

Identifying the Pattern of Investment Preferences in the Currency and Gold Markets

1. Elham Dadashzadeh¹: Department of Accounting, Bon.C., Islamic Azad University, Bonab, Iran

2. Nader Rezaei^{2*}: Department of Accounting, Bon.C., Islamic Azad University, Bonab, Iran. Email: nader.rezaei@iau.ac.ir (Corresponding Author)

3. Ali Jafari³: Department of Accounting, Bon.C., Islamic Azad University, Bonab, Iran

4. Rasoul Abdi⁴: Department of Accounting, Bon.C., Islamic Azad University, Bonab, Iran

Article history



Received: 23 July 2025

Revised: 18 September 2025

Accepted: 25 September 2025

Initial Publish: 17 December 2025

Final Publish: 01 April 2026

Abstract:

The objective of this study is to identify and explain the investment preference pattern in the currency and gold markets using thematic analysis. This qualitative study employed thematic analysis to investigate the determinants of investment preferences. Data were collected through 21 in-depth, semi-structured interviews with experts and practitioners in the gold and foreign exchange markets, selected via purposive and snowball sampling. Interviews were transcribed verbatim and analyzed following Braun and Clarke's six-phase framework, including familiarization, coding, theme development, review, definition, and reporting. Credibility and dependability were enhanced through member checking, peer debriefing, documentation of analytic procedures, and inter-coder reliability (Cohen's kappa = 0.82). The analysis revealed five core categories shaping investment preferences: macroeconomic factors, market characteristics, psychological and behavioral drivers, risk–return expectations, and individual investor attributes. Gold investment preferences were largely influenced by perceived safety, inflation-hedging expectations, and long-term value stability. Currency market preferences were driven by volatility, policy uncertainty, short-term profit expectations, and fear of currency depreciation. Across both markets, cognitive biases and subjective expectations significantly moderated the impact of economic variables. Investment preferences in the gold and currency markets emerge from a multidimensional and dynamic interaction of economic, structural, psychological, and individual-level factors. Understanding this interplay offers practical insights for policymakers aiming to stabilize financial markets and for investors seeking informed decision-making.

Keywords: Investment preferences; gold market; foreign exchange market; thematic analysis; investor behavior

Citation: Dadashzadeh, E., Rezaei, N., Jafari, A., & Abdi, R. (2026). Identifying the Pattern of Investment Preferences in the Currency and Gold Markets. *Accounting, Finance and Computational Intelligence*, 4(2), 1-15.



Copyright: © 2026 by the authors. Published under the terms and conditions of Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International (CC BY-NC 4.0) License.

Extended Abstract

Introduction

Financial markets in recent decades have undergone profound structural, behavioral, and institutional transformations, driven by globalization, geopolitical instability, monetary policy shifts, rising inflation, and increasing uncertainty. Under these conditions, gold and foreign exchange (FX) markets have become central to investment strategy, functioning both as speculative arenas and as safe-haven instruments depending on macroeconomic and behavioral dynamics. A considerable body of research shows that gold plays a dual role as a hedge and safe haven, particularly during periods of financial turbulence ([Batten et al., 2014](#); [Baur & Lucey, 2010](#); [Beckmann et al., 2015](#)), and that gold's long history as a stable and culturally embedded asset reinforces its attractiveness to investors ([Apanovych et al., 2023](#)). Studies further demonstrate that gold reacts to macroeconomic shocks such as inflation, monetary instability, and oil-price disruptions ([Bouri et al., 2017](#); [Reboredo, 2013](#)). Equally, research on COVID-19 and global crises underscores gold's renewed function as a systemic safe haven ([Akhtaruzzaman et al., 2021](#); [Esparcia & et al., 2022](#)).

Parallel to gold, the FX market remains one of the most volatile and information-sensitive financial environments. Exchange-rate dynamics are heavily influenced by market microstructure, order flows, and heterogeneous information processing by traders ([Evans & Lyons, 2002](#); [Lyons, 2001](#)). Forecasting exchange-rate volatility itself is deeply complex, shaped by imperfect expectations, policy uncertainty, and structural breaks in macroeconomic systems ([Alexandridis, 2024](#); [Candian & De Leo, 2025](#); [Zanganeh, 2023](#)). Studies on monetary policy confirm the extensive influence of interest-rate differentials, inflation spreads, and policy rules on currency valuations ([Cizakca, 2024](#); [Taylor, 2019](#)). Moreover, spillover research reveals deep interconnectedness between global equity markets, gold, and energy prices, demonstrating that FX and gold seldom operate independently ([Elgammal et al., 2021](#)).

Beyond macroeconomic explanations, behavioral finance provides a complementary lens for understanding why investors choose gold or currency under uncertainty. Decades of research highlight that individuals do not behave as fully rational agents; instead, they rely on heuristics, mental shortcuts, and emotionally charged narratives ([Kahneman & Tversky, 1979](#); [Shefrin, 2007](#)). Prospect theory shows that investors are loss-averse, making them more sensitive to potential declines in asset value than equivalent gains. Investor sentiment research similarly reveals that emotions and market narratives influence trading patterns, often contributing to herd behavior or speculative surges ([Baker & Wurgler, 2006](#); [Maurya et al., 2025](#); [Shiller, 2017](#)). Furthermore, noise-trading frameworks explain how irrational or uninformed trading can amplify volatility and distort price discovery in currency markets ([Huang et al., 2025](#)). Evidence from ambiguity-attitude studies reinforces that individuals often prefer assets they perceive as more predictable, even if objectively riskier ([Anantanasuwong et al., 2019](#)).

Taken together, the literature underscores that investment preferences in gold and FX markets emerge from intertwined economic, psychological, cultural, and structural forces. Yet, despite substantial quantitative research, limited qualitative studies have examined how investors themselves interpret risk, uncertainty, volatility, and asset utility. Qualitative inquiry—grounded in interpretive research traditions ([Denzin et al., 2006](#)) and thematic analysis ([Braun & Clarke, 2006](#))—is particularly suitable for revealing subjective meanings, mental models, and experiential patterns underlying investment behavior. Therefore, the current study addresses this gap by exploring, in depth, the multi-level determinants shaping investor preferences toward gold and foreign exchange markets.

Methods and Materials

This study employed a qualitative research design aimed at uncovering the subjective interpretations and experiential foundations of investment decision-making. Data were collected through semi-structured in-depth interviews with 21 participants, including individual investors, financial analysts, market practitioners, and traders with extensive exposure to gold and FX markets. Sampling followed purposive and snowball techniques to ensure inclusion of individuals with rich, relevant experience.

All interviews were conducted face-to-face or online and recorded with participants' consent. The interviews explored perceptions of market conditions, risk assessment, behavioral tendencies, expectations regarding gold and currency, and experiences with past investment decisions. Interview recordings were transcribed verbatim, producing a detailed textual dataset for analysis.

The data were analyzed using thematic analysis, following a systematic multi-stage procedure consisting of familiarization with data, open coding, theme development, refinement, and integration into a coherent thematic framework. Reliability was enhanced through intercoder agreement procedures, peer debriefing, and iterative comparison of codes and categories across transcripts. Credibility was strengthened through participant validation, ensuring that interpretations aligned with participants' intended meanings.

Findings

The analysis revealed a comprehensive framework of factors influencing investment preferences in gold and foreign exchange markets. Five overarching thematic domains emerged from the data: macroeconomic drivers, market-structural characteristics, psychological and behavioral forces, risk–return expectations, and individual investor attributes.

Participants consistently emphasized the influence of inflation, currency depreciation, monetary instability, and geopolitical tension as primary determinants of investment shifts. Many perceived gold as a reliable hedge against inflation and systemic uncertainty, while the FX market was associated with rapid reactions to political and economic shocks. These macroeconomic perceptions shaped initial investment inclinations and framed subsequent evaluative judgments.

Market-structural characteristics constituted the second major domain. Participants viewed the FX market as highly liquid, fast-moving, and sensitive to news flows, offering opportunities for short-term gains but also carrying substantial volatility. Conversely, gold was perceived as more stable, less prone to abrupt shocks, and suitable for long-term wealth preservation. Market transparency, accessibility, and informational noise—especially in the FX market—further influenced investment decisions.

