

# Studying the Effect of Investors' Personality on their Business Behavior and Investment Performance: Evidences of Tehran Stock Exchange

**Naser Jamshidi**

\*Corresponding author, Ph.D. Student in Financial Management, Faculty of Management and Accounting, University of Shahid Beheshti, Tehran, Iran. E-mail: njamshidi@ut.ac.ir

**Hassan Ghalibaf Asl**

Associate Prof. in Financial Management, Faculty of Social and Economic Sciences, University of Alzahra, Tehran, Iran. E-mail: h\_ghalibaf@gmail.com

## Abstract

**Objective:** To date, the main source of inspiration for behavioral finance scholars has been cognitive psychology. This study builds on this tradition by merging in insights from yet another psychological sub-discipline: personality psychology. We argue that a human being's personality is a key determinant of his/her behavior and performance. We illustrate, for a subset of five personality traits (locus of control, maximizing tendency, self-monitoring, sensation seeking and type-A/B behavior), how this logic can be applied in the context of the study of traders' behavior and performance.

**Methods:** we investigated the behavioral and functional components of 380 individual investors in the stock market using survey method and collecting the questionnaire.

**Results:** The results suggested that Investors with an external locus of control, type-A behavior and high maximizing tendency are busy working on trading more frequently. Investors with an external locus of control, high sensation seeking and high self-monitoring have a less diverse portfolio. Finally, the frequency of transactions is related to better performance, while portfolio diversification does not affect the performance of the individuals.

**Conclusion:** Different personality traits affect distinct components of trading behavior, and so trading performance.

**Keywords:** Personality, Investor behavior, Investor performance, Portfolio diversification, Trading frequency.

**Citation:** Jamshidi, N., & Galibaf Asl, H. (2018). Studying the Effect of Investors' Personality on their Business Behavior and Investment Performance: Evidences of Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 20(1), 75-90. (in Persian)

---

Financial Research Journal, 2018, Vol. 20, No.1, pp. 75-90

DOI: 10.22059/jfr.2018.252796.1006612

Received: November 17, 2017; Accepted: February 16, 2018

© Faculty of Management, University of Tehran

# بررسی تأثیر شخصیت سرمایه‌گذاران بر رفتار معاملاتی و عملکرد سرمایه‌گذاری آنان؛

## شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران

ناصر جمشیدی

\* نویسنده مسئول، دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران. رایانامه: njamshidi@ut.ac.ir

حسن قالیباف اصل

دانشیار مدیریت مالی، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی دانشگاه الزهراء، تهران، ایران. رایانامه: h\_ghalibaf@gmail.com

### چکیده

**هدف:** تا کنون، منبع اصلی الهام‌بخش دانشمندان مالی رفتاری، روان‌شناسی شناختی بوده و مفاهیم مرتبط با روان‌شناسی شخصیت کمتر در کانون توجه قرار گرفته است. از آنجا که شخصیت انسان نقش مهمی در تعیین رفتار و عملکردش دارد، در این پژوهش نشان خواهیم داد که چگونه می‌توان این اصل را در زمینه مطالعه رفتار و عملکرد سرمایه‌گذاران برای یک زیرمجموعه مشخص از پنج ویژگی شخصیتی (مرکز کنترل، تمایل به حداکثرسازی، خودارزیابی، هیجان‌خواهی و رفتارهای نوع A و B) به کار برد.

**روش:** مؤلفه‌های رفتاری و عملکردی ۳۸۰ نفر از سرمایه‌گذاران حقیقی فعال در بازار سرمایه به روش پیمایشی و با استفاده از پرسش‌نامه بررسی شد.

**یافته‌ها:** نتایج نشان می‌دهد فراوانی معامله افراد با مرکز کنترل بیرونی، رفتار نوع A و تمایل به حداکثرسازی زیاد، بیشتر است (بیشتر خرید و فروش می‌کنند). همچنین افراد با مرکز کنترل بیرونی و خودارزیابی و هیجان‌خواهی زیاد، تنوع پرتفوی کمتری دارند. در نهایت اینکه فراوانی معاملات بیشتر با عملکرد بهتر مرتبط است، در حالی که تنوع پرتفوی تأثیری بر عملکرد افراد ندارد.

