هوشمند شکل‌گیری رفتار توده‌ای را کند، ناهنجاری و نوسانات بازده بازار سرمایه افزایش پیدا خواهد کرد. نوسان‌پذیری و ناهنجاری‌های بازده سهام در سال‌های اخیر مورد توجه محققان بازار سرمایه در بازارهای نوظهور قرار گرفته است (اکباس و همکاران، ۲۰۱۵، ۳۵۶). دلیل این گرایش به ارتباط بین نوسان‌پذیری قیمت و به تبع آن بازده و تأثیر آن بر عملکرد بخش مالی و همچنین کل اقتصاد برمی‌گردد. باید توجه داشت که نوسان و ناهنجاری بازده و قیمت سهام از طرف سرمایه‌گذاران به عنوان معیاری از ریسک در نظر می‌گیرند. شواهد نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران برای تعیین ارزش سهام کمتر از روش‌های کمی و بنیادین استفاده می‌نمایند و قضاوت‌ها و تصمیمات آنها بیشتر مبتنی بر تصورات ذهنی، اطلاعات غیرعلمی، و رفتار توده‌وار نسبت به عده معدودی از مشارکت‌کنندگان در بازار سرمایه است. در همین راستا و به منظور بهبود شرایط گسترش فعالیت‌های بازار سرمایه و جلوگیری از شکست، در اقداماتی که در جهت جلب مشارکت مردم در سرمایه‌گذاری صورت می‌گیرد، باید نتایج علمی جایگزین تصورات ذهنی گردد و آموزش‌های لازم در این زمینه به مشارکت‌کنندگان در بازار داده شود (یوسفی و شهرآبادی، ۲۰۰۹، ۶۵). در بیشتر مواقع عدم موفقیت سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه، معلول ناتوانی آنها در انجام پیشبینی‌های مناسب از متغیرهای مربوطه است. چنانچه با استفاده از ابزارها و مدل‌های مناسب بتوان متغیرهای ضروری تصمیم‌گیری را با دقت بیشتری پیشبینی نمود، بازار در جهت کارایی حرکت خواهد کرد و منابع مالی به گونه‌ای مناسب‌تر هدایت می‌شوند (علیزاده و همکاران، ۱۳۹۸، ۶۴).

بررسی ادبیات موجود در پژوهش‌های مرتبط با پول هوشمند نشان می‌دهد که متغیرهای تعریف شده برای پول هوشمند در بازارهای توسعه یافته با بازارهای نوظهور به دلیل عدم شفافیت اطلاعاتی کامل و همچنین اثرگذاری عوامل سیاسی و اقتصادی کلان در این بازارها متفاوت می‌باشند، در نهایت به دلیل این تفاوت‌ها نمی‌توان عوامل تعریف شده و نتایج این تحقیقات را به بازار سهام ایران تعمیم داد. بنابراین مساله اصلی پژوهش حاضر این است که در چه شرایطی و با چه متغیرهایی می‌توان ورود پول هوشمند را تعریف کرد و مدلی مناسب برای پول هوشمند در بازار سهام ایران ارائه نمود. لذا ضرورت دارد ورود پول هوشمند بخوبی در

<sup>1</sup> Simon

<sup>2</sup> Da& et al

<sup>3</sup> Andrei&Hasler

ارتباط با بازار سرمایه ایران بررسی و کنکاش شود. شناخت ابعاد و چگونگی عملکرد این پدیده در اتخاذ بسیاری از تصمیمات بازار سرمایه می‌تواند مفید و راه‌گشا باشد. ضمن آنکه نتیجه آن برای فعالان بورس اعم از نهادهای مالی، مدیران شرکت‌ها، ناظران سیستم‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاران عادی قابل استفاده است. اگر بتوان سرمایه‌گذاران را نسبت به نحوه عملکرد پول هوشمند آگاهی داد و دانش مالی آنها را نسبت به آن ارتقا داد، بسیاری از ناهنجاری‌ها در قیمت و بازده بازار سرمایه در حال توسعه کشور کاهش خواهد یافت، اعتماد عمومی و فرهنگ سرمایه‌گذاری در کشور نسبت به بازار سرمایه افزایش می‌یابد و همچنین کارایی بازار بهبود می‌یابد که این امر می‌تواند منجر به تعمیق و توسعه بازار سرمایه کشور شود. مسلماً لازمه این کار، مدلسازی پدیده پول هوشمند در بازار سرمایه ایران و درک شیوه‌ی عملکرد آن بر مبنای رفتار مشارکت‌کنندگان در بازار و اخبار مرتبط با بازار است. مطالعه حاضر نیز بر اساس این ضرورت‌ها صورت گرفته است.

## ۲- چارچوب نظری تحقیق

در نظریه‌ی کلاسیک مالی مطرح می‌شود که بعضی از سرمایه‌گذاران تحت عنوان معامله‌گران اخلاقی گر نمی‌توانند تصمیم منطقی برای سرمایه‌گذاری داشته باشند. با توجه به اینکه موقعیت آن‌ها توسط عملکرد سرمایه‌گذاران هوشمند قابل تصحیح است. در نتیجه، قیمت‌های بازار به طور کامل و دقیق منعکس کننده اطلاعات موجود هستند. و این فرض اصلی فرضیه بازار کارا می‌باشد. طرفداران نظریه مالی رفتاری این دیدگاه را به وسیله مفهوم تعصب شناختی سرمایه‌گذاران برای فرآیند تشکیل قیمت به چالش می‌کشند (هروبو همکاران، ۲۰۱۹، ۱۴۲). به ویژه گروسمن و استیگلitz (۱۹۸۰)، فرضیه بازار کارا را مورد انتقاد قرار دادند و اظهار داشتند که هیچ بازار کاملاً کارایی اطلاعاتی وجود ندارد. طرفداران فرضیه بازار کارا و مالی رفتاری هیچ وقت به توافق نرسیده‌اند، و شواهد اندکی در دست است که جناحی مسلط باشد (جیانگ و لی، ۲۰۱۹، ۳). فرضیه بازار کارا که تئوری بازار کارا از آن استخراج شده است، جایی برای احساسات انسانی و خطای شناختی در تصمیم‌گیری‌های مالی باقی نگذاشته است. اندیشمندی به نام هربرت سایمون نظریه‌ای را تحت عنوان "عقلانیت محدود" عنوان نمود. وی بر این اعتقاد بود که افراد در تصمیم‌گیری خود چه اقتصادی و چه غیر اقتصادی آنگونه که در فرآیند تصمیم‌گیری عقلایی عنوان شده عمل نمی‌کنند. علت این امر را عقلانیت محدود افراد دانست. به نظر سایمون افراد در شرایط روزمره و تصمیمات خود زمانیکه به یک راه حل و یا پاسخ مناسب برسند، همان را برمی‌گزینند. به همین علت گاه این نظریه "اندازه کافی خوب" نیز اطلاق شده است. چنین دیدگاهی به علت نزدیک تر بودن به دیدگاه‌های اقتصادی و حتی سیستمی مورد توجه قرار گرفت تا جایی که با استناد بر آن نوعی انقلاب فکری در مکاتب اقتصادی و مالی به وقوع پیوست و در نتیجه مکتب جدیدی را به وجود آورد. مکتب فکری جدید تدریجاً در دهه ۹۰ به عنوان یکی از زمینه‌های مالی پذیرفته شد. این مکتب فکری با مشاهده ناتوانی مدل‌های موجود که مبتنی بر عقلانیت کامل و عدم وجود آربیتراژ یا حذف چنین