Behavioral and psychological themes emerged strongly across interviews. Many investors expressed fear of currency depreciation, desire for safety, susceptibility to rumors, and influence of social networks. Behavioral tendencies such as herd behavior, overreaction to news, emotional trading, and reliance on personal experiences played a significant role in shaping market engagement. For numerous participants, trust in gold derived not only from economic logic but also from cultural symbolism and historical familiarity.

The fourth thematic category concerned risk–return expectations. Investors compared potential profit margins, volatility patterns, and downside risk when choosing between gold and currency. Gold was widely regarded as low risk with moderate returns, whereas FX was viewed as high risk with potentially high returns. This trade-off guided investment decisions depending on personal tolerance for uncertainty and preferred investment time horizon.

Finally, individual attributes—including financial literacy, age, investment experience, risk appetite, and personal financial goals—influenced how participants interpreted and weighted other factors. Younger or more risk-seeking investors leaned toward FX speculation, while older and more conservative investors favored gold. Experienced investors demonstrated more nuanced analyses, whereas novices relied heavily on intuition or social cues.

Discussion and Conclusion

The findings illustrate that investment preferences in gold and FX markets are shaped by a multilayered interplay of economic, structural, psychological, and personal factors. Rather than following purely rational or formulaic models, investors navigate uncertainty using complex mental frameworks shaped by experience, emotion, narrative, and perceived stability. Macroeconomic instability and inflationary pressure reinforce the appeal of gold as a safe-haven asset, while FX markets appeal to those seeking rapid gains despite elevated risk. The contrasting temporal orientations—long-term security for gold and short-term opportunity for FX—reflect fundamental differences in investor motivation and risk perception.

Behavioral influences were particularly prominent, confirming that emotions, heuristics, and social dynamics play major roles in investment choices. Fear of currency depreciation, trust in historically stable assets, and sensitivity to rumors all shaped investor decision pathways. These findings align with broader behavioral theories that emphasize bounded rationality and emotionally mediated decision-making.

The study concludes that understanding investment behavior in gold and currency markets requires an integrative perspective that acknowledges both objective economic conditions and subjective investor psychology. A comprehensive explanation of investment preferences must account for how individuals interpret volatility, uncertainty, and long-term financial security. The insights gained here provide a foundation for developing more targeted financial education, improved risk-management strategies, and policies that promote greater market stability and informed decision-making.

Authors' Contributions

Authors equally contributed to this article.

Acknowledgments

Authors thank all participants who participate in this study.

Declaration of Interest

The authors report no conflict of interest.

Funding

According to the authors, this article has no financial support.

Ethical Considerations

All procedures performed in this study were under the ethical standards.

شناسایی الگوی ترجیحات سرمایه‌گذاری در بازار ارز و طلا



تاریخچه مقاله

تاریخ دریافت: ۱ مرداد ۱۴۰۴

تاریخ بازنگری: ۲۷ شهریور ۱۴۰۴

تاریخ پذیرش: ۳ مهر ۱۴۰۴

تاریخ چاپ اولیه: ۲۶ آذر ۱۴۰۴

تاریخ چاپ نهایی: ۱۲ فروردین ۱۴۰۵

۱. الهام داداش‌زاده^۱: گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران۲. نادر رضائی^۲: گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران. ایمیل: nader.rezaei@iau.ac.ir (نویسنده مسئول)۳. علی جعفری^۳: گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران۴. رسول عبدی^۴: گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران

چکیده

هدف این پژوهش شناسایی و تبیین الگوی ترجیحات سرمایه‌گذاران در بازار ارز و طلا با استفاده از روش تحلیل مضمون است. این پژوهش با رویکرد کیفی و مبتنی بر روش تحلیل مضمون انجام شد. داده‌ها از طریق ۲۱ مصاحبه نیمه‌ساختاریافته و عمیق با خبرگان و فعالان بازارهای طلا و ارز جمع‌آوری شد. نمونه‌گیری به صورت هدفمند و سپس گلوله‌برفی انجام گرفت و پس از رسیدن به اشباع نظری، تحلیل داده‌ها براساس مراحل شش‌گانه براون و کلارک شامل آشنایی با داده‌ها، کدگذاری اولیه، استخراج مضامین، بازبینی و نام‌گذاری مضامین و تهیه گزارش نهایی صورت گرفت. برای اطمینان از اعتبار یافته‌ها از روش‌هایی چون بررسی همتایان، بازگشت به مشارکت‌کنندگان، توافق میان کدگذاران (کاپا=۰.۸۲) و مستندسازی مسیر تحلیل استفاده شد. تحلیل داده‌ها نشان داد که ترجیحات سرمایه‌گذاری در بازار ارز و طلا حاصل تعامل چندبعدی میان پنج دسته عامل اصلی است: عوامل کلان اقتصادی، ویژگی‌های بازار، عوامل روان‌شناختی و رفتاری، انتظارات نسبت به بازده و ریسک، و ویژگی‌های فردی سرمایه‌گذاران. در بازار طلا، ادراک امنیت، پوشش در برابر تورم و ویژگی‌های فرهنگی نقش برجسته‌ای داشت. در بازار ارز، نوسان‌پذیری، سیاست‌های ارزی، ادراک فرصت کوتاه‌مدت و ترس از کاهش ارزش پول ملی از عوامل اصلی گزارش شدند. در هر دو بازار، انتظارات ذهنی و سوگیری‌های رفتاری، شدت و جهت اثر عوامل اقتصادی را تعدیل می‌کردند. ترجیحات سرمایه‌گذاری در دو بازار ارز و طلا نتیجه تعامل پویا میان متغیرهای اقتصادی، ساختاری، روان‌شناختی و فردی است. فهم این الگو می‌تواند به سیاست‌گذاران در طراحی راهبردهای پایدار و به سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیمات آگاهانه کمک کند.

کلیدواژگان: ترجیحات سرمایه‌گذاری، بازار ارز، بازار طلا، تحلیل مضمون، رفتار سرمایه‌گذاران

شیوه استناددهی: داداش‌زاده، الهام، رضائی، نادر، جعفری، علی، و عبدی، رسول. (۱۴۰۵). شناسایی الگوی ترجیحات سرمایه‌گذاری در بازار ارز و طلا. *حسابداری، امور مالی و هوش محاسباتی*، ۴(۲)، ۱۵-۱.



در دهه‌های اخیر، بی‌ثباتی‌های شدید اقتصادی، مالی و سیاسی در سطح جهان و به‌ویژه در اقتصادهای نوظهور، الگوهای سرمایه‌گذاری را به‌طور بنیادین دگرگون کرده است. افزایش نوسانات نرخ ارز، تشدید تورم، بحران‌های مالی دوره‌ای، همه‌گیری‌ها، و تغییرات غیرقابل پیش‌بینی در سیاست‌های پولی و مالی کشورها موجب شده است که سرمایه‌گذاران برای حفظ ارزش دارایی و مدیریت ریسک، توجه بیشتری به بازارهای جایگزین به‌ویژه طلا و ارز معطوف سازند. بررسی رفتار سرمایه‌گذاران در این دو بازار از آن جهت اهمیت دارد که طلا و ارز از جمله دارایی‌هایی هستند که در دوره نااطمینانی اقتصادی، نقش پناهگاه امن و ابزار پوشش ریسک را ایفا می‌کنند (Batten et al., 2014; Baur & Lucey, 2015; Beckmann et al., 2010). این ویژگی‌ها سبب می‌شود که درک سازوکار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در دو بازار مذکور، نه تنها برای تحلیل رفتار مالی افراد و نهادها بلکه برای طراحی سیاست‌های اقتصادی پایدار ضروری باشد.

یکی از مهم‌ترین چالش‌های تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران آن است که تصمیم‌گیری مالی افراد، برخلاف فرضیات سنتی اقتصاد نئوکلاسیک، همواره عقلانی و مبتنی بر محاسبات بهینه‌سازی صرف نیست. نظریه چشم‌انداز نشان می‌دهد که قضاوت و تصمیم‌گیری تحت ریسک، به‌شدت تحت تأثیر سوگیری‌های روان‌شناختی، ادراک ذهنی از سود و زیان، حساسیت نسبت به زیان و انتظارات نامتقارن قرار دارد (Kahneman & Tversky, 1979). از همین منظر، اقتصاد رفتاری نیز به‌طور گسترده تأکید می‌کند که ترس، طمع، رفتار گله‌ای، اعتماد بیش‌ازحد، و روایت‌های جمعی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سایه می‌افکنند و مسیر حرکت بازارهای مالی را شکل می‌دهند (Shefrin, 2007; Shiller, 2017). به‌ویژه در بازارهایی مانند طلا و ارز که نوسانات شدید و آشفتگی اطلاعاتی در آنها رایج است، نقش احساسات و روایت‌های اقتصادی برجسته‌تر می‌شود و سرمایه‌گذاران بیش از گذشته تحت تأثیر جریان‌های خبری، نااطمینانی انتظاراتی و سیگنال‌های اجتماعی قرار می‌گیرند (Baker & Wurgler, 2006; Maurya et al., 2025).

