

Designing a Model of Effective Personality and Behavioral Factors of Real Investors in the Tehran Stock Exchange: Meta-synthesis Method

Azam Yaghoubi¹ , Parviz Saeidi^{2*} , Jomadoordi Gorganli Davaji³ ,
Maryam Bokharaeian Khorasani³ 

1. Ph.D. Candidate Department Financial engineering, Ali Abad Katoul Branch, Islamic Azad University, Ali Abad Katoul, Iran.
2. Prof. Department of Finance and Accounting, Ali Abad Katoul Branch, Islamic Azad University, Ali Abad Katoul, Iran.
3. Assistant Prof. Department of Accounting, Ali Abad Katoul Branch, Islamic Azad University, Ali Abad Katoul, Iran.

OPEN ACCESS

Article type: Research Article

***Correspondence:** Parviz Saeidi
saeedi-paliabad@iau.ac.ir

Received: October 13, 2024

Accepted: April 21, 2025

Published: Spring 2025

Citation: Yaghoubi, A., Saeidi, P., Gorganli Davaji, J., Bokharaeian Khorasani, M. (2025). Designing a Model of Effective Personality and Behavioral Factors of Real Investors in the Tehran Stock Exchange: Meta-synthesis Method. *Journal of Management and Sustainable Development Studies*, 5(1), 1-27.

Publisher's Note: MSDS stays neutral with regard to jurisdictional claims in published material and institutional affiliations.



Copyright: Authors retain the copyright and full publishing rights.

Published by Islamic Azad University of Zahedan. This article is an open access article licensed under the [Creative Commons Attribution 4.0 International \(CC BY 4.0\)](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/)

Abstract: In this study, investors' personality and behavioral indicators and components were systematically identified, coded, and categorized using the meta-synthesis method. Then, a model for the effective personality and behavioral factors of real investors in the Tehran Stock Exchange was presented. Given the qualitative nature of the study, the validity of the conceptual framework was confirmed using the Delphi method, using snowball sampling and the opinions of experts, which included 15 faculty members and capital market experts. The statistical population of the study included all available sources and articles between 2014 and 2024, and 1393 to 1403. In this study, out of 379 evaluated articles, 328 articles were eliminated in several stages, and finally, 51 articles remained. The components extracted from the studied articles were coded and finally categorized into 9 main categories and 25 subcategories. The results showed that individual beliefs, behavioral attitudes, and internal perceptions lead to behavioral states, behavioral reactions, individual performance behaviors, individual interactions, emotional behaviors, and behavioral biases. These factors affecting information spaces, information dissemination, financial information perception, which on the one hand are individual personality factors, hereditary factors, creativity, awareness and knowledge, capabilities and acquired factors, and on the other hand, environmental factors, market strategies, social and economic factors are intervening factors, the consequences of which include investment culture, financial attitudes, financial risks and confidence levels.

Keywords: Investor Personality, Investor Behavior, Behavioral Finance, Meta-synthesis Method.

DOI: [10.71572/msds.2025.1186861](https://doi.org/10.71572/msds.2025.1186861)

Extended Abstract

Introduction

In the current situation, capital plays a significant role in every person's life. Financial planning is essential to manage rising living expenses and achieve a desirable standard of living. Therefore, investment plays an important role in people's lives. People base their investment decisions on suitability, risk tolerance and expected returns. On the other hand, consumers do not always make rational financial decisions (Subramanian & Harini, 2023). Investors put their money in the market hoping to make a profit. The act of investing money in the hope of getting a return in the future is known as investment, but investment can be volatile. Investing through study may lead to success, despite the fact that the outcome of the investment may be profit or loss, every investor wants to achieve the desired investment return (Rafay & Mustafa, 2023). It is necessary to have a systematic approach to the capital market and its actions and reactions in order to gain a correct understanding of it. In today's complex markets, in order to be able to provide a correct analysis of the market, we must know all the factors affecting it. One of the important and effective factors in financial markets is the personality characteristics and behavioral actions of investors. Considering the importance of personality and behavioral factors, their detailed examination in the form of a scientific research can help to understand better and more precisely how people make investment decisions in the stock market. Since knowing and studying the factors affecting the personality and behavior of investors, it will be important and insightful for both financial advisors and investors themselves, and to help them make better decisions, providing more detailed advice according to personality characteristics. and psychology of people, and avoiding falling into the trap of behavioral biases will help, so the current research is considered an important step in achieving these goals. Knowing these factors will increase the wealth and efficiency of investors in the capital market, and considering the direct relationship between the capital market and the economy, this will also create positive effects on the economy of the society.

Theoretical framework

Recent financial literature shows high and persistent heterogeneity in the composition and returns of individuals' portfolios (Fagereng et al., 2020). While investment differences have been related to individual characteristics such as age, wealth, intelligence, and financial literacy, these individual characteristics do not fully account for the observed heterogeneity (Gomes et al., 2021). A similar challenge arises when using demographic variables to explain investor beliefs, which are a key element in portfolio decisions. For example, Giglio et al. (2021) show that there is persistent heterogeneity in investor expectations and that a comprehensive list of demographic variables can only explain a small part of this variation. Overall, empirical evidence suggests the need to expand the set of attributes to explain the process by which individuals make investment decisions (Jiang et al., 2024).

According to previous studies, personality and behavioral characteristics affect individual investment choices. Interacting with, responding to, and acting on others, often through measurable signals, is part of personality. An investment may affect their optimism and reduce losses. Investors are likely to have a range of emotions as new targets and challenges emerge. It quickly acquires fresh market data and the investment portfolio is often adjusted in response to changing market conditions (Rafay & Mustafa, 2023). Personality includes psychosocial characteristics of a person. Hence, there is a relationship between personality and the tendency to behave in certain ways and make decisions. In short, investors' judgment is influenced by their

personality (Krishnan & Beena, 2009; Subramanian & Harini, 2023). Rickman (2020) defines personality as "a dynamic and organized set of individual characteristics of a person that exclusively affects the cognition, motivations and behaviors of a person in different situations (Aravand et al., 2022). Influence Personality and behavioral traits influence investment decisions in investors for two reasons: First, extensive research has shown that personality traits influence a variety of life outcomes, including health and aging, marital and career success, and economic decisions. such as spending behaviors are important (Becker et al., 2012). Since investment decisions represent another form of life decisions, it is reasonable to expect that personality and behavioral characteristics also play a role in investment decisions. Second, many concepts developed by personality psychologists, such as neuroticism and conscientiousness, are related and potentially complementary to concepts developed by economists, such as risk aversion and time preference provide new ways to measure and represent the forces behind investment decisions above and beyond traditional measures in economics (Jiang et al., 2024). It is more appropriate for financial decision makers to consider a set of non-financial aspects affecting the adoption of these decisions, including behavioral trends, instead of paying attention to financial aspects in making financial decisions (Ghorbani bajandi & Shahverdiani, 2020; Moradi Azani & Asadnia, 2024).

Methodology

This research is a type of qualitative research that was done in two steps. In the first step, in order to present the pattern of the effective factors of personality and behavior of investors, based on library studies and meta-synthesis method, were extracted the indicators and components of personality and behavior of investors. The statistical population is all sources and articles available between the years 2014 to 2024 and 1393 to 1403 in persian. In this research, 379 articles were evaluated that 328 articles were eliminated in several stages, and finally, the remaining 51 articles were selected as the statistical sample of the current study. In order to implement the meta-synthesis method, the 7-step method of Sandelowski and Barroso (2007) was used. In the second step of the research, the Delphi method was used to validate the components and presentation model. In this study, 15 person including faculty members who are proficient in behavioral and accounting fields and have more than ten years of teaching experience in this field and capital market experts were selected as panel members through homogeneous sampling and electric bullet method. In this section, in order to confirm or remove the components of the research, with the participation of experts (panel members), a questionnaire based on a 7-option Likert scale was provided to the experts, and each component was based on two average scales and the agreement coefficient of the resulting components. It was examined from metacomposite analysis. In order to achieve theoretical adequacy, score checklists were again sent to the experts by removing the desired indicators from the first round of analysis. This process is repeated several times if necessary. The point of theoretical sufficiency is the effective personality and behavioral factors on the decision-making style of real investors in Tehran Stock Exchange.

Discussion and Results

After a systematic review of the sources and the use of experts, finally, the components were categorized into 9 main categories and 25 sub-categories, and based on this, was presented a paradigm model of the effective personality and behavioral factors of real investors in the Tehran Stock Exchange. From the results, it can be explained that conscious behaviors (individual beliefs,

behavioral attitudes, individual internal perceptions) lead to reactive behaviors (behavioral states, behavioral reactions, individual functional behaviors, individual interactions) and emotion and perception (emotional behaviors, behavioral biases).) that these factors are effective on financial approaches (information spaces, dissemination of information, perception of financial information) which are, on the one hand, personality characteristics (hereditary factors and individual identification characteristics) and individual competencies (creativity, awareness and knowledge, abilities and acquisition factors) are the foundation and from one side environmental strategies (environmental factors, market strategies, social and economic factors) intervene, the consequences of these factors include trust (risk aversion and confidence) and investor attitude (financial attitudes, investment culture.

Conclusion

The purpose of the current research is to design a pattern of the effective personality and behavioral factors of individual investment in Tehran Stock Exchange. From the results, it can be explained that the capital market activists have different personality types and each of them has set different goals and strategies for themselves and they do their transactions according to their personality and behavior. Understanding the personality and behavioral factors of investors has helped to choose a better investment portfolio and risk management and improved financial performance, which will result in increased profitability.

Contribution of authors

All authors have participated in this research in equal proportion.

Ethical approval

Written informed consent was obtained from the individuals for their anonymized information to be published in this article.

Conflict of interest

No conflicts of interest are declared by the authors.

مطالعات مدیریت و توسعه پایدار

سال پنجم، شماره اول، بهار ۱۴۰۴ - صفحه ۲۷-۱

Homepage: <https://sanad.iau.ir/journal/msds> - eISSN: 2783-4395

طراحی الگوی عوامل مؤثر شخصیتی و رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران: روش فراترکیب

اعظم یعقوبی^۱، پرویز سعیدی^{۲*}، جمادوردی گرگانلی دوجی^۳، مریم بخارائیان خراسانی^۳

۱. دانشجوی دکتری، گروه مهندسی مالی، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران.
۲. استاد، گروه مالی و حسابداری، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران.
۳. استادیار، گروه حسابداری، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران.

چکیده: در این مطالعه، شاخص‌ها و مؤلفه‌های شخصیتی و رفتاری سرمایه‌گذاران با استفاده از روش فراترکیب به صورت سیستماتیک شناسایی، کدگذاری و دسته‌بندی شده و سپس الگویی برای عوامل مؤثر شخصیتی و رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران ارائه گردیده است. با توجه به کیفی بودن مطالعه، اعتبار چارچوب مفهومی به روش دلفی، با استفاده از نمونه‌گیری گلوله برفی و استفاده از نظر خبرگان، که شامل ۱۵ نفر اعضای هیأت علمی و کارشناسان خبره بازار سرمایه هستند، تأیید شده است. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه منابع و مقالات موجود در بین سال‌های ۲۰۱۴ تا ۲۰۲۴ میلادی و ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۳ شمسی می‌باشد. در این تحقیق از ۳۷۹ مقاله ارزیابی شده، تعداد ۳۲۸ مقاله طی چند مرحله حذف شدند و در نهایت تعداد ۵۱ مقاله باقی ماند. مؤلفه‌های استخراج شده از مقالات مورد مطالعه کدگذاری و در نهایت در ۹ مقوله اصلی و ۲۵ مقوله فرعی دسته‌بندی گردیدند. نتایج نشان داد که باورهای فردی، نگرش‌های رفتاری و ادراکات درونی منجر به حالات رفتاری، واکنش‌های رفتاری، رفتارهای عملکردی فرد، تعاملات فردی، رفتارهای هیجانی و تورش‌های رفتاری می‌گردد. این عوامل مؤثر بر فضاهای اطلاعاتی، انتشار اطلاعات، ادراک اطلاعات مالی، هستند که از سمتی عوامل شخصیتی فردی، عوامل وراثتی، خلاقیت، آگاهی و دانش، توانمندی‌ها و عوامل اکتسابی زمینه‌ساز می‌باشند و از سوی دیگر عوامل محیطی، استراتژی‌های بازار، عوامل اجتماعی و اقتصادی عوامل مداخله‌گر می‌باشد که پیامد این عوامل شامل فرهنگ سرمایه‌گذاری، نگرش‌های مالی، ریسک‌های مالی و سطح اطمینان می‌باشد.