<sup>1</sup> Grossman & Stiglitz

<sup>2</sup> Jiang & Li

فرصت هایی در کوتاه مدت بودند، به عنوان پیش فرض پذیرفتند و سعی کردند مدل های مالی را با علم روانشناسی بارور سازند. مکتب یا دیدگاه مالی رفتاری که از تلفیق روانشناسی و مالی به وجود آمده است اظهار می دارد که روانشناسی در تصمیم گیری مالی نقش ایفا می نماید. از آنجا که خطاهای شناختی و انحرافات بر نظریات سرمایه گذاری اثر می گذارد، بنابراین بر گزینه های مالی اثر گذارند. ارتباط بین علم مالی و سایر رشته های علوم اجتماعی که به عنوان روانشناسی مالی معروف شده است، باعث شده که محققان بررسی های زیادی در خصوص رفتارهای سرمایه گذاران در بازارهای مالی و عکس العمل آنها در شرایط مختلف به عمل آورند. نتایج برخی حقیقات حاکی از آن است که درآمد سرمایه گذاری با اتفاقات قبلی مرتبط نیست و گاهی با اخبار متفاوت فراواکنش یا فرو واکنشی در قیمت ها و تصمیمات حادث می شود (اسلامی بیدگلی و کردلوئی، ۱۳۸۸، ۲۱). برخی از روندهای جدید تحقیقات در بازارهای مالی از منظر بیولوژیکی، به سیر تکاملی دقیق تر نزدیک می شوند، بر اساس این فرض که بازارها، ابزارها، موسسات و سرمایه گذاران براساس "قوانین" انتخاب اقتصادی، تعامل و تکامل پویا را تجربه می کنند و بر همین اساس نیز بازیگران مالی با یکدیگر رقابت و سازگاری دارند، در حالیکه به یک رفتار بهینه متکی نیستند (اپران و تاناسسکو<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴، ۱۷۱۱). رول<sup>۲</sup> (۱۹۸۴) شواهد دیگری در نقل قول ها یافت که نظریه مالی رفتاری را پشتیبانی می کند، به این صورت که قیمت دارایی ها می تواند تحت تأثیر عوامل دیگری غیر از عوامل بنیادی تحت تأثیر قرار گیرد. مطالعات متعددی نشان می دهند که قیمت دارایی ها ممکن است جدا از ارزش های بنیادی آنها به واسطه رفتار سرمایه گذاران هدایت شوند. کمپبل و کاین<sup>۳</sup> (۱۹۹۳) مدلی از سرمایه گذاران پول هوشمند ارائه می کنند. سرمایه گذارانی که از ارزش بنیادی دارایی ها مطلع هستند، مایل به جذب سفارش های سرمایه گذاران اخلاص گر هستند و از این رو برای به دست آوردن سود مورد نظر از نوسانات کوتاه مدت چشم پوشی می کنند. در نتیجه قیمت تعادلی دارایی به طور کامل به وسیله معیارهای بنیادی تفسیر نمی شود، زیرا عرضه و تقاضا توسط چنین تعاملاتی بین سرمایه گذاران پول هوشمند و سرمایه گذاران اخلاص گر ایجاد می شود (چو<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۵، ۴). در نتیجه، تغییرات قیمت بر اساس دو دسته سرمایه گذار در بازارهای مالی تفسیر می شوند. یک گروه کوچک از سرمایه گذاران علمی متخصص و آگاه و گروهی بزرگتر از سرمایه گذاران عمومی وجود دارند که بی تجربه و کمتر آگاه هستند (هونگ و استین<sup>۵</sup>، ۲۰۱۷، ۱۱۱).

با توجه به اینکه تا کنون پژوهشی در رابطه با این موضوع در ایران صورت نگرفته است، لذا فقط تحقیقات خارجی مرتبط با موضوع نوشته شده است.

<sup>1</sup> Opreana & Tanasescu

<sup>2</sup> Roll

<sup>3</sup> Campbell & Kyle

<sup>4</sup> Chou et al

<sup>5</sup> Hong & Stein

## ۳-تحقیقات خارجی

چن و همکاران<sup>۱</sup> در سال (۲۰۲۰) دنبال کردن پول هوشمند به عنوان عامل پیش بینی را بررسی کرده اند. آنها شواهد جدیدی از زمان بندی عاملی در بازار سهام چین را در صندوق های سرمایه گذاری مشترک که فعالانه مدیریت می شدند، نشان داده اند. به طوریکه در هنگام عملکرد خوب صندوق ها، عامل اندازه بزرگتر بوده و وقتی عملکرد ضعیفی داشتند که عامل اندازه کوچکتر بود. آنها یک پروکسی برای عامل اندازه در صندوق های سهام فعال در نظر گرفته اند و توانسته اند بازده را به کمک عامل اندازه در دوره های بعدی پیش بینی کنند. همچنین یافته ها نشان داده اند که افزایش انحراف معیار در عامل اندازه با افزایش بازده عامل اندازه به اندازه ۱،۲ درصد در ماه آینده و ۱۰،۸ درصد در سال آینده همراه است. این نتایج فارغ از لحاظ کردن چرخش صنعت، تأثیر قیمت صندوق های سرمایه گذاری مشترک، یا عامل مومنتوم است.

هروی و همکاران در سال (۲۰۱۹) رابطه بین معامله گران اخلاص گر و پول هوشمند را با توجه به جستجوهای آنلاین بررسی کرده اند. آنها در پژوهش خود برای بررسی تأثیر معامله گران اخلاص گر و سرمایه گذاران هوشمند در بازده سهام و نوسانات قیمت سهام، از داده های جستجوی آنلاین استفاده کرده اند. با اتخاذ رویکردی ابتکاری، توجه سرمایه گذاران هوشمند، با رفتار سرمایه گذاران در جستجوی آنلاین ارائه شده توسط ترافیک صفحه وبی پدیا در نظر گرفته اند و معیار توجه معامله گران اخلاص گر را توسط حجم شاخص جستجوی گوگل تعریف کرده اند. نتایج نشان داده است که تنها توجه معامله گران اخلاص گر بر بازده سهام تأثیر می گذارد. توجه معامله گران اخلاص گر نوسانات سهام را از طریق ایجاد مخاطره بیشتر در قیمت های بازار، افزایش می دهد. و بر عکس، توجه سرمایه گذاران هوشمند به کاهش نوسانات می پردازد، زیرا حضور سرمایه گذاران هوشمند با کاهش ناطمینانی قیمت سهام را تثبیت می کند. نتایج تجربی این پژوهش، یک توجه رفتاری از قیمت سهام را تایید کرده است.

چن و چی<sup>۲</sup> در سال (۲۰۱۸) بتای هوشمند و پول هوشمند را بررسی کرده اند. در پژوهش خود ستراتیژی های زمانبندی عامل را با توجه به مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای مورد توجه قرار داده اند. به طوری که بیان کرده اند، زمانبندی عامل اندازه جنبه مهمی از مهارت مدیر دارد، زیرا بیش از ۵۰٪ آلفای صندوق را به آن نسبت می دهد. در این پژوهش نشان داده شده است که مهارت زمان بندی، به وسیله معاملات درون دوره ای صندوق های سرمایه گذاری مشترک افزایش می یابد. به همین ترتیب، صندوق های با شکافهای بازده بزرگتر مهارت زمانبندی بیشتری را نشان داده اند. علاوه بر این، نتایج نشان داده که صندوق ها پس از گردش مالی زیاد در بازار، میزان قرار گرفتن در معرض عامل آنها نیز افزایش می یابد. همچنین مهارت زمانبندی عامل در صندوق ها پس از کنترل گردش مالی با یک وقفه قابل توجه است.