پژوهش‌های صورت‌گرفته در ادبیات مالی نشان می‌دهند که طلا یکی از مهم‌ترین گزینه‌ها برای پوشش ریسک تورم و نوسانات ارزی است. مطالعات متعددی به نقش طلا به‌عنوان پناهگاه امن پرداخته‌اند و نشان داده‌اند که در دوره شوک‌های اقتصادی، بحران‌های مالی و بی‌ثباتی بازارهای سهام، سرمایه‌گذاران تمایل بیشتری به خرید طلا دارند (Espancia & et al., 2022; Apanovych et al., 2023; Akhtaruzzaman et al., 2021). همچنین، شواهد تجربی نشان داده‌اند که رابطه میان طلا، تورم و نرخ ارز بسیار پیچیده بوده و تحت تأثیر سیاست‌های پولی و شرایط اقتصاد جهانی است (Batten et al., 2014; Beckmann et al., 2015). افزون بر این، مطالعات جدید درباره رفتار سرمایه‌گذاران تأیید می‌کند که طلا علاوه بر ویژگی‌های اقتصادی، دارای بار روان‌شناختی و فرهنگی نیز هست؛ به‌گونه‌ای که افراد طلا را به‌عنوان دارایی ملموس، باارزش و پایدار تلقی می‌کنند (Apanovych et al., 2023). همین درهم‌تنیدگی اقتصادی-روانی موجب می‌شود ترجیحات سرمایه‌گذاری در بازار طلا ماهیتی چندبعدی داشته باشد.

بازار ارز نیز از منظر رفتار سرمایه‌گذاری دارای پیچیدگی‌های خود است. نوسانات نرخ ارز نه تنها به عوامل اقتصادی نظیر نرخ بهره، تفاوت تورمی، وضعیت تراز تجاری و سیاست‌های پولی وابسته است (Cizacka, 2024; Shah et al., 2022; Taylor, 2019)، بلکه تحت تأثیر ساختار خرد بازار ارز و پویایی سفارشات معاملاتی قرار دارد. نظریه میکروساختار بازار ارز، که بر مبنای رفتار جریان سفارشات و واکنش معامله‌گران بنا شده است، نشان می‌دهد که قیمت ارز می‌تواند در کوتاه‌مدت بیش از آنکه بازتاب‌دهنده اطلاعات بنیادی باشد، محصول رفتار مشارکت‌کنندگان بازار و نحوه توزیع اطلاعات میان آنان باشد (Evans & Lyons, 2002; Lyons, 2001). مطالعات جدید نیز تأیید کرده‌اند که نااطمینانی انتظاراتی، دامنه نوسان و شوک‌های معاملاتی می‌توانند به‌طور هم‌زمان زمینه‌ساز سفته‌بازی و تغییر ترجیحات سرمایه‌گذاری شوند (Alexandridis, 2024; Candian & De Leo, 2025; Huang et al., 2025).

از سوی دیگر، روان‌شناسی سرمایه‌گذاری در بازار ارز نقش پررنگی دارد. ترس از کاهش ارزش پول ملی، انتظار رشد نرخ ارز، رفتار هیجانی و نقش رسانه‌ها در شکل‌دهی احساسات جمعی از جمله عواملی هستند که تأثیر بسزایی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران می‌گذارند. ادبیات مالی نشان می‌دهد که در شرایط نااطمینانی، سرمایه‌گذاران نسبت به اخبار اخیر واکنش بیش‌ازحد از خود نشان می‌دهند و همین رفتار می‌تواند چرخه‌های نوسانی قیمت ارز را تشدید کند (Anantanasuwong et al., 2019; Baker & Wurgler, 2006).

2006). افزون بر این، طمع برای کسب سود سریع و انگیزه‌های کوتاه‌مدت موجب تقویت رفتار سفته‌بازانه و افزایش تقاضا برای ارز می‌شود، امری که در مطالعات رفتار ارز به‌عنوان عامل مهم بی‌ثباتی بازار معرفی شده است (Huang et al., 2025).

مطالعات انجام‌شده در حوزه هم‌بستگی و سرریز نوسانات میان بازارها نیز نشان می‌دهد که طلا و ارز نه‌تنها دارایی‌های مستقل نیستند، بلکه در بسیاری از دوره‌ها رابطه‌ای پویا و وابسته دارند. افزایش قیمت طلا می‌تواند تحت تأثیر تضعیف دلار رخ دهد و در مقابل، نوسانات بازار ارز می‌تواند انگیزه سرمایه‌گذاری در طلا را افزایش دهد (Bouri et al., 2017; Elgammal et al., 2021; Zanganeh, 2023). بنابراین، سرمایه‌گذاران در انتخاب بین دو بازار طلا و ارز، باید ریسک‌های میان‌بازاری، نوسانات هم‌بسته و انتظارات آینده را در نظر بگیرند. ادبیات جدید نیز نشان می‌دهد که نقش طلا به‌عنوان دارایی پوشش‌دهنده ریسک در طول زمان ثابت نیست و تحت تأثیر رویدادهای کلان، عوامل ژئوپلیتیک و تغییرات ساختاری بازار دستخوش تحول می‌شود (Esparcia & et al., 2022).

با وجود این حجم گسترده از پژوهش‌ها، بخش عمده‌ای از ادبیات موجود بر رویکردهای کمی متمرکز است که بیشتر به تحلیل روابط آماری میان متغیرهای اقتصادی پرداخته‌اند. این در حالی است که تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی، به‌ویژه در کشورهایی با نوسانات شدید و شفافیت اطلاعاتی محدود، حاصل تلاقی چندین لایه از عوامل اقتصادی، روان‌شناختی، رفتاری و زمینه‌ای است. از این‌رو، استفاده از روش‌های کیفی برای استخراج مفاهیم، مضامین و سازوکارهای ذهنی سرمایه‌گذاران ضروری به نظر می‌رسد. روش تحلیل مضمون، به‌عنوان یکی از رایج‌ترین شیوه‌های پژوهش کیفی، امکان شناسایی الگوهای معنایی را از دل داده‌ها فراهم می‌کند و به پژوهشگر اجازه می‌دهد تا ساختار ذهنی و تجربه عملی مشارکت‌کنندگان را به‌صورت نظام‌مند تحلیل کند. این روش، که برای نخستین بار توسط براون و کلارک به‌طور رسمی تبیین شد (Braun & Clarke, 2006)، در کنار معیارهای پیشنهادی لینکلن و گوبا برای ارزیابی اعتبار در پژوهش‌های کیفی (Denzin et al., 2006) می‌تواند چارچوب مناسبی برای تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران فراهم سازد.

توجه به نقش احساسات، روایت‌ها و سوگیری‌های رفتاری در پژوهش‌های مالی نیز روزه‌روز اهمیت بیشتری می‌یابد. شیلر مفهوم «اقتصاد روایی» را مطرح می‌کند و توضیح می‌دهد که چگونه داستان‌ها، شایعات و روایت‌های جمعی می‌توانند منجر به شکل‌گیری حباب‌ها، رفتارهای هیجانی و جهش‌های قیمتی شوند (Shiller, 2017). در همین راستا، پژوهش‌های جدیدتر همچون بررسی‌های احساسات سرمایه‌گذار و عوامل روانی مؤثر بر بازارها نشان داده‌اند که تمایلات رفتاری می‌تواند به‌طور مستقیم بر ترجیحات سرمایه‌گذاری و انتخاب دارایی تأثیر بگذارد (Maurya et al., 2025). در بازارهایی چون طلا و ارز که اطلاعات ناقص، اخبار لحظه‌ای و عدم قطعیت ساختاری رواج دارد، این عوامل رفتاری نقش تعیین‌کننده‌تری پیدا می‌کنند.