دسترسی آزاد

نوع مقاله: مقاله پژوهشی

نویسنده مسئول: پرویز سعیدی

saeedi-paliabad@iau.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۷/۲۲

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۲/۰۱

تاریخ انتشار: بهار ۱۴۰۴

استناد: یعقوبی، اعظم، سعیدی، پرویز. گرگانلی دوجی، جمادوردی. بخارائیان خراسانی، مریم (۱۴۰۴). طراحی الگوی عوامل مؤثر شخصیتی و رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران: روش فراترکیب. فصلنامه مطالعات مدیریت و توسعه پایدار، ۱۵(۱)، ۲۷-۱.

یادداشت ناشر: MSDS درخصوص ادعاهای قضایی در مطالب منتشر شده و وابستگی‌های سازمانی بی‌طرف می‌ماند.



کپی‌رایت: نویسندگان حق نشر و حقوق کامل انتشار را برای خود محفوظ می‌دارند. منتشر شده توسط دانشگاه آزاد اسلامی واحد زاهدان. این مقاله، یک مقاله با دسترسی آزاد است که تحت مجوز [Creative Commons Attribution 4.0 International \(CC BY\)](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/) منتشر شده است.

واژگان کلیدی: شخصیت سرمایه‌گذار، رفتار سرمایه‌گذار، مالی رفتاری، روش فراترکیب.

DOI: [10.71572/msds.2025.1186861](https://doi.org/10.71572/msds.2025.1186861)

مقدمه

در دهه‌های اخیر، توجه به مالی- رفتاری به دلیل گرایش بیشتر به حوزه رفتاری و روان‌شناسی رو به افزایش است و این فرضیه در مباحث مالی، سرمایه‌گذاری و کارایی بازارهای مالی، اهمیت فزاینده‌ای یافته است. نظریه چشم‌انداز به‌عنوان نظریه توضیح دهنده رفتار سرمایه‌گذاران نشان می‌دهد چگونه سرمایه‌گذاران در بعضی مواقع به‌صورت نظام‌مند، نظریه مطلوبیت را نادیده می‌گیرند. آدام اسمیت^۱ با ارائه نظریه احساسات اخلاقی در سال ۱۷۵۹ نخستین بار، مسأله دخالت مسائل عاطفی و ذهنی را در کلیه امور انسان و به‌ویژه در مسائل اقتصادی بیان کرد. مالی رفتاری تلاش برای مدنظر قرار دادن مؤلفه‌های شناختی و احساسی است که فرایند تصمیم‌گیری فرد را تحت تأثیر قرار می‌دهد و فراتر از فرض افکار منطقی هنگام در نظر گرفتن شرایط یا تصمیمات مختلف بسط می‌یابد (Mohamadi, 2019).

افراد تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را بر اساس مناسب بودن، تحمل ریسک و بازده مورد انتظارشان استوار می‌کنند. از سوی دیگر، مصرف‌کنندگان همیشه تصمیمات مالی منطقی نمی‌گیرند (Subramanian & Harini, 2023). سرمایه‌گذاران به امید کسب سود، پول خود را وارد بازار می‌کنند. عمل سرمایه‌گذاری پول به امید کسب بازدهی در آینده به عنوان سرمایه‌گذاری شناخته می‌شود، اما سرمایه‌گذاری ممکن است نوسان داشته باشد. سرمایه‌گذاری از طریق مطالعه ممکن است منجر به موفقیت شود، علیرغم این واقعیت که پیامد سرمایه‌گذاری ممکن است سود یا زیان باشد، هر سرمایه‌گذار می‌خواهد به بازده سرمایه‌گذاری مطلوب دست یابد (Rafay & Mustafa, 2023). یک نگرش سیستماتیک به بازار سرمایه و کنش‌ها و واکنش‌های آن در دستیابی به شناختی درست از آن، ضروری است. در بازارهای پیچیده امروزی برای آن که بتوانیم تحلیل درستی از بازار ارائه نمایم، باید کلیه عوامل اثرگذار بر آن را بشناسیم. یکی از عوامل مهم و مؤثر در بازارهای مالی، ویژگی‌های شخصی و کنش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران است.

ادبیات مالی اخیر نشان‌دهنده ناهمگونی زیاد و مداوم در ترکیب و بازده پرتفوی افراد است (Fagereng et al., 2020). در حالی که تفاوت‌های سرمایه‌گذاری مربوط به ویژگی‌های فردی مانند سن، ثروت، هوش و سواد مالی بوده است، این ویژگی‌های فردی به طور کامل ناهمگونی مشاهده شده را به حساب نمی‌آورند (Gomes et al., 2021). چالش مشابهی هنگام استفاده از متغیرهای جمعیت شناختی برای توضیح باورهای سرمایه‌گذاران که یک عنصر کلیدی در تصمیم‌گیری‌های پرتفوی است به وجود می‌آید. به عنوان مثال، گیگلیو^۲ و همکاران (۲۰۲۱) نشان می‌دهد که ناهمگونی مداوم در انتظارات سرمایه‌گذاران وجود دارد و فهرست جامعی از متغیرهای جمعیت‌شناختی تنها می‌تواند بخش کوچکی از این تنوع را توضیح دهد. به طور کلی، شواهد تجربی نیاز به گسترش مجموعه ویژگی‌ها را برای توضیح فرآیندی که افراد از طریق آن تصمیم‌های سرمایه‌گذاری می‌گیرند، نشان می‌دهد (Jiang et al., 2024).

از نظر کاربردی، مالی رفتاری به دنبال شناسایی مفاهیمی مانند رفتارهای عاطفی، شناختی و ترجیحی است که منجر به رفتار غیرعقلایی افراد و در نتیجه تصمیم‌های نامطلوب می‌شود. افراد به صورت بالقوه دارای ناهنجاری‌های

¹ Adam Smith

² Giglio

رفتاری مختلفی هستند، که یکی از موانع بزرگ حداکثرسازی ثروت به شمار می‌آید. در ایران نیز ساختارهای خاص فرهنگی و اثرگذاری آنها بر رفتارهای فردی و گروهی افراد به‌ویژه در بازار سرمایه، لزوم شناخت تئوری‌ها و مدل‌های تحلیلی و شناختی مالیه رفتاری را برای فعالان و دست‌اندرکاران بازار، اجتناب ناپذیر می‌نماید. مالیه رفتاری کمک می‌کند تا با فرموله کردن مدل‌های رفتاری، بهتر بتوان بازار سرمایه خود را شناخت و در رفع برخی تنگناهای ناشی از الگوهای رفتاری بهتر عمل نمود (Salimi et al., 2021).

تا کنون درخصوص عوامل شخصیتی، تحقیقات بررسی شده عمدتاً بر مبنای مدل ۵ عاملی شخصیت صورت گرفته است و در خصوص ویژگی‌های رفتاری در هر پژوهش تعدادی از عوامل رفتاری مد نظر قرار گرفته است. در پژوهش‌هایی که اخیراً از روش فراترکیب استفاده شده، یکی از مقوله‌های رفتاری مانند تورش‌های رفتاری مورد بررسی قرار گرفته است. در این پژوهش تلاش شده که با روش فراترکیب به شیوه‌ای قانون‌مند و سیستماتیک کلیه فاکتورهای هر دو مؤلفه اصلی شخصیتی و رفتاری که در پژوهش‌های مختلف صورت گرفته شناسایی و استخراج گردد و ترکیب‌بندی جدید از این عوامل صورت گیرد؛ سپس با استفاده از تأیید نظر خبرگان الگوی جدیدی از ویژگی‌های شخصیتی و رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار ارائه گردد. به عبارت دیگر، این پژوهش به دنبال پاسخ به این سوال بوده است که مولفه‌های عوامل مؤثر شخصیتی و رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران کدامند؟ دسته‌بندی مؤلفه‌های شناسایی شده چگونه است؟ تدوین الگوی عوامل مؤثر شخصیتی و رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران چگونه است؟ نظرخواهی خبرگان در مورد الگوی عوامل مؤثر شخصیتی و رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران چگونه است؟ با توجه به اهمیت عوامل شخصیتی و رفتاری، بررسی دقیق آنها در قالب یک پژوهش علمی می‌تواند به فهم هر چه بهتر و دقیق‌تر نحوه رفتار افراد در بازار سرمایه و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری افراد در بازار سهام کمک کند. شناخت و مطالعه عوامل مؤثر بر شخصیت و رفتار سرمایه‌گذاران، هم برای شرکت‌ها و مشاوران مالی و هم برای خود سرمایه‌گذاران حائز اهمیت و بینش‌آفرین خواهد بود و به آنها در اتخاذ تصمیمات بهتر، ارائه مشاوره‌های دقیق‌تر متناسب با ویژگی‌های شخصیتی و روان‌شناختی افراد، و اجتناب از افتادن در دام تورش‌های رفتاری کمک خواهد کرد. همچنین، به شرکت‌ها در درک رفتار سرمایه‌گذاران و تشویق به سرمایه‌گذاری کمک نماید که خود منجر به رونق و بهبود اقتصاد می‌گردد. به مشاوران در درک رفتار و عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاران و به سرمایه‌گذاران در انتخاب و تصمیم‌گیری صحیح‌تر و بهتر کمک نماید. لذا، پژوهش حاضر گام مهمی در نیل به این اهداف محسوب می‌شود. شناخت این عوامل باعث افزایش ثروت و بازدهی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه می‌شود و با توجه به ارتباط مستقیم میان بازار سرمایه و اقتصاد، این امر موجب ایجاد اثرات مثبت بر اقتصاد جامعه نیز خواهد شد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

سرمایه‌گذاران می‌توانند از کاربردهای دانش مالی رفتاری در موقعیت‌های خود به نحو مطلوبی بهره‌مند شوند. مالی رفتاری یک مفهوم نسبتاً جدید برای سرمایه‌گذاران و نیز مشاوران سرمایه‌گذاری است که گاه ممکن است در پذیرش و یا رد اعتبار آن تردید داشته باشند. افزون بر آن ممکن است مشاوران از طرح پرسش‌های روان‌شناسانه از مشتریان خود برای پی بردن به تمایلات آنها، اکراه داشته باشند. زمانی که مالی رفتاری در بین فعالان بازار سرمایه توسعه یابد، سرمایه‌گذاران مزایای آن را خواهند دید و آنگاه انتظار می‌رود که درک نحوه تأثیر ابعاد مکاشفه‌ای سرمایه‌گذار بر پیامدهای سرمایه‌گذاری، بینش‌های جدیدی فراهم سازد. نتیجه مورد انتظار از برقراری ارتباط مناسب با مالی رفتاری برای مدیران و مشاوران، پرتفویی است که یک مشاور می‌تواند مناسب با اهداف و تمایلات هر سرمایه‌گذار ایجاد کند. دانش مالی رفتاری عملاً در ایجاد یک رابطه مشورتی موفق می‌تواند نقش‌های زیر را بازی کند: درک مناسب اهداف مالی سرمایه‌گذار از سوی مشاور، ایجاد و حفظ یک نگرش سیستماتیک (باثبات) در ارائه مشاوره به سرمایه‌گذار، برآورده ساختن انتظارات سرمایه‌گذار توسط مشاور، بهره‌مندی متقابل از رابطه مشورتی. مالی رفتاری تلاش دارد تا رفتارهای افراد را در بازارها از طریق وارد کردن تئوری‌های رفتار انسان از علوم اجتماعی، توضیح دهد. تحقیق الزبرگ^۱ (۱۹۶۱)، از اولین تحقیق‌های صورت پذیرفته در این زمینه است. محدودیت مدل‌های مالی سنتی در توضیح سوگیری‌های سرمایه‌گذاران، محققان را بر آن داشته است تا بر روی جنبه‌های رفتاری انسان تمرکز نمایند. این جنبه‌ها، که به وسیله توهّمات شناختی ایجاد می‌شوند، بر روان‌شناسی شناختی مبتنی هستند. دو دسته‌بندی عمده از این توهّمات شناختی وجود دارد که نام‌های آنها عبارتند از: فرآیند تصمیم‌گیری ابتکاری یا مکاشفه‌ای و تئوری (Ebrahimi Lifshagerd, 2017).