اکباس و همکاران در سال (۲۰۱۵) ناهنجاری های بازار سرمایه و دو مفهوم پول هوشمند و پول گنگ را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش یافته ها نشان داده که ورود مجموع جریان وجوه به صندوق های

<sup>1</sup> Chen et al

<sup>2</sup> Chen & Chi

سرمایه گذاری مشترک (پول گنگ) منجر به تشدید قیمت گذاری نادرست مقطعی می‌شود به ویژه ناهنجاری رشد و افزایش قیمت را ایجاد می‌کند، در مقابل صندوق های پوششی (پول هوشمند) جهت اصلاح و کاهش قیمت گذاری نادرست عمل می‌کنند. به بیان دیگر، پول گنگ ناهنجاری های بازده سهام را افزایش می‌دهد و پول هوشمند این ناهنجاریها را کاهش می‌دهد. نتایج این پژوهش پیشنهاد داده که جمع جریان های نقد به صندوق های سرمایه گذاری مشترک می‌تواند اثر تخصیص نامطلوب واقعی در بازار سهام داشته باشد و مجموع جریان های نقد به صندوق های پوششی منجر به اصلاح این اثر مقطعی می‌شود.

چو و همکاران در سال (۲۰۱۵) احساسات، پول هوشمند و یا عوامل بنیادی را در توضیح معمای شربت پرتقال را مورد بررسی قرار دادند. در معمای معروف شربت پرتقال، بخش زیادی از نوسانات قیمتی غیر قابل توضیح در قراردادهای آتی کنسنتره منجمد آب پرتقال افزایش یافته بود. با وجود اینکه میزان درجه حرارت یکی از مهمترین عوامل بنیادی در این بازار در نظر گرفته شده بود، قدرت توضیحی آن برای نوسانات قیمتی به وجود آمده کم و محدود بود. بنابراین دو معیار متفاوت احساسات مصرف کننده و بازار نظر معامله گران اخلاص گر را منعکس می‌کرد. در مقابل، تغییرات در شاخص مبتنی بر نظرسنجی (CBSI)<sup>۱</sup> که منعکس کننده نظر سرمایه گذاران حرفه ای است، قدرت توضیحی بیشتری را نسبت به بقیه معیارها و عوامل فراهم کرده بود. در نتیجه تجزیه و تحلیل های بیشتر نشان داد که تصویری که این شاخص منعکس می‌کند، اثر پول هوشمند را پشتیبانی کرده و شواهد نشان داده اند که عوامل بنیادی به تنهایی برای توضیح معمای شربت پرتقال کافی نیستند، بنابراین عوامل دیگری از جمله عوامل رفتاری ممکن است نوسانات قیمت و بازده (FCOJ)<sup>۲</sup> را توضیح دهد.

یو<sup>۳</sup> در سال (۲۰۱۱) هوشمندی سرمایه گذاران را با توجه به اثر پول هوشمند بررسی کرده است. او در رابطه با اینکه آیا سرمایه گذاران به اندازه کافی باهوش هستند تا در صندوق هایی سرمایه گذاری کنند که متعاقباً عملکرد بهتری داشته اند، در تحقیقات پیشین بحث و بررسی کرده است. و در پژوهش خود، اثر قوی از پول هوشمند در بین سرمایه گذاران صندوق های کوچکبا عملکرد برتر را تأیید کرده است. و دلیل اثر قوی پول هوشمند را با توجه به عملکرد سرمایه گذاران پول هوشمند، در رابطه با زمانبندی بازار توسط سرمایه گذاران هوشمند تعریف نموده است. یافته های این پژوهش نشان داده است که توانایی زمان بندی بازار، سرمایه گذاران هوشمند را از سرمایه گذارانی که به طرز ساده لوحانه برندگان را تعقیب می‌کنند متمایز می‌کند.

ایران و تاناسسکو در سال (۲۰۱۴) تأثیر مالی رفتاری را در بازارهای سرمایه نوظهور تحقیق کرده اند. آنها به بررسی عواملی که ممکن است دلیل تکامل حجم معاملات در دو بازار نوظهور سرمایه، رومانی و برزیل باشد پرداخته اند، و تأثیر رفتار سرمایه گذاران را مورد ارزیابی قرار داده اند. سرمایه گذارانی که رفتار معاملاتی خود را بر اساس انتظارات منطقی و سرمایه گذارانی که خطاهای رفتاری را به عنوان متغیرهای مستقل در حجم

<sup>1</sup> Consensus Bullish Sentiment Index

<sup>2</sup> frozen concentrated orange juice

<sup>3</sup> yu

معاملات نشان می دهند، تحلیل نموده اند. نتایج نشان داده است که معاملات تحت تأثیر رفتار غیر منطقی سرمایه گذاران است. بنابراین، فرضیه عقلانیت برای هر دو بازار سرمایه رد شده است. شملینگ<sup>۱</sup> در سال (۲۰۰۷) احساسات سرمایه گذاران نهادی و فردی را نماینده ای برای اندازه گیری پول هوشمند و ریسک معامله گر اخلاص گر در نظر گرفتند و مورد بررسی قرار دادند. آنها با استفاده از رگرسیون های افق زمانی بلند تطبیق داده شده با تعصب، نشان داده اند که احساسات سرمایه گذاران نهادی بازده بازار سهام را در افق متوسط به درستی پیش بینی می کنند. در حالی که سرمایه گذاران فردی به طور پیوسته مسیر را اشتباه پیش می روند.

#### ۴- روش تحقیق

در این پژوهش برای دستیابی به توصیفی اجمالی از تجربه ها، نگرش و ادراک مصاحبه شونده گان نسبت به ابعاد مدل پول هوشمند در بازار سرمایه ایران، از پژوهش کیفی و به طور خاص از راهبرد نظریه داده بنیاد اشتراک و کوربین (۱۹۹۰) استفاده شده است. تئوری داده بنیاد، یک روش شناسی "استقرائی" کشف نظریه است که این امکان را برای پژوهشگر فراهم می آورد تا گزارشی نظری از ویژگی های عمومی موضوع پرورش دهد، در حالی که به طور همزمان، پایه این گزارش را در مشاهدات تجربی داده ها محکم می سازد (فرناندز، ۲۰۰۴، ۸۴). در واقع، روش مبتنی بر این تئوری بر مبنای داده هایی است که به صورت منظم گردآوری و تحلیل شده اند و مقصود آن، ساختن نظریه ای است که در زمینه مورد مطالعه صادق و روشنگر باشد (چارمز، ۲۰۱۱، ۴). منطق تئوری داده بنیاد به روش های گردآوری داده ها و توسعه نظری آن نیز جهت می بخشد. در این باره گلاسر (۲۰۰۱) عنوان می دارد: "همه چیز داده است؛ یعنی هر چیزی که محقق در میدان مطالعه گردآوری کرده یا در مورد موضوع پژوهش خود می آموزد، میتواند به عنوان داده در بخشی از فرآیند نظریه سازی داده بنیاد مورد استفاده قرار گیرد. ارایه این نظریه مستلزم گردآوری داده های متنی-مصاحبه ای عمیق است (گلاسر، ۲۰۰۱، ۱۴۵).

گردآوری داده های لازم برای ساخت نظریه داده بنیاد به در نظر گرفتن یک سری ملاحظه ها و فرض های خاص وابسته است که باید بسیار مهم تلقی شوند. درحین گردآوری داده ها، توجه به مفهوم هربرت بلومر (۱۹۵۴) درباره "مفاهیم حساس" می تواند بسیار مفید باشد. مفاهیم حساس ایده های اولیه را برای تعقیب و حساس بودن به پرسیدن برخی سوال های خاص مرتبط با موضوع مطالعه به پژوهشگر پیشنهاد می دهد. این مفاهیم در کنار حساسیت نظری پژوهشگر، مسیر گردآوری داده ها را مشخص می کنند. حساسیت نظری عبارت است از توانایی یافتن سرنخ ها و جزییات ریز در داده ها که استنباط معنا را میسر کرده یا به آن اشاره دارد (کوربین و اشتراوس، ۲۰۰۸، ۱۹).