افزون بر عوامل روان‌شناختی، انتظارات اقتصادی و ادراک ریسک نیز تأثیر چشمگیری بر انتخاب بازار سرمایه‌گذاری دارند. نوسانات نرخ بهره، سیاست‌های پولی، تورم داخلی و بین‌المللی، و سیاست‌های ارزی دولت‌ها همگی در شکل‌دهی انتظار سرمایه‌گذاران از بازده آینده نقش دارند (Candian & De Leo, 2025; Shah et al., 2022; Taylor, 2019). در بازار ارز، افزایش نااطمینانی انتظاراتی می‌تواند فشار بر نرخ ارز را تشدید کرده و موجب تغییرات رفتاری سرمایه‌گذاران شود (Alexandridis, 2024). در بازار طلا نیز مطالعات نشان داده‌اند که بحران‌ها و شوک‌های کلان جهانی باعث افزایش تقاضای پناهگاه‌جویی شده و الگوی ورود و خروج سرمایه را تغییر می‌دهند (Akhtaruzzaman et al., 2021). به همین دلیل، سرمایه‌گذاران همواره میان دو گزینه طلا و ارز — به‌عنوان دارایی‌های رقیب اما مکمل — دست به انتخابی می‌زنند که بر پایه ترکیبی از عوامل اقتصادی و ادراکی شکل می‌گیرد.

در نتیجه، ترجیحات سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی، حاصل برهم‌کنش میان عوامل چندسطحی است که از متغیرهای کلان اقتصادی تا ویژگی‌های فردی سرمایه‌گذاران گسترده است. پژوهش‌های پیشین هر یک بخشی از این پازل را روشن کرده‌اند، اما همچنان نیاز به رویکردی جامع و کیفی برای فهم عمیق‌تر سازوکارهای ذهنی سرمایه‌گذاران در انتخاب میان دو بازار طلا و ارز وجود دارد. بررسی این الگوها می‌تواند به درک دقیق‌تر رفتارهای مالی، پیش‌بینی جریان‌های سرمایه و طراحی سیاست‌های مالی و پولی کارآمدتر کمک کند. با توجه به اهمیت این موضوع، پژوهش حاضر با هدف شناسایی عمیق و نظام‌مند عوامل مؤثر بر ترجیحات سرمایه‌گذاران در دو بازار طلا و ارز و ارائه الگویی مفهومی

برای تبیین این ترجیحات انجام شده است. هدف این پژوهش شناسایی الگوی ترجیحات سرمایه‌گذاری در بازار ارز و طلا و تبیین سازوکارهای مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است.

روش پژوهش و مواد

به‌منظور شناسایی الگوی ترجیحات سرمایه‌گذاران نسبت به بازارهای ارز و طلا، پژوهش حاضر از رویکرد کیفی و روش تحلیل مضمون استفاده کرده است. تحلیل مضمون به تعبیر براون و کلارک (۲۰۰۶) روشی نظام‌مند برای شناسایی، تحلیل و گزارش الگوهای معنادار در داده‌های متنی است و به پژوهشگر اجازه می‌دهد تا از دل داده‌ها، ساختار مفهومی و روابط معنایی را استنتاج کند. این روش به‌ویژه زمانی کارآمد است که پژوهش هدفی اکتشافی داشته و قصد کشف ابعاد پنهان یک پدیده پیچیده، همچون رفتار سرمایه‌گذاران، را دنبال کند.

داده‌های کیفی از طریق مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته و عمیق با متخصصان و خبرگان فعال در بازارهای طلا و ارز گردآوری شد. انتخاب مشارکت‌کنندگان با روش نمونه‌گیری هدفمند و در ادامه با نمونه‌گیری گلوله‌برفی انجام گرفت تا افرادی انتخاب شوند که تجربه مستقیم، تصمیم‌گیری مکرر و شناخت کافی از نوسانات و ساختار دو بازار مورد مطالعه داشته باشند. در مجموع ۲۱ مصاحبه با میانگین مدت‌زمان ۴۵ دقیقه انجام شد و اشباع نظری حاصل گردید؛ بدین معنا که داده‌های جدید مضمون تازه‌ای به تحلیل اضافه نمی‌کردند. پس از گردآوری داده‌ها، مصاحبه‌ها به‌صورت کلمه‌به‌کلمه پیاده‌سازی و چندین بار مرور شدند تا پژوهشگر با محتوای داده‌ها به‌طور کامل آشنا شود. برای افزایش دقت و اعتبار یافته‌ها، از راهبردهای چندگانه استفاده شد. نخست، نتایج تحلیل اولیه با مشارکت‌کنندگان در میان گذاشته شد تا از تأیید معنایی مضامین اطمینان حاصل شود. دوم، فرآیند کدگذاری و تفسیر داده‌ها توسط دو پژوهشگر مستقل مورد بررسی قرار گرفت تا پایایی بین کدگذاران حفظ شود. همچنین از بررسی همتایان برای ارزیابی سازگاری مضامین با چارچوب نظری و از مثلث‌سازی داده‌ها به‌واسطه استفاده از منابع مختلف داده‌ای استفاده گردید.

یافته‌ها

داده‌ها از طریق مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته با ۲۱ نفر از متخصصان و خبرگان فعال در دو بازار طلا و ارز گردآوری شد. از میان این افراد، ۱۱ نفر متخصص حوزه بازار طلا و ۱۰ نفر متخصص حوزه بازار ارز و میانگین سنی آن‌ها ۳۸ سال برآورد گردید. حدود ۸۰ درصد (۱۵ نفر) از مشارکت‌کنندگان دارای تحصیلات دانشگاهی عالی (دکتری) بودند و میانگین سابقه فعالیت آن‌ها در بازارهای مالی حدود ۱۵ سال بود. در نتیجه‌ی انجام فرآیند تحلیل مضمون، مجموعه‌ای از مضمون‌های اصلی و فرعی برای هر بازار به‌صورت متمایز استخراج شد. جداول شماره (۱) و (۲) به ترتیب مضامین استخراج شده برای ترجیحات سرمایه‌گذاری در دو بازار طلا و ارز را نشان می‌دهد.

جدول ۱. نمونه‌ی کدگذاری داده‌ها (بازار طلا)

ردیف	کد اولیه (نمونه گفته‌ها یا مفاهیم خام)	مضمون فرعی	مضمون اصلی
۱	«با بالا رفتن تورم، ارزش پول کم می‌شود، برای همین طلا گزینه خوب سرمایه‌گذاری است»	تأثیر نرخ تورم داخلی بر ارزش طلا	عوامل اقتصادی
۲	«وقتی نرخ بهره پایین می‌آید، مردم پولشان را از بانک درمی‌آورند و طلا می‌خرند»	تغییرات نرخ بهره بانکی	عوامل اقتصادی
۳	«هر وقت دلار بالا می‌رود، قیمت طلا هم سریع‌تر بالا می‌کشد»	اثر سرریز نرخ ارز بر قیمت طلا	عوامل اقتصادی
۴	«قیمت جهانی اونس روی بازار داخلی تأثیر مستقیم دارد»	ارتباط با قیمت جهانی طلا	عوامل اقتصادی
۵	«بازار طلا همیشه مشتری دارد، راحت می‌شود فروخت»	نقدشوندگی بازار	ویژگی‌های بازار طلا
۶	«قیمت طلا همه‌جا اعلام می‌شود، کسی نمی‌تواند قیمت‌سازی کند»	شفافیت و دسترسی به اطلاعات	ویژگی‌های بازار طلا
۷	«طلا نگه داشتن امن‌تر است، دزدی یا کلاهبرداری کمتر دارد»	امنیت نگهداری و معامله	ویژگی‌های بازار طلا