نظریه‌پرداز مالی رفتاری، کار خود را با مشاهده و بررسی رفتار سرمایه‌گذار آغاز می‌کند. به دلیل ماهیت رفتار سرمایه‌گذار، مشاهده این رفتار، در بازارهای مالی واقعی با دشواری‌هایی روبرو است. بنابراین، اقتصاددانان رفتاری، شرایطی را برای مشاهده و بررسی رفتار سرمایه‌گذاران فراهم می‌کنند. به عنوان مثال، اقتصاددان، سرمایه‌گذار را در یک شرایط آزمایشگاهی با وضعیت‌هایی روبرو می‌کند که به طور معمول، در بازارهای مالی با آنها روبرو است و سعی می‌شود شرایط تا حد امکان به واقعیت بازارهای مالی نزدیک باشد. سپس، انتخاب‌های وی به عنوان رفتار مشاهده شده سرمایه‌گذار، مورد مطالعه قرار می‌گیرد (Haji Maladarvish, 2000). کنش‌های مشاهده شده سرمایه‌گذاران در این روش، مفروض نظریه‌پردازی مالی رفتاری قرار می‌گیرد. بنابراین، عمده مفروضات مالی رفتاری را امور مشاهده پذیر شکل می‌دهند. در دانش مالی رفتاری، امور مشاهده ناپذیر مانند ریسک‌پذیری یا ریسک‌گریزی، و عدم اطمینان وجود دارند، اما به طور مستقیم مفروض نظریه‌پردازی قرار نمی‌گیرند. بنابراین، شناخت در دانش مالی رفتاری، منطبق با جهان خارج است و دایره شناخت، شامل جهان خارج است (Hasanpour et al., 2020).

^۱ Ellsberg

طبق مطالعات قبلی، ویژگی‌های شخصیتی و رفتاری بر انتخاب‌های سرمایه‌گذاری فردی تأثیر می‌گذارد. تعامل، پاسخ دادن، و عمل با دیگران، و اغلب از طریق سیگنال‌های قابل اندازه‌گیری، بخشی از شخصیت است. یک سرمایه‌گذاری ممکن است بر خوش‌بینی آنها تأثیر بگذارد و زیان را کاهش دهد. سرمایه‌گذاران احتمالاً در هنگام ظهور اهداف و چالش‌های جدید، طیف وسیعی از احساسات را خواهند داشت. به سرعت داده‌های تازه بازار را به‌دست می‌آورد و سبد سرمایه‌گذاری اغلب در پاسخ به تغییر شرایط بازار تنظیم می‌شود (Rafay & Mustafa, 2023).

شخصیت شامل ویژگی‌های روانی-اجتماعی فرد است. از این‌رو، بین شخصیت و تمایل به رفتار به شیوه‌های خاص و تصمیم‌گیری ارتباط وجود دارد. به طور خلاصه، قضاوت سرمایه‌گذاران تحت تأثیر شخصیت آنها قرار می‌گیرد (Krishnan & Beena, 2009; Subramanian & Harini, 2023). ریکمن^۱ (۲۰۲۰) شخصیت را این‌گونه تعریف می‌کند: «مجموعه پویا و سازمان‌یافته از مشخصه‌های فردی یک شخص که منحصراً بر شناخت، انگیزه‌ها و رفتارهای فرد در موقعیت‌های مختلف تأثیر می‌گذارد» (Aravand et al., 2022). تأثیر ویژگی‌های شخصیتی و رفتاری به دو دلیل بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در سرمایه‌گذاران، از پیش قابل قبول است. اول، تحقیقات گسترده نشان داده است که ویژگی‌های شخصیتی بر روی انواع نتایج زندگی شامل سلامت و پیری، موفقیت زناشویی و شغلی، و تصمیمات اقتصادی مانند رفتارهای خرج کردن مهم هستند (Becker et al., 2012).

از آنجایی که تصمیمات سرمایه‌گذاری شکل دیگری از تصمیمات زندگی را نشان می‌دهد، منطقی است که انتظار داشته باشیم ویژگی‌های شخصیتی و رفتاری بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاری نیز نقشی داشته باشند. دوم، بسیاری از مفاهیم ابداع شده توسط روان‌شناسان شخصیت، مانند روان‌رنجورخویی و وظیفه‌شناسی، مرتبط و بالقوه مکمل مفاهیمی هستند که توسط اقتصاددانان ایجاد شده است، مانند ریسک‌گریزی و ترجیح زمانی. این مفاهیم مبتنی بر روان‌شناسی می‌توانند به طور بالقوه راه‌های جدیدی را برای اندازه‌گیری و نشان دادن نیروهای پشت تصمیمات سرمایه‌گذاری بالاتر و فراتر از معیارهای سنتی در اقتصاد ارائه دهند (Jiang et al., 2022). تصمیم‌گیرندگان حوزه مالی مناسب‌تر است به جای توجه جنبه‌های مالی در اخذ تصمیمات مالی، بتوانند مجموعه‌ای از ابعاد غیرمالی مؤثر بر اتخاذ این تصمیمات از جمله تورش‌های رفتاری را نیز مد نظر قرار دهند (Ghorbani bajandi & Shahverdiani, 2020; Moradi Azani & Asadnia, 2024).

تاکنون تلاش‌های متعددی جهت مطالعه و درک رفتار سرمایه‌گذاران و به دنبال آن تأثیر آن بر رفتار بازار سهام صورت گرفته است و لیکن با توجه به گسترده بودن انواع رفتارها، ویژگی‌های شخصیتی، احساسات و انواع سوگیری‌ها، نیازمند مطالعات و بررسی‌های بیشتر کامل‌تر و جامع‌تر در این زمینه می‌باشد.

^۱ Rickman

پیشینه پژوهش

سابرامانیان و هارینی^۱ (۲۰۲۳) در پژوهش خود به بررسی جنبه‌های رفتاری سرمایه‌گذاران با شناسایی ویژگی‌های شخصیتی و ساخت مدلی برای تعیین میزان تأثیر پارامترهای ذکر شده بر تصمیم‌گیری پرداختند و بیان کردند که چگونه ویژگی‌های جمعیت شناختی مصرف‌کننده بر تنوع در پنج ویژگی شخصیتی بزرگ (روان‌رنجورخویی، برون‌گرایی، موافق بودن، وظیفه‌شناسی، و گشودگی به تجربه) تأثیر می‌گذارد. این مطالعه با بررسی نقش پنج ویژگی شخصیتی بزرگ در میانجی‌گری رابطه بین سواد مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری به درک بهتر رفتار سرمایه‌گذار کمک می‌کند (Subramanian & Harini, 2023).

کاشیف^۲ و همکاران (۲۰۲۲) نقش عوامل رفتاری مانند اعتماد به نفس، خوش‌بینی، بدبینی و انتظارات منطقی سرمایه‌گذاران را بر تصمیمات سرمایه‌گذاری بر بازار سهام پاکستان مطالعه نموده و نتایج نشان‌گر تأثیر مثبت اطمینان، انتظارات منطقی و بدبینی بر انجام معاملات و تأثیر منفی خوش‌بینی بر انجام معاملات بوده است (Kashif et al., 2022).

خان^۳ و همکاران (۲۰۲۲) به بررسی تأثیر ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری آنها با نقش میانجی خودکارآمدی مالی و سوگیری‌های عاطفی و نقش تعدیل‌کننده نیاز به شناخت و خلق و خوی فردی در بورس اوراق بهادار پاکستان پرداختند. نتایج نشان داد که ویژگی‌های شخصیتی فردی به طور قابل توجهی خودکارآمدی‌های مالی و سوگیری‌های عاطفی را پیش‌بینی می‌کند. همچنین، ویژگی‌های شخصیتی نیز با رفتار مالی مدیران ارتباط معنی‌دار چشم‌گیری دارد (Khan et al., 2022).

بورزک^۴ و همکاران (۲۰۲۰) با زیر سؤال بردن فرضیه بازار کارا و برجسته نمودن نقش عوامل رفتاری و عاطفی سرمایه‌گذاران مراکش مبتنی بر سوگیری بیش‌اعتمادی، رفتار توده‌وار، ریسک‌گریزی و زیان‌گریزی در مطالعه‌ای پیمایشی از ۱۲۰ سرمایه‌گذار حقیقی مراکش در بازار سرمایه نتیجه گرفتند: ۱- تصمیمات سرمایه‌گذاران حقیقی بیش از حد متکی بر قضاوت شخصی و خوداطمینانی آنان است. ۲- رفتار سرمایه‌گذاران تحت تأثیر شدید رفتار توده‌وار است. ۳- سرمایه‌گذاران تا حدود بسیاری ریسک‌گریز و زیان‌گریزند که در اتخاذ تصمیمات، بیشتر تحت تأثیر زیان در مقایسه با سود سرمایه‌گذاری هستند (Bourezk et al., 2020).

یوسف^۵ و همکاران (۲۰۱۹) در مطالعه خود به بررسی تأثیر تعدادی از متغیرهای برجسته مالی رفتاری شامل (فرا اطمینان، زیان‌گریزی، درک ریسک و رفتار توده‌وار) بر تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری سهام در بورس اوراق بهادار عمان (ASE) و همچنین به عنوان تعیین اینکه کدام یک از این متغیرها دارای اهمیت نسبی هستند، پرداختند. نتایج نشان داد که تأثیر مالی رفتاری در بورس اوراق بهادار عمان وجود سه عامل رفتاری مؤثر در تصمیمات سرمایه‌گذاری

¹ Subramanian & Harini

² Kashif

³ Khan

⁴ Bourezk

⁵ Yousef Areiqat

سرمایه‌گذاران حقیقی است که عبارتند از: فرا اطمینان، زبان‌گریزی، و رفتار توده‌وار. نتایج همچنین همبستگی بیش از حد متغیر فرا اطمینان را نشان داد (Yousef et al., 2019).

دوچاک و شارما^۱ (۲۰۱۶) مطالعه‌ای با عنوان شناسایی و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر با استفاده از تکنیک تحلیل سلسله‌مراتبی انجام دادند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که عوامل مؤثر بر فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر شناسایی شده در مقاله عبارتند از: ویژگی‌های کارآفرینی، محصول یا خدمات، ویژگی‌های بازاری، ملاحظات مالی، مهارت‌های مدیریتی، محیط اقتصادی، محیط نظارتی و نهادی (Dhochak & Sharma, 2016).

بیچ نکوک^۲ (۲۰۱۴) در مقاله خود تحت عنوان «الگوهای رفتاری سرمایه‌گذاران انفرادی در بازار سهام» به بررسی فاکتورهای تأثیرگذار بر تصمیمات فردی سرمایه‌گذاران در بازار اندونزی پرداختند. جامعه آماری شامل ۱۸۸ سرمایه‌گذار فردی بود و پژوهشگر ۵ متغیر رفتاری مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاران از جمله رفتار توده‌وار، بازار، انتظار، اعتماد بیش از حد و سفسطه قمارباز را مورد بررسی قرارداد. نتایج حاکی از آن بود که متغیر بازار، رفتار گله‌ای و لنگر انداختن بیش‌ترین تأثیر را بر رفتار سرمایه‌گذاران دارد. منظور از متغیر بازار، اطلاعات عمومی، رفتار گذشته و حال سهام و سایر فاکتورهای موجود در بازار است (Bich & Luu, 2014).