بنابراین بر مبنای طرح نظام مند تئوری داده بنیاد، ادراک مصاحبه شونده گان درباره علل، راهبردها، زمینه و پیامدهای ورود پول هوشمند در بازار سرمایه ایران کاوش شد. در این راستا، با توجه به هدف پژوهش از روش

<sup>۱</sup> Schmelting



نمونه گیری گلوله برفی یا زنجیره ای<sup>۱</sup> برای مصاحبه استفاده شده است. بدین ترتیب که ابتدا با توجه به شناخت محقق و در نظر گرفتن اهداف پژوهش، از خبرگان منتخبی که شایستگی پاسخ به سؤال های مطرح شده را داشتند، مصاحبه به عمل آمد و سپس آنها خبرگان دیگری را معرفی کردند تا نمونه گیری ادامه یابد. در واقع، در روش نمونه گیری نظری در پژوهش های بنیادی فرایند نمونه گیری تا مرحله اشباع نظری ادامه می یابد و پس از آن متوقف می شود. اشباع نظری معیاری است که بر اساس آن محقق در زمان گردآوری داده ها با استفاده از نمونه گیری نظری، اگر به این نتیجه رسید که مفاهیم و مقوله های جدیدی در یافته ها وجود نداشته و پاسخ های داده شده به سوال های تحقیق یکسان هستند، عملیات گردآوری داده ها را متوقف می سازد (چارمز، ۲۰۰۶، ۹۶). بر این اساس و بر مبنای این روش نمونه گیری، داده ها از طریق مصاحبه با تعداد ۱۲ نفر از خبرگان بازار سرمایه (تحلیلگران، معامله گران، مدیران و مشاوران سرمایه گذاری) گردآوری شد. مصاحبه ها به صورت فردی انجام شد و زمان آن به طور میانگین ۸۰ دقیقه بود. تقریباً پس از انجام این تعداد از مصاحبه ها، هیچ داده و مفاهیم جدیدی ایجاد نشد و مقوله ها به شکل مطلوب از لحاظ ویژگی و ابعاد پرورده شده بودند و نمونه گیری به اشباع رسید و مصاحبه جدیدی صورت نگرفت. سوال های مصاحبه از نوع نیمه ساختار یافته بوده و کلیه مصاحبه ها جهت بررسی و تجزیه و تحلیل ضبط و ثبت گردید.

#### ۵- یافته های پژوهش

با استفاده از سه نوع کدگذاری باز<sup>۲</sup>، محوری<sup>۳</sup> و گزینشی<sup>۴</sup>، داده های حاصل از مصاحبه ها، مشاهده ها و بررسی اسناد، مدارک و هر آنچه در مراحل جمع آوری داده ها به دست آمده بود، بررسی و تحلیل شدند. کدگذاری باز پس از انجام مصاحبه ها در سه مرحله انجام گرفت و طی این مراحل مفاهیم و مقوله ها کشف گردید و ویژگی ها و دامنه هر یک از مقوله ها شناسایی شدند. در مرحله کدگذاری محوری، از میان مقوله های شناسایی شده با توجه به موضوع پژوهش، مقوله پول هوشمند به عنوان مقوله یا پدیده محوری انتخاب شد. با استفاده از پارادایم تئوری داده بنیاد نظام مند استراوس و کوربین (۱۹۹۰)، ارتباط میان مقوله محوری و سایر مقوله ها برقرار شد.

#### ۵-۱- کدگذاری باز

در کدگذاری باز تکه هایی از داده ها به وسیله یک نام، عنوان یا برچسب هایی که به طور همزمان هر قطعه از داده ها را تلخیص و تشریح می کند، مفهوم بندی می شوند. کدها نشان می دهند که شما چطور داده ها را جهت آغاز تحلیل آنها انتخاب کرده، جدا نموده و دسته بندی کرده اید (چارمز، ۲۰۰۶، ۴۳). به بیان دیگر، کدگذاری باز به عملیات جداسازی داده ها و الصاق مفاهیم اولیه به داده های خام گفته می شود.

<sup>1</sup> Snowball or chain sampling

<sup>2</sup> open coding

<sup>3</sup> axial coding

<sup>4</sup> selective coding

**۵-۲-کدگذاری محوری**

میان بر زدن و مرتبط سازی مقوله ها به یکدیگر (کوربین ۱۹۵،۲۰۰۸) کدگذاری محوری مقوله ها را به زیر مقوله ها یا مفاهیم مرتبط می سازد، محتوا و ابعاد هر مقوله را مشخص می سازد و داده هایی را که محقق در خلال کدگذاری باز از یکدیگر جدا کرده است جهت تحلیل در حال شکل گیری به هم ربط می دهد (چارمز، ۲۰۰۶، ۶۱).

**۵-۲-۱-پدیده (مقوله) محوری**

پدیده موردنظر باید محوریت داشته باشد؛ یعنی همه مقوله های اصلی دیگر بتوانند به آن ربط داده شوند و به تکرار در داده ها ظاهر شود. این بدین معناست که در همه یا تقریباً همه موارد نشانه هایی وجود دارند که به آن مفهوم اشاره می کنند. توضیحی که به تدریج با ربطدهی مقوله ها رشد پیدا می کند، هنگامی که مفهوم به شیوه تحلیلی از راه تلفیق با مفاهیم دیگر بهبود مییابد، نظریه از لحاظ عمق و قوت اکتشافی رشد پیدا می کند. مقوله محوری 'ایده یا پدیده ای است که اساس و محور فرایندی است که تمام مقوله های اصلی دیگری به آن ربط داده می شوند (گولدینگ، ۲۰۰۰، ۲۶۵). این پژوهش بر آن است تا مدل پول هوشمند را با توجه به مقوله های اصلی و عوامل مهم و مؤثر بر اساس مصاحبه های انجام شده به بهترین نحو و متناسب با وضعیت بازار سهام ایران ارائه دهد.

**۵-۲-۲-شرایط علی**

شرایط علی<sup>۲</sup> در این پژوهش شامل مواردی از مقوله ها است که مستقیماً بر پدیده پول هوشمند تأثیرگذار است یا به گونه ای عوامل ایجادکننده و توسعه دهنده پدیده هستند. شرایط علی شرایطی هستند که مقوله اصلی را تحت تأثیر قرار می دهند و به وقوع یا گسترش پدیده موردنظر می انجامد (کرسول، ۲۰۰۵، ۴۲۶). طبق اظهار نظر خبرگان بازار سرمایه، عوامل کلان اقتصادی یکی از مهمترین مقوله های اصلی شرایط علی عنوان شدند. با توجه به پیچیدگی رفتار عوامل اقتصادی، تلاش های زیادی توسط اقتصاددانان در جهت تبیین الگوهای مناسب اقتصادی صورت گرفته است تا روابط متقابل بین متغیرهای اقتصادی در سطح کلان، به طور سیستماتیک مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار گیرد (قربانزاد و همکاران، ۱۳۹۸، ۹۲).

مالیات به عنوان یکی از اهرمهای مؤثر در سیاست مالی دولت به شمار میرود. علاوه بر این مالیاتها دارای نقشهای تعادلی نیز می باشند و در مهار برخی از پدیده های مخرب اقتصادی از جمله تورم و یا رکود اقتصادی نقش دارند. سیاست پولی نیز از عوامل کلان اقتصادی به شمار می رود و شامل مجموعه اقداماتی است که بانک های مرکزی به منظور کنترل فعالیت های اقتصادی جامعه به کار می برند. سیاست های پولی بر عرضه پول و نرخ بهره اثر می گذارند. در واقع نرخ بهره هزینه فرصت و قیمت پول است، تغییر در سطح کلی نرخ های بهره به وضوح ارزش تمامی سهام و در نتیجه بازار را تحت تأثیر قرار خواهد داد. بررسی رفتار نرخ ارز نیز در اقتصاد ایران از دوجنبه دارای اهمیت می باشد. یکی، از نظر تاثیرگذاری نرخ ارز بر عملکرد شرکت ها و در نتیجه تغییر در

<sup>1</sup> core category or phenomenon

<sup>2</sup> causal conditions

قیمت سهام آنها، دوم از بعد نگهداری ارزش به عنوان یک دارایی در سبد دارایی ها (ابراهیمی، ۱۳۹۸، ۲۸۶). که در این مقوله از بعد تأثیر بر قیمت سهام شرکت ها و کل بازار عنوان شده است.