داداش زاده و همکاران

۸	«کارمزد مغازه دارها زیاد است، هزینه معامله بالاست»	هزینه های خرید و فروش	ویژگی های بازار طلا
۹	«از بچگی یاد گرفتیم طلا یعنی امنیت، هیچ وقت بی ارزش نمی شود»	اعتماد به طلا به عنوان دارایی امن	عوامل روان شناختی و رفتاری
۱۰	«چیزی را که بتوانم لمس کنم، بیشتر بهش اعتماد دارم تا پول یا ارز دیجیتال»	تمایل به دارایی های فیزیکی و ملموس	عوامل روان شناختی و رفتاری
۱۱	«همه سفارش می کنند الان وقت خرید طلاست»	اثر گله ای و تبعیت از دیگران	عوامل روان شناختی و رفتاری
۱۲	«تعداد دفعات خرید طلا که منجر به سود شده است بسیار زیاد است»	تجربه مثبت از خرید قبلی	عوامل روان شناختی و رفتاری
۱۳	«طلا در بلندمدت ثبات دارد و نوسانش کمتر از ارز است»	ادراک ثبات قیمتی طلا	انتظارات ریسک و بازده
۱۴	«بازده طلا از سپرده بانکی و حتی بعضی سهام ها بیشتر است»	مقایسه بازده مورد انتظار	انتظارات ریسک و بازده
۱۵	«در کوتاه مدت ممکن است نوسان کند، ولی ضرر اصلی ندارد»	برداشت از ریسک نوسانات	انتظارات ریسک و بازده
۱۶	«با خرید طلا ارزش پول در برابر تورم حفظ می شود»	حفظ ارزش پول در برابر تورم	انتظارات ریسک و بازده
۱۷	«با افزایش سن افراد، دنبال ریسک نیستند، طلا اطمینان بیشتری دارد»	سن و مرحله زندگی	ویژگی های جمعیت شناختی و شخصیتی
۱۸	«دانش اقتصادی و مالی امکان تشخیص زمان خرید طلا را می دهد»	دانش مالی و تحصیلات	ویژگی های جمعیت شناختی و شخصیتی
۱۹	«خرید طلا نیاز به درآمد زیادی ندارد کم کم باید خرید برای پس انداز»	میزان درآمد و سرمایه در دسترس	ویژگی های جمعیت شناختی و شخصیتی
۲۰	«طلا ریسک ندارد، طلا آرامش دارد»	ریسک گریزی شخصی	ویژگی های جمعیت شناختی و شخصیتی

نتایج تحلیل مضمون نشان داد که رفتار سرمایه گذاران در بازارهای طلا و ارز حاصل برهم کنش میان پنج دسته عامل اصلی است. عوامل کلان اقتصادی و ویژگی های بازار به عنوان متغیرهای زمینه ای عمل می کنند که بستر تصمیم گیری را شکل می دهند عوامل روان شناختی و انتظارات بازده و ریسک در نقش متغیرهای ادراکی و ذهنی ظاهر می شوند و نحوه تفسیر سرمایه گذاران از شرایط بازار را تعیین می کنند.

جدول ۲. نمونه ی کدگذاری داده ها (بازار ارز)

ردیف	کد اولیه (نمونه گفته ها یا مفاهیم خام)	مضمون فرعی	مضمون اصلی
۱	«وقتی تورم زیاد می شود، همه دنبال دلار می روند تا ارزش پولشان حفظ شود»	نرخ تورم داخلی و جهانی	عوامل کلان اقتصادی
۲	«هر تصمیم دولت درباره ارز یا دلار فوری روی قیمت ها اثر دارد»	سیاست های ارزی و پولی دولت	عوامل کلان اقتصادی
۳	«وقتی سود بانکی پایین می آید، سرمایه گذارها ترجیح می دهند دلار بخرند»	تغییرات نرخ بهره داخلی	عوامل کلان اقتصادی
۴	«هر وقت وضعیت صادرات و واردات خراب شود، دلار گران می شود»	تراز تجاری و وضعیت اقتصاد کلان	عوامل کلان اقتصادی
۵	«بازار دلار هر لحظه نوسان دارد، اگر بلد باشی می شود سریع سود کرد»	نوسان پذیری بالا و فرصت سود سریع	ویژگی های بازار ارز
۶	«به راحتی می شود از صرافی یا حتی از خیابان دلار خرید یا فروخت»	دسترسی آسان به بازار آزاد و صرافی ها	ویژگی های بازار ارز
۷	«قیمت دلار را همه جا می شود دید، ولی عمق بازار پایین است»	شفافیت قیمت و عمق بازار	ویژگی های بازار ارز
۸	«ممکن است برخورد قانونی یا محدودیت بانکی برای خرید دلار ایجاد شود»	محدودیت های قانونی و ریسک نظارتی	ویژگی های بازار ارز
۹	«وقتی قیمت بالا می رود احساس می شود باید زودتر خرید تا جا نماند»	احساس فرصت در شرایط نوسانی	عوامل روان شناختی و رفتاری
۱۰	«ترس کاهش ارزش پول ملی، باعث می شود دلار نگه داری شود»	ترس از افت ارزش پول ملی	عوامل روان شناختی و رفتاری

حسابداری، امور مالی و هوش محاسباتی

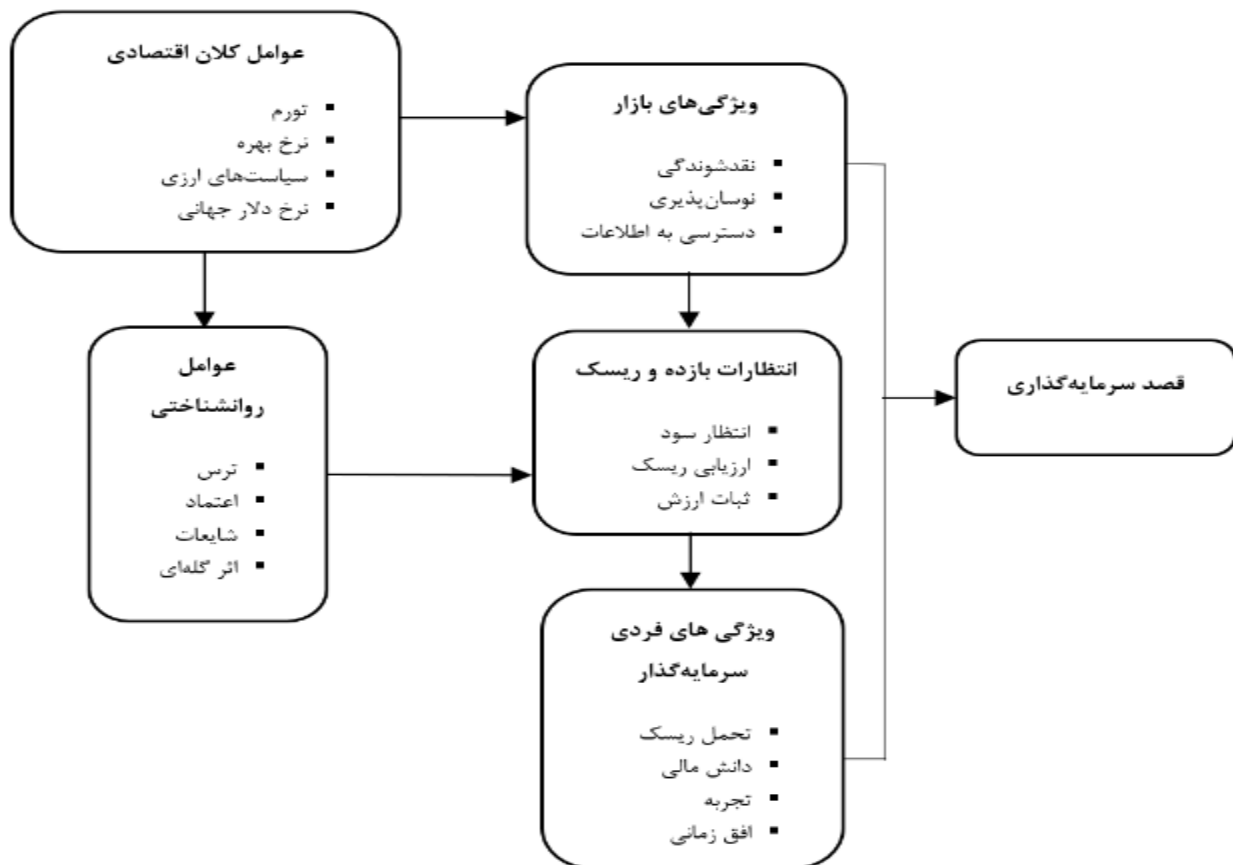
۱۱	«در شبکه‌های اجتماعی همه درباره رشد دلار حرف می‌زنند، روی اثر رسانه‌ها و فضای مجازی عوامل روان‌شناختی و رفتاری تصمیم تأثیر دارد»
۱۲	«گاهی بدون فکر می‌خرند چون حس می‌کنند الان وقت خرید دلار رفتار هیجانی یا سفته‌بازانه عوامل روان‌شناختی و رفتاری است»
۱۳	«احساس می‌شود دلار باز هم گران می‌شود، برای همین سریع و بدون انتظار رشد نرخ ارز در آینده انتظارات بازده و ریسک تحلیل می‌خرند»
۱۴	«ممکن است کوتاه‌مدت متضرر شوند، ولی در درازمدت سودش بیشتر ارزیابی احتمال زیان در کوتاه‌مدت انتظارات بازده و ریسک است»
۱۵	«بازده دلار را با طلا و بورس مقایسه می‌کنند، و نتیجه می‌گیرند بهتر مقایسه بازده با سایر بازارها انتظارات بازده و ریسک است»
۱۶	«سیاست‌های ارزی کشور ثبات ندارد، همیشه ریسک وجود دارد» درک از ناپایداری سیاست‌های ارزی انتظارات بازده و ریسک
۱۷	«تجربه کار، خرید و سرمایه‌گذاری در بازار ارز منجر به سرمایه‌گذاری تجربه فعالیت در بازار ارز ویژگی‌های فردی سرمایه‌گذار در دلار می‌شود»
۱۸	«افراد ریسک‌پذیر، از نوسان بازار نمی‌ترسند» تحمل ریسک مالی ویژگی‌های فردی سرمایه‌گذار
۱۹	«برخی از افراد برایشان مهم نیست بلندمدت چه اتفاقی می‌افتد، دنبال انگیزه کوتاه‌مدت (سفته‌بازی) ویژگی‌های فردی سرمایه‌گذار سود سریع هستند»
۲۰	«با دانش مالی، می‌شود زمان خرید و فروش را بهتر تشخیص داد» سطح دانش مالی ویژگی‌های فردی سرمایه‌گذار