مرادی اذانی (۱۴۰۳) به ارائه الگویی برای تبیین رابطه تورش‌های رفتاری و تصمیمات مدیران مالی در بازار سهام ایران بر مبنای تئوری زمینه‌ای پرداخته است. نتایج کدگذاری باز نشان داد که در بازار سهام ایران، ۲۱ تورش رفتاری در مدیران مالی وجود داشته و ۶۰ مفهوم اصلی رابطه بین تورش‌های رفتاری و تصمیمات مدیران مالی را تبیین می‌کنند (Moradi Azani & Asadnia, 2024).

باقرنئی و فرهادیان (۱۴۰۲) در مقاله‌ای مدلی از کلیه تورش‌های شناسایی شده در زمینه سرمایه‌گذاری ارائه نمودند. آنها با استفاده از روش فراترکیب، تورش‌های مطرح شده در مطالعات پیشین شامل ۶۷ تورش مالی-رفتاری را شناسایی و استخراج کرده و به ۵ مقوله: شناختی، عاطفی، اجتماعی، فرهنگی و طبیعی دسته‌بندی نموده‌اند (Bagherniae Sadabadi & Farhadian, 2023).

خطابی و غرقی (۱۴۰۱) به شناسایی و رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر عملکرد سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. داده‌های پژوهش با استفاده از تکنیک دیمتل و تاپسیس مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. یافته‌های پژوهش نشان داد ریسک تغییر مقررات بازار سرمایه، شاخص‌های اقتصادی و سواد مالی، معیارهای تأثیرگذار بر عملکرد سرمایه‌گذاران هستند. همچنین، بر اساس رتبه‌بندی زیرمعیارها براساس معیارهای تأثیرگذار نتیجه گرفته شد، عدم احساس نگرانی و تحت فشار عصبی بودن سرمایه‌گذاران در انجام معاملات، بازده بازارهای موازی بازار سرمایه، عدم طمع

^۱ Dhochak & Sharma

^۲ Bich Ngoc

در کسب سود و معامله بر اساس تحلیل بنیادی در رتبه‌های اول تا چهارم بر عملکرد سرمایه‌گذاران، تأثیرگذار و حائز اهمیت بوده‌اند (Khatabi & Ghoroghi, 2022).

سلیمی و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی تأثیر ویژگی‌های شخصیتی و انگیزه فردی بر تمایل رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران با نقش تعدیلی تجربه و دانش مالی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد دو متغیر تجربه و دانش مالی نیز بر ارتباط بین تیپ‌های شخصیتی و عوامل انگیزشی با رفتار توده‌وار تأثیر معناداری دارند (Salimi et al., 2021). براری و همکاران (۱۳۹۹) مقاله‌ای تحت عنوان مدل‌سازی رفتار سرمایه‌گذاران با استفاده از متغیرهای روان‌شناختی با رویکرد مدل‌سازی ساختاری تفسیری به منظور شناخت خطاهای تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری ارائه نمودند. نتایج مدل‌سازی ساختاری تفسیری نشان داد که متغیرهای روان‌شناختی مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در ۶ سطح مدل‌سازی شدند و متغیر توان‌پنداری در بالاترین سطح و دارای تأثیرپذیری بیشتری از سایر متغیرهای روان‌شناختی و متغیر دیرپذیری نیز در پایین‌ترین سطح قرار دارد (Berari et al., 2020).

نظری پور و همکاران (۱۳۹۹) در مقاله خود به بررسی رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل پنج تیپ شخصیتی پرداختند. یافته‌ها نشان داد که بین تیپ شخصیتی سرمایه‌گذاران و رفتار آنان در بازار رابطه معناداری وجود دارد و تفاوت‌هایی در اولویت‌های انتخاب آنان از هرکدام از دسته‌های محصولات مالی وجود دارد (NazariPour et al., 2020).

لاری سمنانی (۱۳۹۷) تأثیر حالت‌های روحی را در ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران فعال در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرده است. نتایج نشان داد ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران تحت تأثیر چهار حالت روحی عاطفه مثبت زیاد، عاطفه مثبت کم، عاطفه منفی زیاد و عاطفه منفی کم است (Larismnani, 2018).

احمدی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهش خود به شناسایی و رتبه‌بندی عوامل رفتاری مؤثر بر تصمیم‌گذاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته و بیان نمودند بازارهای مالی در اثر تغییر و تحولات سایر بازارها و تصمیمات سرمایه‌گذاران دچار تغییرات مهم و نوسانات فراوانی می‌شوند. مجموعه عواملی تحت عنوان عوامل رفتاری وجود دارند که بر تصمیمات سرمایه‌گذاران اثر گذاشته و بورس اوراق بهادار را به عنوان اصلی‌ترین ارکان بازار سرمایه در کشور تحت تأثیر قرار می‌دهند (Ahmadi et al., 2017).

نوروزیان (۱۳۹۵) در پایان‌نامه خود به تشخیص سطوح تأثیر عوامل رفتاری و عوامل بیرونی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس پرداخت. نتایج این پژوهش حاکی از این است که عوامل رفتاری و عوامل بیرونی هر دو دارای تأثیر مثبت و عوامل بیرونی دارای تأثیر بیشتر بر روی تصمیم‌گیری خرید سهام دارد (Norouzian Azizi, 2016).

روش پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش‌های کیفی می‌باشد که در دو گام انجام شده است. در گام اول، الگوریتم اجرایی پژوهش بر مبنای انجام مراحل نظام‌مند و مبتنی بر روش پژوهش علمی فراترکیب طراحی شده است. روش فراترکیب، یک روش

علمی اما غیر آماری مورد استفاده به منظور یکپارچه‌سازی، ارزیابی و تفسیر یافته‌های مطالعات کیفی متعدد است. این مطالعات ممکن است جهت شناسایی عناصر کلیدی و تم‌های مشترک با یکدیگر ترکیب شوند. در فراترکیب تجزیه و تحلیل عناصر کلیدی در هر مطالعه با هدف تبدیل یافته‌های فردی به مفاهیم و تفاسیر جدید است. فراترکیب مطالعات، یکی کردن گروهی از مطالعات به منظور کشف نکات اساسی و ترجمه آنها به یک محصول نهایی واحد است. این محصول نهایی نتایج اولیه مطالعات را به صورت یک مفهوم جدید بیان می‌کند. در این جهت برای ارائه الگوی عوامل مؤثر شخصیتی و رفتاری سرمایه‌گذاران ابتدا براساس مطالعات کتابخانه‌ای و روش فراترکیب شاخص‌ها و مؤلفه‌های شخصیتی و رفتاری سرمایه‌گذاران استخراج شدند. جامعه آماری، کلیه منابع و مقالات موجود در بین سال‌های ۲۰۱۴ تا ۲۰۲۴ میلادی و ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۳ شمسی بوده است. در این تحقیق ۳۷۹ مقاله ارزیابی شده که تعداد ۳۲۸ مقاله طی چند مرحله حذف گردید و در نهایت تعداد ۵۱ مقاله باقی مانده به عنوان نمونه آماری مطالعه حاضر انتخاب شدند. جهت اجرای روش فراترکیب از روش ۷ مرحله‌ای سندلوسکی و باروسو^۱ استفاده شده است که مراحل آن به شرح ذیل است:

۱. تنظیم سؤال پژوهش، ۲. بررسی نظام‌مند، ۳. جست و جو و انتخاب متون مناسب، ۴. استخراج اطلاعات از پژوهش‌ها، ۵. تجزیه تحلیل و ترکیب یافته‌ها، ۶. کنترل کیفیت، ۷. ارائه یافته‌ها (Sandelowski & Barroso, 2007).

یافته‌های پژوهش

گام اول: روش فراترکیب

مرحله نخست: تنظیم سؤال‌های پژوهش

تنظیم سؤال‌های پژوهش به پژوهشگر کمک می‌کند ضمن ایجاد دید جامع، از چارچوب پژوهش خارج نشود. جدول شماره ۱ اطلاعات مربوط را نشان می‌دهد.

جدول ۱. سوالات کلی جهت شروع روش فراترکیب (Source: By author)

سوالات پژوهش	پاسخ‌های پژوهش
جامعه مورد مطالعه (Who)	همه پایگاه‌های علمی قابل استناد
هدف پژوهش (What)	شناسایی مؤلفه‌ها و ابعاد شخصیتی و رفتاری سرمایه‌گذاران
روش انجام پژوهش (How)	تحلیل اسنادی
بازه زمانی (When)	کلیه منابع و مقالات موجود در بین سال‌های ۲۰۱۴ تا ۲۰۲۴ میلادی و ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۳ شمسی

¹ Sandelowski & Barroso

مرحله دوم: مروری بر ادبیات به شکل نظام‌مند

در این مرحله، پژوهشگر به جستجوی سیستماتیک مقالات منتشر شده در مجلات علمی مختلف و معتبر داخلی و خارجی و با استفاده از واژگان کلیدی مرتبط می‌پردازد. انتخاب واژه‌های کلیدی برای جستجو ابتدا کلی و بعد جزئی‌تر می‌شود. به این منظور واژگان جدول شماره ۲ به صورت منفرد یا ترکیبی به فارسی و انگلیسی مورد بررسی قرار گرفت.

جدول ۲. واژه‌های جستجو شده (Source: By author)

فارسی	انگلیسی
عوامل شخصیتی در سرمایه‌گذاران	Personality factors in investors
سوگیری‌های شخصیتی در سرمایه‌گذاران	Personality biases in investors
ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران	Personality characteristics of investors
تیپ‌های شخصیتی در سرمایه‌گذاران	Personality types in investors
عوامل رفتاری در سرمایه‌گذاران	Behavioral factors in investors
ویژگی‌های رفتاری در سرمایه‌گذاران	Behavioral characteristics of investors
سوگیری‌های رفتاری در سرمایه‌گذاران	Behavioral biases in investors
تحلیل‌های رفتاری سرمایه‌گذاران	Behavioral analyzes of investors
تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران	Investors' decisions

مرحله سوم: جستجو و انتخاب متون مناسب

در فرآیند جستجو، پژوهشگر پارامترهای مختلفی را مانند عنوان، چکیده، محتوا، جزئیات مقاله (نام نویسنده سال و...) را در نظر گرفته و مقاله‌هایی که با سؤال و هدف پژوهش تناسبی ندارد، حذف می‌کند. ابزاری که معمولاً برای ارزیابی کیفیت مقاله‌ها استفاده می‌شود، برنامه مهارت‌های ارزیابی حیاتی^۱ نام دارد. این ابزار به محقق کمک می‌کند تا دقت، اعتبار و اهمیت مطالعه‌های کیفی تحقیق را مشخص کند. در این روش براساس ده معیار ۱. اهداف پژوهش، ۲. منطق روش، ۳. طرح پژوهش، ۴. نمونه برداری، ۵. جمع‌آوری داده‌ها، ۶. انعکاس پذیری، ۷. ملاحظات اخلاقی، ۸. دقت تجزیه و تحلیل، ۹. بیان روشن یافته‌ها و ۱۰. ارزش پژوهش، برای هر مقاله در نظر گرفته شده است. نتایج انتخاب مقاله‌ها با برنامه مهارت‌های ارزیابی حیاتی به شرح نمودار شماره ۱ می‌باشد. در این تحقیق از ۳۷۹ مقاله ارزیابی شده که تعداد ۳۲۸ مقاله طی چند مرحله حذف شدند و در نهایت تعداد ۵۱ مقاله باقی ماند.