جدول (۱): کدها در بخش شرایط علی

مقوله کلی	مفاهیم	ابعاد و ویژگیها
عوامل کلان اقتصادی	سیاست های مالی	عوامل کلان اقتصادی در برگیرنده سیاست های مالی که از سوی دولت تعیین می شود، به عنوان مثال سیاست های مالیاتی و تأثیر آن بر سودآوری شرکت ها. سیاست های پولی که از سوی بانک مرکزی تعیین می شود به عنوان مثال، تغییر نرخ بهره که بر جهت دهی نقدینگی به بازارهای مختلف تأثیر گذار است، تغییرات نرخ ارز و تورم و تأثیرات آن تغییرات بر بخش های مختلف در اقتصاد و در نتیجه بازار سهام از عوامل دیگر کلان اقتصادی می باشد.
	سیاست های پولی	
	تغییرات نرخ ارز	
	شاخص تورم	
وضعیت بازارهای جهانی	شاخص جهانی دلار	تغییرات شاخص جهانی دلار و تأثیر آن بر قیمت جهانی کامودیتی ها که منجر به تغییرات قیمت در داخل کشور می شود و نوسان جهانی قیمت نفت بر کل اقتصاد کشور اثر گذار است
	قیمت جهانی نفت	
	قیمت جهانی کامودیتی ها	
فضای سیاسی کشور	وضعیت تحریم اقتصادی	فضای سیاسی منفی (مثبت) کشور که ریسک سیستماتیک را افزایش (کاهش) می دهد، از جمله تحریم ها نیز بر ریسک سیستماتیک تأثیر مستقیم دارد.
	وضعیت سیاست های خارجی کشور	
عوامل مربوط به صنایع و شرکت ها	ماهیت فعالیت و نوع صنعت	صنایع مختلف و ماهیت نوع فعالیت شرکت های هر صنعت با توجه به متغیرهای کلان اقتصادی، سیاسی و بازارهای جهانی تأثیر پذیری متفاوتی نیز دارند.
	جهت گیری سیاست ها و تصمیم	
	های دولت در برخی از صنایع	

مأخذ: یافته های پژوهشگر

### ۵-۲-۳- شرایط زمینه ای یا بستر حاکم

شرایط زمینه ای<sup>۱</sup> عواملی را شامل می شوند که بدون آنها امکان ورود پول هوشمند به راحتی امکان پذیر نیست. زمینیهیا بستر حاکم، شرایط خاصی را که در آن راهبرد هایی که برای اداره، کنترل و پاسخ به پدیده صورت می گیرد، فراهم می کند. به بیان دیگر شرایط خاصی که بر راهبردها تأثیر می گذارند (کرسول، ۲۰۰۵، ۴۲۶).

<sup>1</sup> context conditions

جدول (۲): کدها در بخش شرایط زمینه ای

مقوله کلی	مفاهیم	ابعاد و ویژگیها
قوانین و مقررات وضع شده از سوی دولت	وضع قوانین و مقررات و تعرفه های گمرکی	وضع قوانین و مقررات و تعرفه های گمرکی جهت صادرات و واردات که منجر به تسهیل صادرات برای برخی صنایع می شود و یادستورالعمل هایی که جهت تعیین نرخ دستوری کامودیتی ها از سوی دولت ابلاغ می شود، دستورالعمل هایی که برای برخی صنایع مادر از جمله پتروشیمی ها بابت نحوه و میزان ارائه میزان ارز دریافتی حاصل از صادرات صادر می شود که طبق اظهار نظر خبرگان با هر دستورالعملی که برای صنعت پتروشیمی از سوی دولت ابلاغ می شود شاخص بورس اوراق بهادار تغییر می کند. علاوه بر این، ابلاغ بخشنامه هایی از سوی دولت از جمله بخشودگی مالیاتی برای شرکت ها به عنوان مثال کاهش دادن نرخ مالیات برای شرکت ها و سهامداران از جمله هزینه مالیات نقل و انتقال سهام می تواند اثر مستقیمی بر جذابیت ورود پول به بازار سهام باشد.
	اصلاح قوانین و مقررات بورسی	بر اساس نظر خبرگان، رفع ابهامات موجود در مقررات بازار سرمایه، اصلاح قانون از جمله قانون بازار پایه جهت کارایی بیشتر، اصلاح آیین نامه های اجرایی در رابطه با محدوده نوسان قیمت، معاملات عمده و خروج شرکت ها از بورس، نظارت فعال سازمان بر معاملات انجام شده و جلوگیری از تخلفات در بازار از طریق ابلاغ دستورالعمل های جدید از سوی سازمان در راستای بهبود شفافیت در بازار از جمله اقداماتی است که سازمان برای کمک به ایجاد جذابیت بیشتر جهت جذب نقدینگی به بازار سرمایه و سهام اتخاذ می کند.
	بازنگری آیین نامه های اجرایی در بورس	اصلاح قوانین و مقررات بورسی
قوانین و مقررات وضع شده از سوی سازمان	دستورالعمل های سازمان در راستای بهبود شفافیت در بازار	توسعه زیر ساخت ها برای استفاده از ابزارهای گوناگون
		به روز رسانی سامانه معاملات
زیر ساخت های معاملاتی	ارتقاء و به روز رسانی هسته معاملاتی	توسعه زیر ساخت ها برای استفاده از ابزارهای گوناگون به روز رسانی سامانه معاملات ارتقاء و به روز رسانی هسته معاملاتی

مأخذ: یافته های پژوهشگر

۵-۲-۴- شرایط مداخله گر

شرایط مداخله گر<sup>۱</sup> به جرح و تعدیل شرایط علی می پردازد و بر راهبرد ها و کنش های متقابل تأثیر می گذارد. در واقع شرایط عمومی که در راستای تسهیل یا محدودیت راهبرد ها برای پدیده مورد نظر عمل می کنند (کرسول، ۲۰۰۵، ۴۲۶).

جدول (۳): کدها در بخش شرایط مداخله گر

مقوله کلی	مفاهیم	ابعاد و ویژگیها
رفتار سرمایه گذاران حقیقی	حجم خرید سرمایه گذاران حقیقی	طبق اظهار نظر خبرگان، حجم خرید سرمایه گذاران حقیقی به هنگام عرضه سهام از جانب حقوقی ها در کف قیمت ها نشان دهنده قدرت ورود پول توسط حقیقی ها می باشد، و هرچه سرانه خرید حقیقی ها (حجم خرید حقیقی ها با توجه به قیمت نسبت به تعداد خریداران حقیقی) نسبت به سرانه فروش حقیقی ها (حجم فروش حقیقی ها با توجه به قیمت نسبت به تعداد فروشندگان حقیقی) بیشتر باشد فرض قدرت ورود پول را قوت می بخشد.
	سرانه خرید حقیقی	
رفتار سرمایه گذاران حقوقی	شناسایی فرصت های سرمایه گذاری	سرمایه گذاران حقوقی با کمک تیمی از افراد متخصص و به واسطه تحلیل های گسترده فرصت های سرمایه گذاری را شناسایی می کنند. همچنین رفتار حرفه ای سرمایه گذاران حقوقی در ایجاد عرضه و تقاضا در روندهای صعودی باعث ایجاد جذابیت و مطلوبیت در بازار می شود به عنوان مثال با افزایش عرضه، شناوری سهم نیز افزایش می دهند.
	رفتار حرفه ای سرمایه گذاران حقوقی در ایجاد عرضه و تقاضا	
رفتار بازارهای موازی	وضعیت بازارهای ارز و طلا و مسکن برای سرمایه گذاری	رفتار بازارهای موازی در ورود پول هوشمند به بازار سرمایه بسیار مؤثر است به طوریکه ثبات نسبی در بازار ارز و طلا و رکود در بازار مسکن منجر به ایجاد جذابیت سرمایه گذاری در بازار سرمایه و سهام می شود. همچنین کاهش حجم معاملات در بازار بدهی که می تواند به دلیل عدم پوشش تورم باشد منجر به افزایش بازدهی در اوراق با سود ثابت می شود که این شرایط جذابیت سرمایه گذاری در بازار سهام را نشان می دهد.
	حجم معاملات در بازار بدهی	