در نهایت، ویژگی‌های فردی سرمایه‌گذار نقش تعدیل‌کننده دارند و شدت یا جهت اثر سایر عوامل بر رفتار سرمایه‌گذاری را مشخص می‌سازند. بدین‌ترتیب، ترجیحات سرمایه‌گذاری نه نتیجه صرف متغیرهای اقتصادی، بلکه حاصل تلفیق ابعاد اقتصادی، روان‌شناختی و شخصیتی است که به‌صورت شبکه‌ای پویا بر یکدیگر اثر می‌گذارند. عناصر ساختار مدل مفهومی ترجیحات سرمایه‌گذاری برگرفته از مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته در جدول شماره (۳) نشان داده شده است.

جدول ۳. نوع عوامل، سازه‌ها و نقش آنها در مدل مفهومی

نقش در مدل	سازه‌های زیرمجموعه	نوع عامل
متغیر زمینه‌ای (محرک بیرونی)	تورم، نرخ بهره، سیاست‌های ارزی، نرخ دلار جهانی	عوامل کلان اقتصادی
متغیر زمینه‌ای (ویژگی محیطی)	نقدشوندگی، نوسان‌پذیری، دسترسی به اطلاعات	ویژگی‌های بازار
متغیر ادراکی-هیجانی	ترس، اعتماد، شایعات، اثر گله‌ای	عوامل روان‌شناختی
متغیر واسطه	انتظار سود، ارزیابی ریسک، ثبات ارزش	انتظارات بازده و ریسک
متغیر تعدیل‌کننده	تحمل ریسک، دانش مالی، تجربه، افق زمانی	ویژگی‌های فردی سرمایه‌گذار

شکل شماره (۱) نیز نقشه مفهومی روابط بین مضامین را براساس یافته‌های بخش کیفی نشان می‌دهد.



شکل ۱. نقشه مفهومی و مدل روابط بین مضامین پژوهش

برای اطمینان از اعتبار و روایی یافته‌های بخش کیفی پژوهش، از معیارهای پیشنهادی لینکلن و گوبا (۲۰۰۶) شامل قابلیت اعتماد، قابلیت تأیید، انتقال‌پذیری و اتکاپذیری استفاده شد. بدین منظور، پژوهشگر در مرحله کدگذاری باز و محوری از بازبینی مکرر داده‌ها، مقایسه مستمر مضامین و بازخورد مشارکت‌کنندگان بهره گرفت تا اطمینان حاصل شود که مفاهیم استخراج‌شده با تجارب واقعی مشارکت‌کنندگان مطابقت دارند. همچنین، برای افزایش اعتبار درونی، مضامین نهایی توسط دو متخصص در حوزه مالی و رفتاری مورد بررسی و تأیید قرار گرفت و توافق میان کدگذاران از طریق محاسبه ضریب کاپای کوهن (مقدار به دست آمده $= 0/82$) نشان‌دهنده توافق بسیار بالا بین ارزیابان بوده و از ثبات قابل قبول در شناسایی و طبقه‌بندی مضامین حکایت دارد. در راستای قابلیت انتقال‌پذیری، جزئیات زمینه پژوهش، ویژگی‌های نمونه و نحوه گردآوری داده‌ها به صورت شفاف گزارش گردید تا امکان قضاوت خوانندگان درباره قابلیت تعمیم نتایج فراهم شود. افزون بر این، برای ارتقای قابلیت تأیید، مسیر مستندسازی فرایند تحلیل مضمون و تصمیمات کدگذاری در تمام مراحل پژوهش حفظ گردید تا دیگر پژوهشگران بتوانند مسیر استنتاج نتایج را بازبینی نمایند. مجموعه این اقدامات موجب شد یافته‌های بخش کیفی از نظر روایی و اعتبار، از پشتوانه نظری و تجربی قابل قبولی برخوردار باشند.

بحث و نتیجه‌گیری

یافته‌های این پژوهش نشان داد که ترجیحات سرمایه‌گذاران در انتخاب میان دو بازار طلا و ارز، حاصل تعامل چندلایه و پیچیده‌ای میان عوامل اقتصادی، ساختاری، روان‌شناختی، رفتاری و فردی است. تحلیل مضمون مصاحبه‌ها بیانگر آن بود که سرمایه‌گذاران نه بر اساس یک عامل منفرد، بلکه براساس برآیند مجموعه‌ای از ادراکات، تجربیات، انتظارات و برداشت‌های ذهنی تصمیم‌گیری می‌کنند. این نتیجه با ادبیات گسترده‌ای از پژوهش‌های مالی و رفتاری همسو است که نقش اقتصاد کلان، احساسات، روایت‌ها و سوگیری‌های شناختی را در شکل‌دهی رفتار سرمایه‌گذاری برجسته کرده‌اند. برای نمونه، نظریه چشم‌انداز نشان می‌دهد که افراد در مواجهه با ریسک و عدم قطعیت، رفتارهای ناسازگار با عقلانیت

کلاسیک از خود بروز می‌دهند و نسبت به زیان حساسیت بیشتری دارند (Kahneman & Tversky, 1979). این ویژگی در تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازارهای طلا و ارز نیز مشاهده شد، به گونه‌ای که سرمایه‌گذاران در دوره‌های نوسانی و بی‌ثبات تلاش می‌کنند با انتخاب دارایی‌هایی مانند طلا یا ارز، از زیان‌های احتمالی جلوگیری کنند یا ارزش دارایی خود را حفظ نمایند.

یکی از یافته‌های برجسته پژوهش، نقش عوامل کلان اقتصادی در شکل‌دهی ترجیحات سرمایه‌گذاری بود. مشارکت‌کنندگان به‌طور مکرر به تأثیر نرخ تورم، تغییرات نرخ بهره، سیاست‌های پولی و وضعیت مبادلات خارجی بر جذابیت بازارهای طلا و ارز اشاره کردند. این موضوع با شواهد پژوهشی موجود سازگار است. برای مثال، مطالعات نشان داده‌اند که نوسانات نرخ بهره و سیاست‌های پولی می‌توانند جریان‌های سرمایه را به سمت دارایی‌های جایگزین نظیر طلا سوق دهند (Batten et al., 2014; Beckmann et al., 2015). همچنین، پژوهش‌های مرتبط با بازار ارز تأکید می‌کنند که تغییرات نرخ بهره، تفاوت‌های تورمی و سیاست‌های ارزی می‌توانند موجب بی‌ثباتی نرخ ارز شده و رفتار سفته‌بازانه را تشدید کنند (Cizacka, 2024; Shah et al., 2022; Taylor, 2019). یافته‌های این پژوهش نیز دقیقاً همین سازوکار را تأیید کرد: سرمایه‌گذاران در شرایط افزایش تورم یا بی‌ثباتی سیاست‌های اقتصادی، تمایل بیشتری به خرید طلا یا ارز نشان می‌دهند.