^۱ Critical appraisal skills program (CASP)



نمودار ۱. فرایند بازبینی انتخاب مقالات (Source: By author)

مرحله چهارم: استخراج اطلاعات متون

در فراترکیب، پژوهشگر به طور پیوسته مقالات منتخب و نهایی شده را به منظور دستیابی به یافته‌های درون محتواهای مجزایی که در آنها مطالعات اصلی و اولیه انجام شده‌اند، چندبار مطالعه نموده است. به منظور دسته‌بندی اطلاعات مقاله‌ها می‌توان جدولی تهیه کرد که دارای ستون‌هایی شامل نویسندگان مقاله، سال انتشار، روش و مؤلفه‌های استخراج شده باشد. در این پژوهش از نرم افزار MAXQUDA جهت بررسی متون و استخراج مؤلفه‌های اولیه از ۵۱ مقاله جامعه آماری استفاده شده است.

مرحله پنجم: یافته‌های پژوهش

در طول تجزیه و تحلیل، موضوع‌ها یا تم‌هایی جستجو می‌شود که در میان مطالعات موجود در فراترکیب پایدار شده‌اند. بدین صورت که پژوهشگر ابتدا تمام عوامل استخراج شده از مطالعات را که در نظر می‌گیرد و سپس با در نظر گرفتن مفهوم هر یک از این کدها، آنها را در یک مفهوم مشابه دسته‌بندی می‌کند. در پژوهش حاضر، ابتدا تمام عوامل استخراج شده از مطالعات به عنوان کد در نظر گرفته می‌شود و سپس با در نظر گرفتن مفهوم هر یک از کدها در یک مفهوم مشابه دسته‌بندی می‌شوند. نتایج در جدول شماره ۳ نشان داده شده است.

جدول ۳. دسته‌بندی عوامل مؤثر شخصیتی و رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران (Source: By author)

مؤلفه	شاخص	کدهای اولیه
مشخصه‌های شخصیتی	عوامل شناسایی فردی	جنسیت- سن- وضعیت تاهل و ازدواج- نژاد- قومیت- وضعیت اشتغال- رشته تحصیلی- سابقه کار- ایمان- مذهب- وضعیت خانواده- اندازه خانواده- ویژگی‌های جمعیت‌شناختی- سوابق تحصیلی- خانواده- دوستان.
	عوامل وراثتی	هوش- ژنتیک- عوامل بیولوژیک- ذات انسان- متغیرهای فیزیولوژیکی.

مؤلفه	شاخص	کدهای اولیه
رفتارهای آگاهانه	باورهای فردی	وظیفه‌شناسی - باوجدان بودن - وجدان قوی - مسئولیت‌پذیر - خودانضباطی - تمایل به سازماندهی - سازمان‌یافته - ترجیحات - پیروی از هنجارها - انگیزه - ترجیح ریسک - باورهای اجتماعی - باورهای فردی - فرهنگ - سنت‌گرایی - فردگرایی - اخلاق مداری.
	نگرش‌های رفتاری	دیدگاه‌ها و نگرش‌ها - نگرش رفتاری - درک سرمایه‌گذار - تفکر غیر عقلانی - باورها و شناخت‌های فکری.
ادراکات درونی فردی	احساسات درونی	احساس طلب - روان‌رنجوری - نگرانی - دلهره - حساسیت - مشکوک - بدگمان - احساسی - عوامل احساسی - دلسوز - شکاک - فشار - ترس - ترس از دست دادن - بیزاری از پیچیدگی - بیزاری از حل نشدن - بیزاری از تازگی - جنبه‌های عاطفی - احساس گناه - توجه به عاطفه‌های درونی - روان‌نژند - احساس کلافگی - آرامش.
	ادراکات درونی فردی	استقلال / وابستگی بیش از حد - اسکان - فاقد تفکر مستقل - احساس کنترل شخصی پایین بر موقعیت‌ها - عزت نفس بالا - کمال‌گرا - خوش‌بینی - بدبینی - وفادار - جزئی‌نگر - روشنفکر - هدف‌گرا - علاقه - جنبه‌های ادراکی - تلنگر - درک فرد از عملکرد خود.
رفتارهای واکنشی	حالات رفتاری	ثبات عاطفی بالا / ثبات عاطفی پایین - گرمی - حسن خلق - سرزندگی - فروتنی - افسردگی - پر انرژی - عاطفه مثبت - ناسازگار در عاطفه - پایدار - متواضع - خستگی - پریشانی عاطفی - ثابت - بی عاطفه - آرام - بی میل - غمگین - خشم - اضطراب - تمرکز.
	واکنش‌های رفتاری	سرسختی زیاد - سختی فکر/پذیرش - پذیرا بودن - سرسختی کم - آسیب‌پذیری - قاطعیت - واکنش‌پذیر / عدم خود انگیختگی - عوامل انعکاسی - مودب بودن - اراده کم - شوخ طبع - سخاوتمند - سپاس‌گذار - به تأخیر انداختن رضایت - مکانیسم دفاعی - ویژگی‌های شخصیتی اولیه - ویژگی‌های شخصیت مرکزی - ویژگی‌های شخصیتی اصلی - مبادلات عاطفی بر مبنای اطلاعات موجود / مبادلات عاطفی بر مبنای افکار - مراقبت - محتاط - برانگیختگی - خودجوش در تصمیم‌گیری - تغییرات در خلق و خوی سرمایه‌گذار - واکنش‌های احساسی - رفتارهای جسورانه - رفتارهای تحلیل‌گرانه - رفتارهای محافظه‌کارانه.
رفتارهای واکنشی	رفتارهای عملکردی فرد	دقت - نظم - عملی بودن - پشتکار - پیش‌فکری - پشتکار - عوامل عملکردی - ساده‌لوح - موثر بودن - سخت‌کوش - کنش‌گرا - سخاوتمند - شایسته - مرتب - فاقد اصول قوی - انضباط - محترم - فکر کردن قبل از اقدام - کارایی - فعال - مداوم - مولفه‌های روانی و عاطفی - جنبه‌های شناختی - کوشا - متغیرهای روان‌شناختی.
	تعاملات فردی	برونگرا / درونگرا - سازگاری - توافق‌پذیری - انطباق - موافق بودن / تضاد - توجه به احساسات خود / توجه به احساسات دیگران - همکاری - حریم خصوصی - تسلط - نوع دوستی - تبعیت - همدردی - تمایل به همدردی با دیگران - اجتماعی بودن - پیرو - با ملاحظه - کمک‌کننده - مهربان - صادق - انعطاف‌پذیر - موقعیت‌محور - درک بالای احساسات دیگران - ایجاد حس خوب در دیگران - معاشرتی - اهل صحبت - پر حرف - به حداکثر رساندن منافع شخصی - تمایل به تعامل شدید - نگرش دوستانه - صمیمی - خونگرم - بی‌علاقه به آزار دیگران - تعامل - عمل با دیگران - مشتاق به کمک - اهل مشورت - حراف - اهل رقابت - خود محور - تعاملات اجتماعی - ارتباط با سایرین - تمایل به همرنگی - همدلی کردن.
شایستگی‌های فردی	خلاقیت	انتزاع - تخیل‌گرایی - خلاق بودن - ذهن باز - کنج‌کاو - هنری - از نظر هنری حساس - حساس به زیبایی - فقدان جهت - ایده‌های خلاق - حس کنج‌جو بودن - فرصت‌یادگیری.
	آگاهی و دانش	قانون آگاهی - آگاهی - دانش خود گزارشی - اطلاعات سرمایه‌گذار - تحصیلات - سواد مالی - دیجیتال - سواد مالی - تحصیلات مالی - سواد - دانش کافی - دانش مالی.

مؤلفه	شاخص	کدهای اولیه
توانمندی‌ها	توانمندی‌ها	توانایی مدیریت تنش - خود کنترلی بالا/ خود کنترلی پایین - عدم محدودیت - عدم خویشتن‌داری - مهارت‌ها و امیال - توانایی تاثیرگذاری بر دیگران - توانایی افراد در مدیریت امور مالی خود - هوشیاری - خود توانمندی - توانایی تحلیل - هوش هیجانی - توانایی‌های شناختی - مهارت‌های شناختی - قدرت استدلال - نگرش سیستماتیک - صلاحیت - شایستگی - ظرفیت - توانمندی - توانایی‌های فردی.
		آموزش - تجربه - درآمد - سطح ثروت - حرفه - موقعیت مالی - رضایت از زندگی شخصی - کسب درآمد از طریق بورس - دسترسی به ثروت - تمکن مالی - شغل سرمایه‌گذار.
هیجان و ادراک	رفتارهای هیجانی	تکانش‌گری - گشودگی به تجربه - باز بودن/ بسته بودن - نگرش مشتاقانه نسبت به موقعیت‌ها و افراد مختلف - گشودگی برای تغییر - جسارت اجتماعی - پرتنش - عصبی بودن - فوریت - واکنش بیش از حد - غیر قابل پیش‌بینی - باورهای هیجانی - ماجراجو - عصبانیت - رفتارهای هیجانی - اشتیاق به جستجوی تجربیات جدید - غیرمتعارف بودن - محدود به اصول و عقلانیت نیستند - جنبه‌های انگیزشی - اهل هیجان - اهل تحرک.
		سوگیری‌های رفتاری - اتکا بیش از حد - سوگیری‌های نسلی - سوگیری وضعیت موجود - اعتماد به نفس بیش از حد - اثر نمایندگی - اثر لنگر - حسابداری ذهنی - پشیمان‌گریزی - اثر وقف - اثر بازتابی - در دسترس بودن - خوش‌بینی بیش از حد - ریسک‌گریزی - ابهام‌گریزی - سوگیری پسین - اثر تمایل - اعتماد به نفس بیش از حد - بیش اعتمادی - لنگر انداختن - رفتار گله - سوگیری‌های شناختی.
اعتماد و اطمینان	سطح اطمینان	ریسک‌پذیری بالا - ضرر‌گریزی سرمایه‌گذار - ترس سرمایه‌گذار از اشتباه - ریسک‌گریزی.
		عدم اطمینان - اتکا بیش از حد - اعتماد - اعتماد به نفس بالا/ اعتماد به نفس پایین - اعتماد به نفس بیش از حد - بیش اعتمادی - قابل اعتماد - امن - اعتماد به اخبار دیگران بدون تایید - بیش اعتمادی - اطمینان بیش از اندازه - بیش اطمینانی - سطح اعتماد - واکنش بیش از حد - امنیت ادراک شده سرمایه‌گذاران.
فرهنگ و نگرش	فرهنگ سرمایه‌گذاری	نداشتن انتظارات اقتصادی بالا - هوش مالی - نگرش مادی گرایانه - توانایی مالی - نگرش پولی - انگیزه‌های مالی - پرستیژ و قدرت پول - نگهداری پول / زمان - کیفیت پول - ترجیح برای کسب اطلاعات به صورت شخصی - ترجیح برای کسب مشاوره - نگرش مالی - پیچیدگی‌های فرایند مالی - تحمل ریسک مالی - قصد سرمایه‌گذاری.
		تمایل به پس انداز - تمایل به سرمایه‌گذاری/ اجتناب از سرمایه‌گذاری - ولخرجی/ ذهنیت پس‌انداز - ابعاد مختلف مالی - معافیت مالیاتی - فرهنگ سرمایه‌گذاری - انتخاب سرمایه‌گذاری - استراتژی‌های سرمایه‌گذاری - نیازهای مالی سرمایه‌گذاری.
رویکردهای مالی	ادراک اطلاعات مالی	رفتار معاملاتی - سرمایه‌گذاری مسئولیت‌پذیر اجتماعی - زمان صرف شده برای سرمایه‌گذاری - تجربه سرمایه‌گذاری - زمان سرمایه‌گذاری - مشاوران مالی - رقابت بدون برند - تعداد سال‌های حضور سرمایه‌گذار در بورس - استقلال مالی - سطح فعالیت سرمایه‌گذار - اقدام به سرمایه‌گذاری در بورس - عدم سرمایه‌گذاری مجدد - تصمیم‌گیری مالی.
		دسترسی به فضاهای اطلاعاتی - وضعیت اطلاع‌رسانی - اطلاعات حسابداری.
ادراک اطلاعات مالی	انتشار اطلاعات	حساسیت به اخبار و اطلاعات - شفافیت اطلاعات مالی - کسب اطلاعات.
		ادراک اطلاعات مالی - صلاحیت مالی - مرجع اخبارهای مالی - ادراک سرمایه‌گذار.