مأخذ: یافته های پژوهشگر

<sup>1</sup> intervening conditions

### ۵-۲-۵- راهبردها<sup>۱</sup>

راهبردها بیانگر آن دسته از تعاملات و کنش‌هایی می‌شود که کنش‌گران در قبال آن شرایط از خود بروز می‌دهند. در حقیقت، فرایند جریان کنش‌ها در پاسخ به رویدادها و موقعیت‌های خاص متعامل با پدیده رخ می‌هد (کرسول، ۲۰۰۵، ۴۲۶). راهبردها مبتنی بر کنش‌ها و واکنش‌هایی برای کنترل، اداره و برخورد با پدیده مورد نظر (ورود پول هوشمند) هستند. راهبردها مقصود داشته، هدفمند است و به دلیلی صورت می‌گیرد.

جدول (۴): کدها در بخش شرایط راهبردها

مقوله‌ای	مفاهیم	ابعاد و ویژگیها
راهبرد ورود به بازار	استراتژی خرید	بر اساس نظر خبرگان، پول هوشمند پس از بررسی‌های صورت گرفته و در صورت شناسایی فرصت با تحلیل‌های گسترده بر اساس شرایط و عواملی که گفته شد با استراتژی معاملاتی وارد بازار می‌شود و در نهایت روند صعودی با حجم بالای خرید توسط حقیقی‌ها و حقوقی‌ها شکل می‌گیرد. معمولاً افق سرمایه‌گذاری پول هوشمند برای تعیین استراتژی خرید و فروش به دلیل شرایط متغیر اقتصادی و سیاسی در کشور کوتاه مدت و نهایتاً میان مدت است.
	تعیین افق سرمایه‌گذاری	
راهبرد کسب بازده	استراتژی فروش	بر اساس نظر خبرگان، برای رسیدن به بازده مورد نظر پس از تکمیل خرید توسط سرمایه‌گذاران برای ادامه روند صعودی اطلاعات سهام به بازار مخابره می‌شود، در این مرحله پول‌های هوشمند به صورت پله‌ای و با شکل‌گیری رفتار توده وار سهامداران خرد و کسب بازده مورد نظر از بازار خارج می‌شوند.
	مخابره اطلاعات به بازار	
	رفتار توده وار سرمایه‌گذاران	

مأخذ: یافته‌های پژوهشگر

### ۵-۲-۶- پیامدها

نتایجی که در اثر راهبردها پدیدار می‌شود. پیامدها<sup>۲</sup> نتایج و حاصل کنش‌ها و واکنش‌ها هستند (کرسول، ۲۰۰۵، ۴۲۶). در واقع، راهبردها در مقابله با، یا برای اداره و کنترل پدیده‌ای صورت می‌گیرند و پیامدهایی دارند.

<sup>1</sup> strategies  
<sup>2</sup> consequences

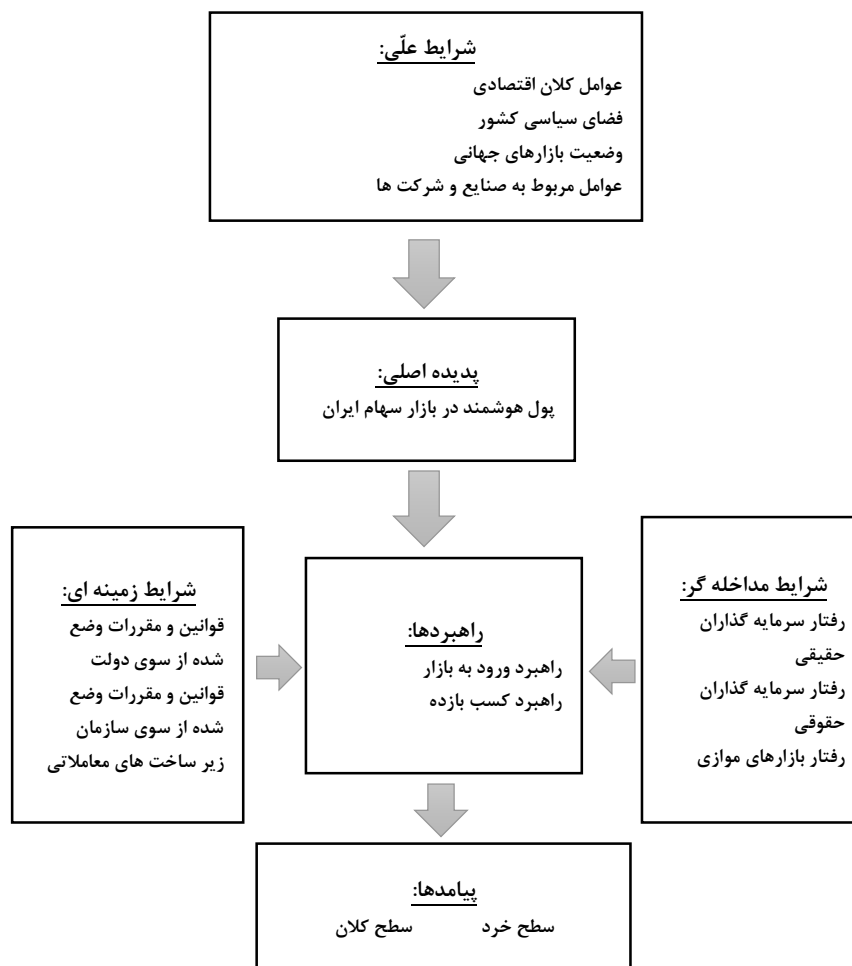
جدول (۵): کدها در بخش شرایط پیامدها

مقوله	مفاهیم	ابعاد و ویژگیها
پیامدهای سطح خرد	افزایش حجم معاملات	طبق اظهار نظر مصاحبه شوندهگان، با ورود پول هوشمند حجم معاملات افزایش پیدا می کند به طوریکه این حجم تقریباً به دو یا سه برابر میانگین ۱۰ روز قبل و یک ماه قبل برسد و این افزایش حجم معمولاً با افزایش تدریجی قیمت ها نیز همراه می باشد که در این حالت ارزش معاملات نیز افزایش مییابد. در نتیجه تغییر این متغیرها به این شکل منجر به افزایش بازده و در نهایت شاخص می شود. علاوه بر این، افزایش حجم معاملات باعث افزایش نقدشوندگی در بازار می شود.
	افزایش نقدشوندگی	
	افزایش ارزش معاملات	
	افزایش بازده	
پیامدهای سطح کلان	افزایش شاخص	
	توسعه و گسترش بازار سهام	از آنجایی که ورود پول هوشمند باعث افزایش حجم معاملات در بازار می شود، افزایش حجم معاملات نیز باعث توسعه و گسترش بازار می شود. یک بازار گسترده و عمیق شرایط مناسبی را برای ورود شرکت های جدید و تامین مالی شرکت های پذیرفته شده از طریق افزایش سرمایه را فراهم می کند، زیرا در این شرایط، استقبال بیشتری برای شرکت در افزایش سرمایه ها از طریق آورده نقدی صورت می گیرد و منابع مالی مورد نیاز شرکت ها به سرعت تأمین می شود.