افزون بر این، تحلیل داده‌ها نشان داد که ویژگی‌های ساختاری بازارها نیز نقش مهمی در تنظیم رفتار سرمایه‌گذاری دارند. سرمایه‌گذاران بازار ارز به نوسان‌پذیری بالا، نقدشوندگی سریع، و امکان کسب سود کوتاه‌مدت اشاره کردند؛ در حالی که در بازار طلا، ویژگی‌هایی همچون نقدشوندگی قابل قبول، شفافیت اطلاعاتی و نقش تاریخی طلا به‌عنوان دارایی پایدار برجسته شد. این نتایج با ادبیات میکروساختار بازار ارز هم‌خوانی دارد که نشان می‌دهد نرخ ارز می‌تواند متأثر از جریان سفارشات و دسترسی به اطلاعات توسط معامله‌گران باشد (Evans & Lyons, 2002; Lyons, 2001). در پژوهش‌های اخیر نیز مشاهده شده که نوسانات ساختاری بازار ارز و عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند به افزایش ریسک ادراکی و تغییر ترجیحات سرمایه‌گذاری منجر شود (Alexandridis, 2024; Candian & De Leo, 2025). از سوی دیگر، مطالعاتی که بازار طلا را بررسی کرده‌اند تأکید می‌کنند که این بازار در دوره بحران‌های اقتصادی به‌عنوان دارایی پناهگاه عمل می‌کند و همین ویژگی آن را به گزینه‌ای جذاب برای سرمایه‌گذاران محافظه‌کار تبدیل می‌سازد (Akhtaruzzaman et al., 2021; Apanovych et al., 2023; Baur & Lucey, 2010). این یافته‌ها نیز در مصاحبه‌های پژوهش حاضر منعکس شد: سرمایه‌گذاران بارها به «احساس امنیت» و «پایداری بلندمدت» طلا اشاره کردند.

یکی دیگر از ابعاد محوری که در این پژوهش شناسایی شد، نقش عوامل روان‌شناختی و رفتاری در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بود. همان گونه که نظریه‌های اقتصاد رفتاری تأکید کرده‌اند، احساسات، سوگیری‌ها و روایت‌ها تأثیر عمیقی بر رفتار مالی افراد دارند (Shefrin, 2007; Shiller, 2017). مشارکت‌کنندگان مصاحبه‌ها به صراحت از تجربه‌هایی مانند «ترس از کاهش ارزش پول ملی»، «هجوم عمومی برای خرید ارز»، «اثر شایعات در فضای مجازی»، «اعتماد به طلا به‌عنوان دارایی امن»، و «تجربه مثبت خریدهای قبلی» سخن گفتند. این موارد با مطالعاتی که نقش احساسات بازار و رفتار گله‌ای را در شکل‌دهی نوسانات قیمتی بررسی کرده‌اند، همخوان است (Baker & Wurgler, 2006; Maurya et al., 2025). همچنین، پژوهش‌های مربوط به نویت‌زدایی نشان می‌دهند که رفتار معامله‌گران هیجانی می‌تواند نوسانات کوتاه‌مدت را تشدید کرده و از مسیر بنیادی دارایی‌ها فاصله ایجاد کند (Huang et al., 2025). در بحث سرمایه‌گذاری در ارز، این یافته به‌وضوح مشاهده شد: سرمایه‌گذاران اغلب بدون تحلیل بنیادی و صرفاً براساس اخبار، شایعات یا هراس از کاهش ارزش پول اقدام می‌کردند.

عامل مهم دیگر، نقش انتظارات بازده و ریسک بود. تحلیل مصاحبه‌ها آشکار کرد که سرمایه‌گذاران در هر دو بازار، تصمیمات خود را بر اساس مقایسه انتظارات بازده آینده و ارزیابی ذهنی خود از ریسک اتخاذ می‌کنند. این نتیجه با پژوهش‌هایی که نقش انتظارات ریسک و بازده را در بازارهای ارز و طلا بررسی کرده‌اند هم‌خوانی دارد. از جمله، مطالعات نشان داده‌اند که نوسانات بازار ارز بر انتظارات سرمایه‌گذاران اثر می‌گذارد و می‌تواند جریان سرمایه را به‌طور معناداری تغییر دهد (Esparcia & et al., 2022; Zanganeh, 2023). همچنین، در بازار طلا نشان داده شده که ادراک سرمایه‌گذاران از نقش طلا به‌عنوان پوشش تورم و پناهگاه امن، یکی از مهم‌ترین محرک‌های ترجیح سرمایه‌گذاری است (Batten et al., 2014; Beckmann et al., 2015; Bouri et al., 2017). در یافته‌های این پژوهش نیز مشاهده شد که بسیاری از مشارکت‌کنندگان به مقایسه ریسک طلا و ارز پرداخته و طلا را گزینه‌ای با ثبات بیشتر و ریسک کمتر توصیف می‌کردند.

نکته کلیدی دیگری که در یافته‌ها برجسته شد، نقش ویژگی‌های فردی سرمایه‌گذاران شامل تجربه، سواد مالی، سن، ریسک‌پذیری و انگیزه‌های سرمایه‌گذاری بود. پژوهش‌های پیشین نیز تأکید کرده‌اند که این ویژگی‌ها می‌توانند شدت و جهت تأثیر عوامل اقتصادی و روان‌شناختی را تعیین کنند (Apanovych et al., 2023; Shah et al., 2022). برای مثال، افراد با دانش مالی بالاتر کمتر تحت تأثیر شایعات و هیجانات قرار می‌گیرند، در حالی که سرمایه‌گذاران کم‌تجربه ممکن است رفتارهای گله‌ای بیشتری از خود نشان دهند. همین‌طور، سرمایه‌گذاران جوان‌تر ممکن است تمایل بیشتری به بازار ارز و نوسان‌گیری داشته باشند، در حالی که افراد مسن‌تر معمولاً نگاه محافظه‌کارانه‌تری داشته و طلا را انتخاب می‌کنند.

در مجموع، یافته‌های این پژوهش تصویری چندبعدی از فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهد. این تصویر نشان می‌دهد که تصمیم‌گیری نه خطی و تک‌عاملی، بلکه شبکه‌ای از تعاملات است که عوامل کلان اقتصادی، ساختار بازار، ادراکات روان‌شناختی، انتظارات بازده و ریسک و ویژگی‌های فردی را در بر می‌گیرد. این نتیجه با دیدگاه‌های روش‌شناختی پژوهش‌های کیفی نیز همسو است که تأکید می‌کنند پدیده‌های پیچیده، نیازمند تحلیل عمیق و انعطاف‌پذیر داده‌های انسانی هستند (Braun & Clarke, 2006; Denzin et al., 2006). تحلیل مضمون در این پژوهش توانست نشان دهد که چگونه عوامل عینی و ذهنی به‌صورت هم‌زمان بر ترجیحات سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارند. نتایج این مطالعه همچنین حاکی از آن است که طلا و ارز نقش‌های متفاوت اما مکملی در سبد دارایی سرمایه‌گذاران ایفا می‌کنند. طلا عمدتاً گزینه‌ای بلندمدت، محافظه‌کارانه و مبتنی بر اعتماد تاریخی است، در حالی که ارز اغلب گزینه‌ای برای تحرکات کوتاه‌مدت، سفته‌بازی و واکنش سریع به تحولات اقتصادی و سیاسی است. یافته‌های پژوهشی نیز این تمایز را تأیید می‌کنند؛ به‌عنوان مثال، طلا در دوره بحران‌ها عملکردی متکی به نقش پناهگاه امن دارد (Akhtaruzzaman et al., 2021)، در حالی که ارز واکنشی سریع‌تر و نوسانی‌تر به شوک‌های پولی و سیاستی نشان می‌دهد (Alexandridis, 2024; Taylor, 2019). در یافته‌های حاضر نیز همین الگو مشاهده شد: سرمایه‌گذاران طلا را به‌عنوان دارایی با ثبات بلندمدت و ارز را به‌عنوان ابزار کسب سود کوتاه‌مدت تحلیل کرده‌اند.