مؤلفه	شاخص	کدهای اولیه
کنترل رویدادهای مالی		عدم اطمینان سرمایه‌گذار به صورتهای مالی - توهم کنترل رویدادها- عدم توجه به خطاها- ارزش حساب نهایی (ارزش حساب در پایان سال)- تکرار معاملات (معاملات در ماه)- حجم معامله (تعداد)- تعداد سهام- فراوانی معاملات- میانگین گردش ماهانه پرتفوی- تنوع پرتفوی‌های فردی- میانگین تعداد سهام مبادله شده فرکانس معاملات
		محیط- زیرساخت‌های نامناسب - کمبود- منابع- وضعیت آب و هوا- محیط جغرافیایی- موقعیت- اثرات محیطی- ساعات معاملات.
استراتژی‌های بازار		عوامل مرتبط با بازار- بازارهای موازی- استراتژی‌های تجاری- ناهمگونی بازار- داده‌های نامتقارن- فراوانی اطلاعات.
استراتژی‌های محیطی	عوامل اقتصادی- اجتماعی	مدیریت اقتصادی- عوامل اجتماعی- عوامل اقتصادی- سایر عوامل جمعیتی- قوانین و هنجارهای ضعیف- تحمل ریسک اجتماعی- اقتصادی- ویژگی‌های روانی اجتماعی- نفوذ حاکمیت اجتماعی- شرایط اقتصادی- ادراک مخاطرات اقتصادی- طبقه اجتماعی.
		ناهماهنگی در سیاست‌های دولت- بی ثباتی سیاسی- فساد- سیاست‌های نظارتی- نفوذ حاکمیت سیاسی- نقش دولت- تبلیغات رسانه‌ای- ادراک مخاطرات سیاسی- تحولات سیاسی.

مرحله ششم: کنترل کیفیت و تحلیل محتوا

معمولاً در تحقیقات اجتماعی اثبات این نکته که پژوهش انجام شده پایایی و اعتبار داشته یا خیر، بسیار ضروری است. در این مطالعه، از روش پایایی بین کدگذار برای تحلیل پایایی یافته‌ها استفاده شد. پایایی بین کدگذار تعداد توافق بین دو کدگذار بر سر منبع یکسان است. در این پژوهش که بر تعداد میانگین کدهای ایجاد شده توسط هر کدگذار تقسیم می‌شود و معمولاً به صورت درصد ارائه می‌شود. تحلیل پایایی بین رمزگذار برای داده‌ها در جدول شماره ۴ ارائه شده است.

جدول ۴. تحلیل پایایی (Source: By author)

آیتم‌های کدگذاری شده	تعداد توافق‌ها	تعداد اختلاف‌ها	درصد
مقاله ۴	۲۵	۲۳	۹۲٪
مقاله ۱۱	۱۶	۱۵	۹۴٪
مقاله ۱۸	۱۶	۱۴	۸۶٪
مقاله ۲۵	۲۲	۲۵	۹۱٪
مجموع	۷۹	۷۷	۹۲٪

درصد کل پایایی بین کدگذار در مطالعه حاضر ۹۲ درصد بدست آمده است که بیشتر از ۹۰ درصد است و نشان دهنده پایایی مناسب می‌باشد.

مرحله هفتم: ارائه یافته‌ها

از آنجا که هدف پژوهش حاضر ارائه الگوی عوامل مؤثر شخصیتی و رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران بوده است، بر این اساس مدل پارادیمی الگوی فوق ارائه گردید که الگوی اصلاح شده در انتهای مقاله پس از تأیید نظر خبرگان در نمودار ۲ ارائه شده است.

گام دوم: روش دلفی

در گام دوم پژوهش حاضر جهت اعتبارسنجی به مؤلفه‌ها و الگوی ارائه شده از عوامل مؤثر شخصیتی و رفتاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران از تکنیک دلفی استفاده شده است. در این مطالعه ۱۵ نفر، شامل اساتید هیأت علمی که مسلط بر حوزه رفتاری و حسابداری باشند و بیش از ده سال سابقه تدریس در این حوزه داشته باشند و کارشناسان خبره بازار سرمایه، از طریق نمونه‌گیری روش همگن و به روش گلوله برفی به عنوان اعضای گروه پنل انتخاب شدند. در این بخش به منظور تأیید یا حذف مؤلفه‌های پژوهش با استفاده از مشارکت متخصصان (اعضای پانل) پرسشنامه‌ای مبنی بر مقیاس لیکرت ۷ گزینه‌ای در اختیار اعضای خبرگان قرار گرفت و هر یک از مؤلفه‌ها بر اساس دو مقیاس میانگین و ضریب توافق مؤلفه‌های ناشی از تحلیل فراترکیب که در جدول شماره ۵ آورده شده‌اند، مورد بررسی قرار گرفت.

جدول ۵. فرایند تحلیل دلفی در راند اول (Source: By author)

مؤلفه‌های اصلی	شاخص‌ها	میانگین	ضریب توافق	تأیید	حذف	نتیجه
مشخصه‌های شخصیتی	عوامل شناسایی فردی	۵/۲۰	۰/۸۰	☒	-	تأیید
	عوامل وراثتی	۵/۱۰	۰/۷۵	☒	-	تأیید
	باورهای فردی	۵	۰/۵۵	☒	-	تأیید
رفتارهای آگاهانه	نگرش‌های رفتاری	۵/۲۰	۰/۸۰	☒	-	تأیید
	احساسات درونی	۴	۰/۴۰	-	☒	حذف
	ادراکات درونی فردی	۵/۲۰	۰/۸۰	☒	-	تأیید
رفتارهای واکنشی	حالات رفتاری	۵	۰/۵۵	☒	-	تأیید
	واکنش‌های رفتاری	۵/۲۰	۰/۸۰	☒	-	تأیید
	رفتارهای عملکردی فرد	۵/۱۰	۰/۷۵	☒	-	تأیید
	تعاملات فردی	۵	۰/۵۵	☒	-	تأیید
	خلاقیت	۵/۲۰	۰/۸۰	☒	-	تأیید
شایستگی‌های فردی	آگاهی و دانش	۵/۱۰	۰/۷۵	☒	-	تأیید
	توانمندی‌ها	۵	۰/۵۵	☒	-	تأیید

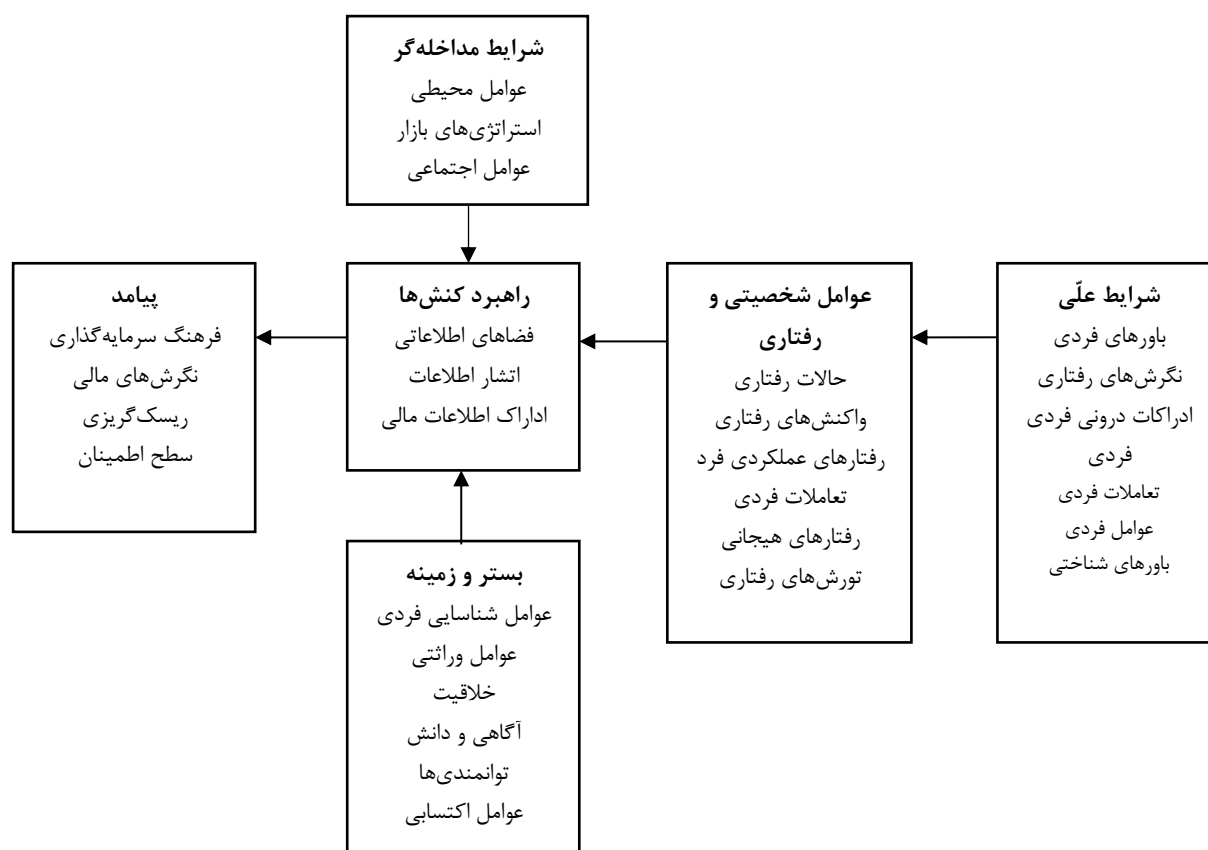
مؤلفه‌های اصلی	شاخص‌ها	میانگین	ضریب توافق	تأیید	حذف	نتیجه
هیجان و ادراک	عوامل اکتسابی	۵/۲۰	۰/۸۰	☑	-	تأیید
	رفتارهای هیجانی	۵/۱۰	۰/۷۵	☑	-	تأیید
	تورش‌های رفتاری	۵	۰/۵۵	☑	-	تأیید
اعتماد و اطمینان	ریسک‌گریزی	۵/۲۰	۰/۸۰	☑	-	تأیید
	سطح اطمینان	۵/۱۰	۰/۷۵	☑	-	تأیید
	نگرش‌های مالی	۵	۰/۵۵	☑	-	تأیید
فرهنگ و نگرش	فرهنگ سرمایه‌گذاری	۵/۲۰	۰/۸۰	☑	-	تأیید
	فعالیت‌های سرمایه‌گذاری	۳/۵۰	۰/۳۳	-	☒	حذف
	فضاهای اطلاعاتی	۵/۲۰	۰/۸۰	☑	-	تأیید
رویکردهای مالی	انتشار اطلاعات	۵/۱۰	۰/۷۵	☑	-	تأیید
	ادراک اطلاعات مالی	۵	۰/۵۵	☑	-	تأیید
	کنترل رویدادهای مالی	۴	۰/۴۰	-	☒	حذف
استراتژی‌های محیطی	عوامل محیطی	۵/۳۰	۰/۸۵	☑	-	تأیید
	استراتژی‌های بازار	۵/۱۰	۰/۷۵	☑	-	تأیید
	عوامل اقتصادی- اجتماعی	۵	۰/۵۵	☑	-	تأیید
	عوامل سیاسی	۳/۵۰	۰/۳۳	-	☒	حذف

براساس دو معیار میانگین و ضریب توافق در چک لیست ۷ گزینه‌ای، که طبق دستورالعمل ضریب توافق که باید در حد استاندارد ۰/۵ قرار بگیرد تا تأیید شود و میانگین با توجه به ۷ گزینه‌ای بودن، امتیاز ۵ در آن استاندارد می‌باشد، باید بیان نمود که از مجموع ۲۹ گزاره مرتبط به عوامل مؤثر شخصیتی و رفتاری بر سبک تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران، ۴ شاخص که میانگین زیر ۵ (با توجه به مقیاس لیکرت ۷ گزینه‌ای و ضریب توافق) زیر ۰/۵ داشته‌اند حذف شدند. این مبنای حذف شدن طبق فرآیند تحلیل دلفی تعیین شده است. این شاخص‌های حذف شده در جدول شماره ۶ ارائه گردیده‌اند.