مأخذ: یافته‌های پژوهشگر

### ۵-۳- کدگذاری گزینشی

مرحله نهایی کدگذاری می باشد. در این مرحله فرآیند نظریه سازی به اتمام می رسد. به بیان دیگر در این مرحله مقوله های مورد استفاده به لحاظ نظری اشباع شده اند و هر کدام بر اساس مفاهیم کدگذاری شده مرحله اول و دوم به صورت منطقی در کنار یکدیگر قرار می گیرند (چارمز، ۲۰۰۶، ۹۶). در این مرحله تئوری پرداز، تئوری را از رابطه متقابل مقوله ها در مرحله کدگذاری محوری بیان می کند. در واقع، توضیحی انتزاعی را برای فرآیند مورد مطالعه در تحقیق ارائه می دهد، که فرایندی از ادغام و اصلاح تئوری است (کر سول، ۲۰۰۵، ۴۲۶).



شکل (۱): مدل استخراج شده از تحقیق حاضر  
مأخذ: یافته‌های پژوهشگر

#### ۶- ارزیابی کیفیت و اعتبار بایبی نتایج

بعد از ساخت تئوری داده بنیاد محقق لازم است آن را ارزیابی کرده و کیفیت نظریه به دست آمده را مورد بررسی قرار دهد. در این پژوهش، از معیارهای تناسب و کاربرد پذیری استراوس و کوربین (۱۹۹۰) برای ارزیابی اعتبار نتایج استفاده شد. در هر سه مرحله کدگذاری، مفاهیم و مقوله‌های ایجاد شده با داده‌های ثبت شده مقایسه شدند. در نهایت مدل استخراج شده با چهار نفر از مصاحبه‌شوندگان به صورت مجدد مورد بررسی قرار گرفت و در رابطه با انطباق پذیری مدل با اطلاعات داده شده از جانب آنها نظر سنجی شد. در خصوص



شاخص تناسب، با سه نفر از افراد حرفه ای و متخصص در این زمینه در رابطه با تناسب یافته های پژوهش با دنیای تجربی بحث شد و پس از اصلاحات جزئی در مورد نام گذاری مقوله ها، نتایج به تأیید نهایی رسید. همچنین با مقایسه مستمر داده ها با پیشینه و مبانی نظری پژوهش و همچنین طراحی پرسش های نیمه ساختار یافته در هر مرحله از مصاحبه ها و رفع اشکال آنها، تلاش شد به کاربردی بودن پژوهش جامه عمل پوشانده شود.

#### ۷- نتیجه گیری و بحث

با توجه به داده های به دست آمده در فرایند پژوهش و تحلیل های انجام شده بر روی داده ها و با استفاده از روش کدگذاری، مدل نهایی به دست آمده است. در پژوهش حاضر با حساسیت ویژه ای سعی گردید، افرادی برای شرکت در مصاحبه انتخاب شوند که دارای تجربه کاری بالاتر از پنج سال و فعال در بازار سرمایه بوده و همچنین در رابطه با پول هوشمند از اطلاعات کافی برخوردار باشند. مصاحبه شوندگان با روش نمونه گیری گلوله برفی انتخاب شدند.

از آنجایی که بازار سرمایه ایران یک بازار نوظهور است و با بازارهای سرمایه توسعه یافته دیگر کشورها شرایط نسبتاً متفاوتی دارد، در این پژوهش مدل پول هوشمند به صورت یک پدیده در بازار سهام ایران در نظر گرفتن ساختار بازار سرمایه ایران بر پایه نظر خبرگان بازار سرمایه و شرایط تئوری داده بنیاد تدوین گردید. مدل نهایی ارائه شده در این پژوهش، به عنوان نخستین مدل برای پول هوشمند در بازار سهام ایران طبق نظر خبرگان بازار تعریف شده است. یافته های حاصل از پژوهش در مرحله کدگذاری محوری نشان داد که عوامل بنیادی (عوامل کلان اقتصادی، وضعیت بازارهای جهانی، فضای سیاسی کشور، عوامل مربوط به صنایع و شرکت ها) به عنوان شرایط علی و به نوعی می توان گفت عوامل محرک ورود پول هوشمند به بازار سهام ایران می باشد و (قوانین و مقررات تصویب شده از سوی دولت و سازمان و زیر ساخت های معاملاتی) به عنوان شرایط زمینه ای از جانب خبرگان برای ورود پول هوشمند به بازار سهام معرفی شدند. تصمیماتی که از سوی دولت در راستای بستر سازی برای توسعه و گسترش بازار و از سوی سازمان بورس اوراق بهادار در راستای شفافیت اطلاعاتی بازار اتخاذ می شوند. شرایط مداخله گر بر طبق مصاحبه های انجام شده (رفتار سرمایه گذاران حقیقی، حقوقی و بازارهای موازی) معرفی شدند که از مهمترین مقوله های این مدل می باشند، زیرا همه مصاحبه شوندگان به این مقوله ها به عنوان شرایط مداخله گر برای ورود پول هوشمند اشاره داشتند. با توجه به اینکه اکثر پژوهش های خارجی نقش سرمایه گذاران حقوقی را در ورود پول هوشمند مؤثرتر مطرح نموده اند، در بازار سهام ایران این نقش به واسطه هر دو نوع سرمایه گذاران حقوقی و حقیقی ایفا می شود. با توجه به این یافته ها در این شرایط و همچنین پژوهش های مشابه خارجی نتیجه می شود که رفتار شناسی در بازار سهام ایران می تواند تأثیر به سزایی در شناسایی پول هوشمند داشته باشد. مطالعه این موضوع در بحث مالی رفتاری قابل تحقیق و بررسی بیشتر است. راهبردهای ورود پول هوشمند (راهبرد ورود و راهبرد کسب بازده) با تأثیر پذیرفتن از شرایط خاص زمینه ای و شرایط عام مداخله گر معرفی شدند. معامله گران حرفه ای در خرید و

فروش خود با داشتن استراتژی معاملاتی، ورود (خرید) و خروج (فروش) را در بازار سهام انجام می دهند. و با بهره گیری از رفتار توده وار سرمایه گذاران که در نهایت منجر به افزایش حجم معاملات و قیمت می شود که از پیامدهای خرد ورود پول هوشمند می باشد، به بازده مورد انتظار خود دست می یابند. در آخر پیامدهای ورود پول هوشمند در دو سطح خرد و کلان بیان شدند، که افزایش نقدینگی و ارزش معاملات و تا حدودی شاخص نیز از پیامدهای خرد می باشند و در سطح کلان منجر به توسعه و گسترش بازار می شود. در نتیجه یک بازار گسترده و عمیق شرایط برای ورود شرکت های جدید و تامین مالی شرکت های پذیرفته شده از طریق افزایش سرمایه را فراهم می کند، زیرا در این شرایط، استقبال بیشتری برای شرکت در افزایش سرمایه ها از طریق آورده نقدی صورت می گیرد و منابع مالی مورد نیاز شرکت ها به سرعت تأمین می شود. خصوصی سازی از طریق بورس موجب رونق بازار شده و از این طریق به تجهیز منابع سرمایه ای بیشتر کمک می کند. این موضوع می تواند یک اقتصاد بانک محور را به بازار محور هدایت کند و موجب رشد اقتصادی شود. بنابراین به مدیران شرکت ها پیشنهاد می شود که از فرصت ورود پول هوشمند و به دنبال آن جذب نقدینگی در بازار به منظور تامین مالی و اصلاح ساختار مالی شرکت از طریق افزایش سرمایه استفاده نمایند، که در نهایت منجر به توسعه شرکت ها به واسطه سرعت در تکمیل و اجرای پروژه ها می شود. و با توجه به یافته های پژوهش، به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود به هنگام سرمایه گذاری علاوه بر تجزیه و تحلیل عوامل بنیادی، به شرایط مداخله گر نیز اهمیت زیادی داشته باشند. به عنوان مثال رفتار سرمایه گذاران حقیقی و میزان نقدینگی که از طرف آنها به بازار وارد می شود و همچنین، رفتار حقوقی های بازار به هنگام عرضه و تقاضا از ابعاد مختلف با توجه به روند حاکم بر بازار به صورت دقیق بررسی نمایند. در زمان تصمیم به خرید (فروش) با استراتژی معاملاتی مشخص برای خود بر اساس راهبردهای ورود و کسب بازده پول هوشمند عمل نمایند.