این پژوهش با وجود ارائه بینشی عمیق از الگوهای ذهنی و رفتاری سرمایه‌گذاران، با چند محدودیت همراه است. نخست، داده‌های پژوهش از طریق مصاحبه با تعداد محدودی از خبرگان جمع‌آوری شد و امکان دارد دیدگاه آنان بازنمایی کامل طیف متنوع سرمایه‌گذاران نباشد. دوم، ماهیت کیفی پژوهش اجازه تعمیم نتایج به کل جمعیت سرمایه‌گذاران را نمی‌دهد و یافته‌ها بیشتر جنبه اکتشافی دارند. سوم، شرایط اقتصادی و سیاسی پویای کشور ممکن است به تغییر سریع ترجیحات سرمایه‌گذاران منجر شود، بنابراین نتایج به زمان گردآوری داده‌ها وابسته است. چهارم، امکان وجود سوگیری پاسخ‌دهندگان به دلیل تجربه‌های شخصی یا سوگیری یادآوری وجود دارد. پنجم، پژوهش به بررسی تجربیات و برداشتها پرداخته و امکان تحلیل کمی روابط میان عوامل شناسایی‌شده در آن فراهم نبوده است.

پیشنهاد می‌شود که پژوهش‌های آینده روابط میان عوامل شناسایی‌شده در این مطالعه را در قالب مدل‌های کمی مانند مدل‌سازی معادلات ساختاری یا مدل‌های پویا همچون GARCH و TVP-VAR بررسی کنند. همچنین، مطالعه تفاوت‌های جنسیتی، طبقاتی و منطقه‌ای در ترجیحات سرمایه‌گذاری می‌تواند یافته‌های ارزشمندتری ارائه دهد. پژوهش‌های آینده می‌توانند نقش شبکه‌های اجتماعی، شاخص‌های احساسات سرمایه‌گذار و روایت‌های اقتصادی را در شکل‌دهی رفتار سرمایه‌گذاران به‌طور کمی بررسی کنند. همچنین پیشنهاد می‌شود مطالعاتی مقایسه‌ای میان بازارهای طلا، ارز، رمزارزها و سهام انجام گیرد تا جایگاه نسبی هر بازار در الگوی ترجیحات سرمایه‌گذاری مشخص شود.

در راستای ارتقای رفتار سرمایه‌گذاری، پیشنهاد می‌شود سیاست‌گذاران اقتصادی با افزایش شفافیت سیاست‌های ارزی و پولی، کاهش نوسانات غیرضروری و ایجاد ابزارهای مالی متنوع مانند صندوق‌های طلا و ابزارهای پوشش ریسک، به بهبود تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران کمک کنند. سرمایه‌گذاران نیز لازم است از تحلیل‌های بنیادی و تکنیکال استفاده کنند، سواد مالی خود را افزایش دهند و از تصمیمات هیجانی پرهیز نمایند. همچنین، توسعه سامانه‌های آموزشی و اطلاع‌رسانی معتبر می‌تواند زمینه‌ساز کاهش رفتارهای گله‌ای و هیجانی در بازارهای مالی شود.

مشارکت نویسندگان

در نگارش این مقاله تمامی نویسندگان نقش یکسانی ایفا کردند.

تشکر و قدردانی

از تمامی کسانی که در طی مراحل این پژوهش به ما یاری رساندند تشکر و قدردانی می‌گردد.

تعارض منافع

در انجام مطالعه حاضر، هیچ‌گونه تضاد منافی وجود ندارد.

حمایت مالی

این پژوهش حامی مالی نداشته است.

موازن اخلاقی

در انجام این پژوهش تمامی موازن و اصول اخلاقی رعایت گردیده است.

References

- Akhtaruzzaman, M., Boubaker, S., & Sensoy, A. (2021). Is gold a hedge or a safe-haven asset in the COVID-19 crisis? *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2021.101292>
- Alexandridis, A. K. (2024). Forecasting exchange rate volatility: An amalgamation approach. *Journal of International Money and Finance*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4778434>
- Anantanasuwong, K., Peijnenburg, K., & Smets, L. (2019). *Ambiguity attitudes about investments*.
- Apanovych, Y., Lišková-Dvořáková, Z., Burghauserová, M., & Kovač, V. (2023). Insights into Gold Investing: Exploring Investor Behavior. *Acta Montanistica Slovaca*, 28(4), 807-818. <https://doi.org/10.46544/AMS.v28i4.02>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00885.x>
- Batten, J. A., Ciner, C., & Lucey, B. M. (2014). On the economic determinants of the gold-inflation relation. *Resources Policy*, 41, 101-108. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2014.03.007>
- Baur, D. G., & Lucey, B. M. (2010). Is gold a hedge or a safe haven? *Financial Review*, 45(2), 217-229. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2010.00244.x>
- Beckmann, J., Berger, T., & Czudaj, R. (2015). Does gold act as a hedge or a safe haven for stocks? *Economic Modelling*, 48, 16-24. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2014.10.044>
- Bouri, E., Jain, A., Biswal, P. C., & Roubaud, D. (2017). Cointegration and nonlinear causality among gold, oil, and the dollar. *Energy Economics*, 64, 275-285.
- Braun, V., & Clarke, V. (2006). Using thematic analysis in psychology. *Qualitative research in psychology*, 3(2), 77-101. <https://doi.org/10.1191/1478088706qp063oa>
- Candian, G., & De Leo, P. (2025). Imperfect exchange rate expectations. *Review of Economics and Statistics*, 107(5), 1406-1423. https://doi.org/10.1162/rest_a_01343
- Cizacka, M. (2024). Understanding the Determinants of Foreign Trade Volume in Türkiye: An Empirical Analysis. *Journal of Business and Economic Options*, 7(1), 19-28.
- Denzin, N. K., Lincoln, Y. S., & Giardina, M. D. (2006). Disciplining qualitative research. *International Journal of Qualitative Studies in Education*, 19(6), 769-782. <https://doi.org/10.1080/09518390600975990>
- Elgammal, M. M., Mensah, I., & Gaber, M. (2021). Price and volatility spillovers between global equity, gold and energy markets. *Energy Economics*, 101, 105497. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2021.105497>
- Esparcia, C., & et al. (2022). Revisiting the safe haven role of Gold across time and markets. *Economic Modelling / Journal (PMC)*. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2022.101677>
- Evans, M. D. D., & Lyons, R. K. (2002). Order flow and exchange rate dynamics. *Journal of Political Economy*, 110(1), 170-180. <https://doi.org/10.1086/324391>
- Huang, S., Song, Y., & Xiang, H. (2025). Noise trading and asset pricing factors. *Management Science*, 71(8), 6961-6978. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2022.01827>
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291. <https://doi.org/10.2307/1914185>

- Lyons, R. K. (2001). The microstructure approach to exchange rates. *Journal of Economic Literature*, 39(2), 339-392. <https://doi.org/10.7551/mitpress/4602.001.0001>
- Maurya, P. K., Bansal, R., & Mishra, A. K. (2025). Investor sentiment and its implication on global financial markets: a systematic review of literature. *Qualitative Research in Financial Markets*. <https://doi.org/10.1108/QRFM-04-2024-0087>
- Reboredo, J. C. (2013). Is gold a hedge or safe haven against oil price movements? *Energy Policy*, 61, 775-781.
- Shah, S. H., Khan, M. A., & Ali, S. (2022). An Empirical Study On The Factors Influencing Investment Behavior Of Investor Towards Gold Futures. *Migration Letters*, 19(4), 1-15. <https://doi.org/10.33182/ml.v19i4.8266>
- Shefrin, H. (2007). *Beyond greed and fear: Understanding behavioral finance and the psychology of investing*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oso/9780195304213.001.0001>
- Shiller, R. J. (2017). *Narrative economics: How stories go viral and drive major economic events*. Princeton University Press. <https://doi.org/10.23943/princeton/9780691163161.003.0005>
- Taylor, J. B. (2019). Monetary policy and exchange rates: Theory and evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 33(3), 1-24.
- Zanganeh, A. (2023). Asymmetric Effects, Markov Switching - Vector Auto Regressive, Exchange Rate Volatility, Economic Growth, Inflation Rate. *Journal of Monetary and Banking Research*, 18(65), 487-519. <https://doi.org/10.61882/jmbr.18.65.487>