جدول ۶. فرآیند تحلیل حیاتی پژوهش‌های غربال شده (Source: By author)

مؤلفه	شاخص
رفتارهای آگاهانه	احساسات درونی
فرهنگ و نگرش	فعالیت‌های سرمایه‌گذاری
رویدادهای مالی	کنترل رویدادهای مالی
عوامل و استراتژی‌های محیطی	عوامل سیاسی

با توجه به مشخص شدن شاخص‌های حذف شده، برای رسیدن به کفایت نظری باید دور دوم تحلیل دلفی انجام گردد. در این دور مجدداً چک لیست‌های امتیازی با حذف شاخص‌های موردنظر از تحلیل دور اول، برای مشارکت‌کنندگان بخش کیفی پژوهش ارسال گردید. این عمل در صورت لزوم چندین دور تکرار می‌گردد تا گزاره‌های پژوهش به حد کفایت نظری از منظر خبرگان پژوهش برسد. در این پژوهش تمام شاخص‌ها در راند دوم تأیید شدند که نشان‌دهنده نقطه کفایت نظری عوامل مؤثر شخصیتی و رفتاری بر سبک تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در نهایت مؤلفه‌ها در ۹ مقوله اصلی و ۲۵ مقوله فرعی دسته‌بندی گردیدند. بر این اساس مدل پارادیمی الگوی عوامل مؤثر شخصیتی و رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران تعدیل گردید که در نمودار شماره ۲ نشان داده شده است.



نمودار ۲. مدل پارادیمی الگوی عوامل مؤثر شخصیتی و رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران پس از نظرخواهی از گروه دلفی (Source: By author)

بحث و نتیجه‌گیری

هدف مطالعه حاضر، طراحی الگوی عوامل مؤثر شخصیتی و رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. برای استخراج مؤلفه‌های الگو از روش فراترکیب با استفاده از روش ۷ مرحله‌ای سندلوسکی و باروسو

(۲۰۰۷) استفاده گردید که شامل ۱. تنظیم سؤال پژوهش، ۲. بررسی نظام‌مند، ۳. جست و جو و انتخاب متون مناسب، ۴. استخراج داده‌ها از پژوهش‌ها، ۵. تجزیه تحلیل و ترکیب یافته‌ها، ۶. کنترل کیفیت، ۷. ارائه یافته‌ها است. تمام عوامل استخراج شده از مطالعات که در مرحله ۴ استخراج شده، به عنوان کدهای اولیه در نظر گرفته شده و سپس با در نظر گرفتن مفهوم هر یک از کدها، آنها در یک مفهوم مشابه دسته بندی گردیدند. کدهای اولیه در ۹ مقوله اصلی و ۲۹ مقوله فرعی ارائه شد و مدل پارادایمی الگوی عوامل مؤثر شخصیتی و رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای دسته‌بندی اولیه ارائه گردید. سپس، جهت اعتبارسنجی به مؤلفه‌ها و الگوی ارائه شده از تکنیک دلفی استفاده شده است. در این بخش به منظور تأیید یا حذف مؤلفه‌های پژوهش پرسشنامه‌ای مبنی بر مقیاس لیکرت ۷ گزینه‌ای در اختیار اعضای خبرگان که شامل ۱۵ نفر از اساتید هیأت علمی و کارشناسان خبره بازار سرمایه هستند، قرار گرفت و هر یک از مؤلفه‌ها بر اساس دو مقیاس میانگین و ضریب توافق مورد بررسی قرار گرفت.

از مجموع ۲۹ گزاره مرتبط به عوامل مؤثر شخصیتی و رفتاری بر سبک تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران، ۴ شاخص احساسات درونی در مؤلفه رفتارهای آگاهانه، فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در مؤلفه فرهنگ و نگرش، کنترل رویدادهای مالی در مؤلفه رویدادهای مالی و عوامل سیاسی در مؤلفه عوامل و استراتژی‌های محیطی حذف گردیدند.

برای رسیدن به کفایت نظری در دور دوم تحلیل دلفی مجدداً چک لیست‌های امتیازی با حذف شاخص‌های مورد نظر از تحلیل دور اول، برای مشارکت‌کنندگان بخش کیفی پژوهش ارسال گردید. در این پژوهش تمام شاخص‌ها در راند دوم تأیید شدند که نشان دهنده نقطه کفایت نظری عوامل مؤثر شخصیتی و رفتاری بر سبک تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در نهایت، مؤلفه‌ها در ۹ مقوله اصلی و ۲۵ مقوله فرعی دسته‌بندی گردیدند و مدل پارادایمی الگوی عوامل مؤثر شخصیتی و رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران تعدیل گردید.

از نتایج می‌توان چنین تبیین کرد که رفتارهای آگاهانه (باورهای فردی، نگرش‌های رفتار، ادراکات درونی فردی) منجر به رفتارهای واکنشی (حالات رفتاری، واکنش‌های رفتاری، رفتارهای عملکردی فرد، تعاملات فردی) و هیجان و ادراک (رفتارهای هیجانی، تورش‌های رفتاری) می‌گردد که این عوامل مؤثر بر رویکردهای مالی (فضاهای اطلاعاتی، انتشار اطلاعات، ادراک اطلاعات مالی) هستند که از سمتی مشخصه‌های شخصیتی (عوامل وراثتی و مشخصه‌های شناسایی فردی) و شایستگی‌های فردی (خلاقیت، آگاهی و دانش، توانمندی‌ها و عوامل اکتسابی) زمینه‌ساز می‌باشند و از سمتی استراتژی‌های محیطی (عوامل محیطی، استراتژی‌های بازار، عوامل اجتماعی و اقتصادی) مداخله‌گر هستند که پیامد این عوامل شامل اعتماد (ریسک‌گریزی و سح اطمینان) و نگرش سرمایه‌گذار (نگرش‌های مالی، فرهنگ سرمایه‌گذاری) می‌باشد.

در مقایسه با پژوهش‌های پیشین، در این پژوهش با استفاده از روش فراترکیب با رویکردی جدید به استخراج هر دو عوامل مؤثر شخصیتی و رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است و فاکتورهای در

نظر گرفته شده به روشی سیستماتیک از سایر پژوهش‌های پیشین استخراج شده و با استفاده از نظر خبرگان دسته‌بندی و الگوی جدیدی بابت عوامل شناسایی شده ارائه گردیده است. مرادی اذانی (۱۴۰۳) به ارائه الگویی برای تبیین رابطه تورش‌های رفتاری و تصمیمات مدیران مالی در بازار سهام ایران بر مبنای تئوری زمینه‌ای پرداخته است که در پژوهش حاضر انواع تورش‌های رفتاری به عنوان یکی از شاخص‌های زیر مجموعه مولفه هیجان و ادراک دسته‌بندی شده است. باقرنئی و فرهادیان (۱۴۰۲) در پژوهش خود با استفاده از روش فراترکیب به ارائه مدلی از کلیه تورش‌های شناسایی شده در زمینه سرمایه‌گذاری پرداخته‌اند که در پژوهش حاضر در استخراج کدها علاوه بر تورش‌های رفتاری سایر عوامل شخصیتی و رفتاری سرمایه‌گذاران نیز مد نظر قرار گرفته است. در تعدادی از مقالات دیگر نظیر سابرمانیان و هارینی (۲۰۲۳)، کاشیف و همکاران (۲۰۲۲)، خان و همکاران (۲۰۲۲) به بررسی تأثیر تعدادی از عوامل شخصیتی و رفتاری بر متغیر دیگر نظیر تصمیم‌گیری، ریسک یا بازار پرداخته‌اند که پژوهش حاضر به استخراج این عوامل از بین سایر پژوهش‌ها پرداخته است.

با توجه به نتایج این پژوهش می‌توان چنین تبیین کرد که فعالان بازار سرمایه، تیپ‌های شخصیتی متنوعی دارند و هر کدام از آنها برای خود اهداف و استراتژی‌های مختلفی را تعیین کرده‌اند و با توجه به شخصیت سرمایه‌گذاری که دارند، معاملات خود را انجام می‌دهند. براساس شخصیت سرمایه‌گذاران، میزان ریسکی که تمایل دارند بپذیرند متفاوت است. شناخت شخصیت، راهکاری است برای تصمیم‌گیری بهتر و به دنبال آن انتخاب روش سرمایه‌گذاری مطمئن. سرمایه‌گذاری رویه‌ای همگانی نیست و آنچه برای یک سرمایه‌گذار کارساز است، برای دیگری ممکن است نتیجه خوبی ندهد. سرمایه‌گذاری ممکن است یک فرآیند عاطفی باشد و سرمایه‌گذار بدون درک دقیق شخصیت، ممکن است برای انجام تصمیمات عجولانه بر اساس ترس یا طمع، در معرض خطر قرار بگیرد. شخصیت و منش سرمایه‌گذاری همچنین می‌تواند در انتخاب محصولات سرمایه‌گذاری مناسب کمک کند. درک عوامل شخصیتی سرمایه‌گذاری کمک می‌کند در انتخاب سبد سرمایه‌گذاری عملکرد بهتری داشته، ریسک سرمایه‌گذاری را مدیریت کند و حتی روابط مالی خود را نیز ارتقا دهد که بهبود عملکرد مالی و افزایش سودآوری را به دنبال آورد.

رفتار سرمایه‌گذاران در بورس، نحوه تصمیم‌گیری، تخصیص منابع پولی، قیمت‌گذاری و ارزیابی بازده شرکت‌ها را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد. شرایط مبهم و اشتباهات شناختی که در روان‌شناسی انسان ریشه دارد، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران اشتباهاتی در شکل دهی انتظارات خود داشته باشند و در نتیجه رفتارهای ویژه در هنگام سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی از خود بروز دهند. گاهی اوقات ممکن است در بازار سهام تصمیم‌گیری توسط سرمایه‌گذاران به صورت شهودی و بر مبنای آزمون و خطا و تجربه باشد. همچنین، گاهی ممکن است رفتار سرمایه‌گذاران به صورت دنباله‌روی از جمع یا رفتار توده‌وار باشد؛ چرا که بسیاری از افراد گرایش دارند تا در تصمیم‌گیری‌هایشان با دیگران هم‌نوا شوند. از دلایل دیگر دور شدن بازارهای مالی از رفتارهای منطقی، بروز رفتارهای واکنشی توسط سرمایه‌گذاران در این بازارهاست. یکی از مفروضات مهم بازار کارای سرمایه این است که سرمایه‌گذاران به طور منطقی به اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهند. سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید واکنش بیش از اندازه نشان داده و بر این اساس تصمیم می‌گیرند.