فهرست منابع

- ۱) ابراهیمی، مهرزاد. (۱۳۹۸). «بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازار سهام ایران با استفاده از الگوریتم های داده کاوی». فصلنامه اقتصاد مالی، شماره (۳) ۳۸۲-۹۴-۲۰۴
- ۲) اسلامی بیدگلی، غلامرضا، کردلوئی، حمیدرضا. (۱۳۸۹). «مالی رفتاری، مرحله ی گذر از مالی استاندارد تا نوروفاینانس». مجله مهندسی مالی و مدیریت پر تقوی. (۱) ۱۹-۳۶
- ۳) قربانزاد، جهانگیر، سعادت، رحمان، محمدی، تیمورابونوری، اسمعیل. (۱۳۹۹). «بررسی اثرات سرریز شوک ناشی از سیاست مالی دولت آمریکا بر متغیرهای کلان اقتصاد ایران: رهیافت GVAR». فصلنامه اقتصاد مالی. شماره (۱) ۵۰، ۹۱-۱۱۴
- ۴) محمدزاده، اعظم، شهیکی تاش، محمد نبی و روشن، رضا. (۱۳۹۹). «مقایسه تطبیقی الگوهای قیمتگذاری دارایی سرمایه‌های مبتنی بر مصرف در بازار سرمایه ایران (رویکرد رگرسیون دو مرحله‌ای فاما و مکبث)». فصلنامه اقتصاد مالی، شماره (۱) ۵۰، ۸۹-۶۳
- 5) Andrei, D. & Hasler, M. (2015). «Investor attention and stock market volatility ». The Review of Financial Studies, vol 28(1), 33-72
- 6) Campbell, J., Kyle, A., 1993. «Smart money, noise trading and stock price behavior ». Rev. Finance. Stud. 60, 1-34.
- 7) Charmaz, K. (20۰۶). «grounding grounded theory: a practical guide through qualitative analysis». London: Sage Publications Ltd. 1-148
- 8) Charmaz, K. (2011). «Grounded theory methods in social justice research». The Sage handbook of qualitative research. Vol 4. 359-380.
- 9) Chen, Q. Chi, Y. (2018). «Smart beta, smart money». Journal of Empirical Finance. vol 49. 19-38
- 10) Chen, Q. Chi, Y. Qiao, X. (2020). «Follow the smart money: Factor forecasting in China». Pacific-Basin Finance Journal. vol 62. 1-15
- 11) Chou, Pin-Huang. Hsieh, Chia-Hsun . Shen, Carl Hsin-Han. (2015). «What explains the orange juice puzzle: sentiment, smart money, or fundamentals?». Journal of Financial Markets. VOL 29. 47-65
- 12) Da, Z., J. Engelberg, and P. Gao. 2011. «In search of attention ». Journal of Finance. Vol 6, 1461-99
- 13) Frazzini, A., Lamont, O.A., 2008. «Dumb money: mutual Fundflows and the cross section of stock return ». Journal of Financial Economics. vol 88, 299-322.
- 14) Goulding, H. (2000) .«Grounded Theory Methodology and Consumer Behaviour, Procedures, Practice and Pitfalls. »Advances in Consumer Research. Vol 27. 261-267
- 15) Grossman, S., and J. Stiglitz (1980). «On the impossibility of informationally efficient markets.»American Economic Review. vol 70(3), 393-408
- 16) Herve , Fabrice. Zouaoui, Mohamed. Belvaux , Bertrand. (2019). «Noise traders and smart money: Evidence from online searches». Economic Modelling. VOL 83. 141-159
- 17) Hong, H. & Stein, J. C. (2007). «Disagreement and the stock market ».The Journal of Economic Perspectives. vol 21(2), 109-128.
- 18) Jiang, J. Li, H. (2019). «A New Measure for Market Efficiency and Its Application». Finance Research Letters. In press.
- 19) McLean, D., Pontiff, J. (2013). «Does academic research destroy stock return predictability? Unpublished working paper». Boston College, Boston, MA.

- 20) Opreana, C. Tanasescua, C. (2014). Effects of Behavioural Finance on Emerging Capital Markets. *Emerging Markets Queries in Finance and Business*. vol 15. 1710 – 1716
- 21) Roll, R., 1984. Orange juice and weather. *Am. Econ. Rev.* 74, 861-880.
- 22) Schmeling, Maik, 2007. « Institutional and individual sentiment: smart money and noise trader risk ». *Int. J. Forecas.* vol 23, 127-145.
- 23) Schmeling, Meling. (2007). « Institutional and individual sentiment: Smart money and noise trader risk? ». *International journal of forecasting*. Vol 23. 127-145
- 24) Simon, H. A. (1955). « A behavioral model of rational choice » . *The Quarterly Journal of Economics*, 69(1), 99-118.
- 25) Strauss, A. & Corbin, J.M. (1990). «Basics of qualitative research: Grounded theory procedures and techniques». Sage Publications. Inc. Thousand Oaks, CA.
- 26) Stambaugh, R.F., Yu, J., Yuan, Y. (2012). «The short of it: investor sentiment and anomalies». *Journal of Financial Economics*. Vol 104. 288–302.
- 27) Yousefi, R. Shahrabadi, A. (2009). « Investigating and Testing the Herding Behaviour of Investors in Stock Exchange». *Journal of Developmen and Evolution Management*. Vol 2. 64-75 (in Persian)
- 28) Yu, H.Y.(2012). «Where are the smart investors? New evidence of the smart money effect». *Journal of Empirical Finance*. vol19 . 51–64

**Presentation of Smart Money Model in Iranian Stock Market  
Based on Grounded Theory**

Khadijeh Eidantorkzadeh<sup>1</sup>  
Farzin Rezaei<sup>2</sup>  
Mohsen Seighali<sup>3</sup>

Received: 05/ October /2021 Accepted: 09/ December /2021

**Abstract**

The purpose of the present study is to present a smart money model in the Iranian stock market given its conditions and structure, so that all individuals active in the capital market can act more consciously and more professionally. The method based on this theory is based on data which is collected through regular interviews with experts and have been analyzed and its purpose, making a theory that is honest and enlightening in the field under study. The statistical population includes capital market experts and academic experts in the field of finance and investment. The sample consisted of 12 semi-structured interviews with snowball sampling. Open, axial and selective coding was used to analyze the data. The results showed that the obtained model includes causal conditions (macroeconomic factors, global market situation, country's political climate, industry and corporate factors), context conditions (laws and regulations issued by the government and organization, trading infrastructure). Intervening Conditions (Legal and Real Investor Behavior, Parallel Markets Behavior), Entering smart money into Iranian stock market. Strategies conditions include (market entry strategy, return strategy) and (micro and macro) as consequences were defined, which increased liquidity, the value of transactions and to some extent the index are also micro-consequences and at the macro level it leads to the development and expansion of the market.

**Keywords:** Smart Money, Traders, Iranian Stock Market, Grounded Theory

**JEL Classification:** E49, F16, G10

---

1- PhD Student in Financial Management, Department of Management and Accounting, Qazvin Branch, Islamic Azad University, Qazvin, Iran

2- Associate Professor, Department of Management and Accounting, Qazvin Branch, Islamic Azad University, Qazvin, Iran, farzin.rezaei@qiau.ac.ir, (Corresponding Author)

3- Assistant Professor, Department of Accounting and Management, Islamic Azad University, Qazvin Branch, Qazvin, Iran.