پر واضح است که عدم توجه و نادیده گرفتن رفتار سرمایه‌گذاران فردی در بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند آسیب‌های زیادی به این بازار در حال رشد برساند. درک جامع می‌تواند در تصمیم‌گیری‌های مالی کمک کند که با اهداف و تحمل ریسک هماهنگ باشد. مالی رفتاری مطالعه تأثیر روان‌شناسی بر رفتار مشارکت‌کنندگان در بازارهای مالی و آثار آن بر رفتار بازار می‌باشد. بی تردید کارآمدی نظام مالی یک کشور به عنوان زیر مجموعه‌ای از نظام اقتصادی آن کشور و با توجه به روابط متقابل با دیگر اجزاء، می‌تواند بر کارآمدی سیستم اقتصادی تأثیر بسزایی داشته باشد. بازار سرمایه در این میان به عنوان زیر مجموعه‌ای از نظام مالی، از جایگاه ویژه‌ای برخوردار بوده و نقشی اساسی در جذب، هدایت و تخصیص سرمایه موجود در جامعه را به سمت سرمایه‌گذاری در امر تولید و اشتغال‌زایی بر عهده دارد. با در نظر گرفتن اهمیت این موضوع، شناخت عوامل مؤثر بر بازار سرمایه و سرمایه‌گذاران به عنوان فعالان بازار سرمایه مبرهن است. شناخت عوامل مؤثر و همچنین جلوگیری از آفت‌هایی که این بازار را تهدید می‌کند و کشف نارسایی‌های کنونی آن و تلاش برای برطرف نمودن این مشکلات امری لازم و ضروری تلقی می‌شود.

پیشنهادهای پژوهش

باتوجه به نتایج مطالعه حاضر، پیشنهادهای کاربردی زیر ارائه می‌شود:

- با توجه به شرایط حاکم بر کشور که رشد اقتصادی پایین است و رشد نقدینگی با شتاب زیادی رخ می‌دهد، توجه به بازار سرمایه باعث ورود پول به چرخه اقتصاد گردیده و با ارزش‌آفرینی در اقتصاد به رشد ناخالص ملی کمک شایانی می‌کند. این موضوع ضرورت توجه بیش از پیش به بازار سرمایه را مشخص می‌سازد. در این بین سازمان‌ها و مؤسسات مالی و سرمایه‌گذاری نقش مهمی را در این موضوع ایفا می‌کنند. شرکت‌ها با طبقه‌بندی مشتریان خود در دسته‌بندی‌های مختلف و خلق ارزش منحصر به فرد برای هر گروه می‌توانند با توانمندسازی سرمایه‌گذاران به افزایش سرمایه‌گذاری‌های آینده آنان کمک کنند و سهم بازار بیشتری از رقبا داشته باشند.
- مهم‌ترین پیشنهاد کاربردی این تحقیق به شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مربوط به طبقه‌بندی سرمایه‌گذاران است. مدیران این شرکت‌ها می‌توانند با پرسیدن چند سؤال ساده از سرمایه‌گذاران خود به شناخت بهتری از آنان دست یابند و برای هر طبقه خدمات مخصوص و فرصت‌های سرمایه‌گذاری مرتبط آن طبقه را ارائه دهند. این نحوه ارتباط با مشتریان در صورت توسعه مناسب می‌تواند تبدیل به مزیت رقابتی شرکت شود تا به کمک آن بتواند سهم بازار خود را افزایش دهد.
- مدیران صنایع مربوطه باید توجه کنند که عدم توجه به ویژگی‌های منحصر به فرد هر سرمایه‌گذار ممکن است به پیشنهادی منجر شود که متناسب با آنان نبوده و باعث ضرر کردن او و در نهایت خارج شدن وی از بازار گردد. همچنین، مدیران می‌توانند با هر متغیر تأثیرگذاری که سرمایه‌گذاران را از هم تفکیک می‌کند، گروه‌های مختلف تشکیل داده و ویژگی‌های تصمیم‌گیری استراتژیک این افراد را باهم مقایسه کرده و با میانگین گرفتن از آنها متوجه نحوه تصمیم‌گیری هر بخش گردند.

- سرمایه‌گذاران می‌توانند با مشاهده اهمیت نسبی هر یک از سطوح متغیرهای استراتژی تصمیم‌گیری به درک بهتری از اولویت‌های کلیت بازار برسند و با همسو شدن با این اولویت‌ها منفعت بیشتری از سرمایه‌گذاری‌های خود کسب کنند.

مشارکت نویسندگان

تمام نویسندگان به نسبت سهم برابر در این پژوهش مشارکت داشته‌اند.

تأیید اخلاقی

رضایت کتبی آگاهانه از افراد برای انتشار اطلاعات ناشناس آنها در این مقاله اخذ شده است.

تعارض منافع

هیچ‌گونه تعارض منافع توسط نویسندگان بیان نشده است.

References

- Ahmadi, D., Nadiri, M., Yazdani, H., & Rahnema, R. (2017). *identification and ranking of behavioral factors affecting the investment decision of investors in Tehran Stock Exchange, the third international conference on management, accounting and knowledge-based economy with an emphasis on resistance economy*, Tehran, Allameh Majlesi University. <https://civilica.com/doc/693573> [In Persian]
- Aravand, M., Hajiha, Z., Kordluei, H., Khan Mohammadi, M. H., & Mahmoudiyan Dastnaei, T. (2022). Presenting a model of the effect of decision-making styles on scenariobased profit management by considering five neo personality factors in financial managers. *Journal of Management Accounting*, 15(55), 62-81. <https://sid.ir/paper/1063340/fa> [In Persian]
- Bagherniae Sadabadi, F., & Farhadian, A. (2023). Designing the system of behavioral patterns of investors in Tehran Stock Exchange with a meta Synthesis approach *Strategic Management Research*, 29(90), 13-41. <https://sanad.iau.ir/journal/smr/Article/707253?jid=707253> [In Persian]
- Becker, A., Deckers, T., Dohmen, T., Falk, A., & Kosse, F. (2012). The relationship between economic preferences and psychological personality measures. *Annu. Rev. Econ.*, 4(1), 453-478.
- Berari, S., Taleb nia, g. a., Vakili Fard, H., & Yazidi, H. (2020). Modeling the behavior of investors using psychological experiences with an interpretive structural modeling approach in order to recognize investment decision errors. *Quarterly Journal of Financial Engineering and Securities Management*(44), 133-153. <https://sid.ir/paper/406697/fa> [In Persian]
- Bich, N., & Luu, T. (2014). Behavior Pattern of Individual Investors in Stock Market, University", Ho Chi Minh City, Vietnam *Vietnam International Journal of Business and Management*, 9(1), 1-16. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v9n1p1>
- Bourezk, H., Acha, N., & Barka, H. (2020). Factors Influencing Moroccan Individual Investor Behavior: Survey Evidence. *IJBTSR International Journal of Business and Technology Studies and Research*, 2(1), 1-13.
- Dhochak, M., & Sharma, A. K. (2016). Using interpretive structural modeling in venture capitalists' decision-making process. *Decision*, 43(1), 53-65.

- Ebrahimi Lifshagerd, A. (2017). *Exploring the effect of investors' personality on their investment performance with mediating role of heuristic biases*, M.S Kharazmi University, Faculty of Financial Sciences]. Financial Management.[In Persian]
- Fagereng, A., Guiso, L., Malacrino, D., & Pistaferri, L. (2020). Heterogeneity and persistence in returns to wealth. *Econometrica*, 88(1), 115-170.
- Ghorbani bajandi, S., & Shahverdiani, S. (2020). Behavioral factors affecting the behavior of investors in different cultures of Iran. *Investment knowledge*, 9(35), 121-132. <http://sid.ir/paper/390107/fa> [In Persian]
- Gomes, F., Haliassos, M., & Ramadorai, T. (2021). Household finance. *Journal of Economic Literature*, 59(3), 919-1000.
- Haji Maladarvish, N. (2000). *Basics of Behavioral Economics book*. Nahadgara Publications. Tehran. [In Persian]
- Hasanpour, H., vaez barzani, M., moarefi mohammadi, A. H., & Amami jome, M. (2020). Comparative analysis of the epistemological foundations of classical finance and behavioral finance ,Magazine. *Knowledge of Islamic Economy*, 11(2), 57-74. <https://sid.ir/paper/1038958/fa> [In Persian]
- Jiang, Z., Liu, H., Peng, C., & Yan, H. (2022). Investor memory and biased beliefs: Evidence from the field. *SSRN*. [In Persian]
- Jiang, Z., Peng, C., & Yan, H. (2024). Personality differences and investment decision-making. *Journal of Financial Economics*, 153, 103776.
- Kashif, R., Bin Tarigh, Y., & Ur Rehman, M. (2022). Behavioral errors and stock market investment decisions. *Asian Journal of Accounting Research*, 7(2), 129-145. <https://doi.org/10.1108/AJAR-07-2020-0065>
- Khan, N., Alam, Y., & Usman, D. A. (2022). PERSONALITY TRAITS AND INVESTMENT DECISION MAKING IN PAKISTAN. *THE MEDIATING ROLE OF FINANCIAL SELF-EFFICACY AND EMOTIONAL BIASES*, *International Journal of Contemporary Issues in Social Sciences*, 1(2), 59-72. <https://ijciss.org/index.php/ijciss/article/view/15>
- Khatabi, S., & Ghoroghi, M. (2022). Identifying and ranking the factors affecting the performance of investors of Tehran Stock Exchange, *Accounting knowledge*, (2025). 14(3), 159-187. <https://doi.org/10.30495/jik.2024.68127.4002> [In Persian]
- Krishnan, R., & Beena, F. (2009). Measurement of Conformity to Behavior Finance Concepts and Association with Individual Personality. *IUP Journal of Behavioral Finance*, 6.
- Larismnani, B. (2018). Assessing the impact of investors mental status on risk taking behavior of Tehran Stock Exchange Investors, *Journal of Asset Management and Financing*. 6(1), 107-120. <https://sid.ir/paper/245670/fa> [In Persian]
- Mohamadi, S. A., Hadise. (2019). *The effect of social intelligence on the quality of decisions of Tehran Stock Exchange investors with the approach of structural equations*, [Master's Thesis University affiliated with jahad daneshgahi]. Department of Management, of Science and Art [In Persian]
- Moradi Azani, R. A. F. K., Hamidreza , & Asadnia, J. (2024). Providing a Model for Assessing the Relationship between Behavioral Biases and Financial Managers Decisions in Iran's Stock Exchange Market Based on Grounded Theory, . *Knowledge of accounting and management accounting*, 13(2), 339-355. [In Persian]
- NazariPour, M., Zakizadeh, B., Afshar, A., & Mohammadi, A. (2020). Investigating the investors' behavior in Tehran stock exchange based on BB&K five-way model. *Journal of Psychology New Ideas*, 6(10), 1-14.
- Norouzian Azizi, T. (2016). *Analysis of the impact of behavioral factors and external factors affecting investors' decisions in the Tehran Stock Exchange*, Master's Farvardin institute of higher education]. Faculty of Humanities and Management.[In Persian]
- Rafay, A., & Mustafa, S. (2023). Interplay Among Personality Traits and Investment Decision Making With Mediating: Role of Financial Risk Tolerance. *International Journal of Social Science & Entrepreneurship*, 3(2), 137-162.

- Salimi, M., Ebrahimi Shaghaghi, M., & Mashayekhi Fard, S. (2021). Investigating the Effect of Personality Traits and Individual Motivation on the Tendency of Investors' Herd Behavior with the Moderating Role of Experience and Financial Knowledge in Tehran Stock Exchange, *Financial and Behavioral Researches in Accounting*, 1(2), 1-20. <https://doi.org/10.30486/FBRA.2021.1946138.1051> [In Persian]
- Sandelowski, M., & Barroso, J. (2007). *Handbook for synthesizing qualitative research*. New York: Springer.
- Subramanian, S., & Harini, B. (2023, 2023/05/10). Influence of Big Five Personality Traits on the Investment Decisions of Investors-Empirical Approach. *Proceedings of the International Conference on Emerging Trends in Business & Management (ICETBM 2023)*,
- Yousef, A., A. Abu-Rumman, A., Satea Al-Alani, Y., & Alhorani, A. (2019). Impact of Behavioral Finance on Stock Investment Decisions Applied Study on a Sample of Investors at Amman Stock Exchange. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(2).