**نتیجه‌گیری:** ویژگی‌های شخصیتی متفاوت، اجزای متمایز رفتار معاملاتی و به دنبال آن عملکرد معاملاتی را متأثر می‌کند.

**کلیدواژه‌ها:** شخصیت، رفتار سرمایه‌گذاران، عملکرد سرمایه‌گذاری، تنوع پرتفوی، فراوانی معاملات.

**استناد:** جمشیدی، ناصر؛ قالیباف اصل، حسن. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر شخصیت سرمایه‌گذاران بر رفتار معاملاتی و عملکرد سرمایه‌گذاری آنان؛ شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۰(۱)، ۷۵-۹۰.

فصلنامه تحقیقات مالی، ۱۳۹۷، دوره ۲۰، شماره ۱، صص. ۷۵-۹۰

DOI: 10.22059/jfr.2018.252796.1006612

دریافت: ۱۳۹۶/۰۸/۱۱، پذیرش: ۱۳۹۶/۱۱/۲۷

© دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

## مقدمه

حجم زیادی از مطالعات اقتصاد مدرن روی این مفهوم بنا شده‌اند که ذات بشر عقلانیتی دارد که به دنبال حداکثر کردن ثروت با کمترین ریسک است. سرمایه‌گذاران با به کارگیری این عقلانیت، به ارزیابی ریسک و بازده گزینه‌های سرمایه‌گذاری موجود می‌پردازند تا یک پرتفوی متناسب با سطح ریسک‌گریزی خود انتخاب کنند. مدل‌هایی که بر مبنای این فرض‌ها بنا شده‌اند، درباره اینکه بازار چگونه کار می‌کند، بینشی قوی ایجاد می‌کنند. برای نمونه، در مورد مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای<sup>۱</sup>، فرض بر این است که سرمایه‌گذاران از بین پرتفوی متنوع بازار و اوراق بدون ریسک، ترکیب سرمایه‌گذاری‌های خود را انتخاب می‌کنند. در مدل انتظارات عقلانی گراسمن و استیکلیتز (۱۹۸۰) فرض بر این است که برخی سرمایه‌گذاران با استفاده از اطلاعاتی که بابت آن هزینه کرده‌اند، سرمایه‌گذاری کرده و برخی دیگر به طور منفعل سرمایه‌گذاری می‌کنند. بر این اساس، سرمایه‌گذاران فعالی که با استفاده از اطلاعات خریداری شده سرمایه‌گذاری می‌کنند، از بازده قبل از کسر هزینه اطلاعات بیشتری به دست می‌آورند، اما در نقطه تعادل، همه سرمایه‌گذاران مطلوبیت مورد انتظار یکسانی دارند. به گفته کیلی (۱۹۸۵) سود به دست آمده توسط سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات نهانی، حاصل زیان سرمایه‌گذاران مبتدی است که تصادفی خرید و فروش می‌کنند.

با این حال مطالعات تجربی نشان داده‌اند که در دنیای عمل، رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی با این مدل‌ها متفاوت است. بیشتر سرمایه‌گذاران حقیقی، پرتفوی‌های غیرمتنوعی نگهداری کرده (ایوکویچ، سیالم و ویسبنر، ۲۰۰۸؛ دورن و هابرم، ۲۰۰۵) و بدون داشتن اطلاعات خاص، به طور فعال خرید و فروش و سفته‌بازی می‌کنند و متحمل زیان می‌شوند (باربر و اودن، ۲۰۰۰)، بسیاری از آن‌ها تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سیستماتیک (یکطرفه و سوگیرانه) می‌گیرند و تصادفی مبادله نمی‌کنند و به طور کلی تصمیم‌گیری آن‌ها بیش از آنکه مبتنی بر تحلیل و منطق باشد، بر اساس احساسات و باورهایشان است (باربر و اودن، ۲۰۱۱). به طور کلی شواهد تجربی از بررسی‌های آزمایشگاهی و میدانی نشان می‌دهد قیمت‌ها همیشه منعکس‌کننده ارزش‌های بنیادی نیستند و رفتار فردی و پیش‌بینی قیمت‌ها، اغلب با تئوری انتظارات عقلایی ناسازگار است (ویتلوستوین و موهفلد، ۲۰۰۸).

تا کنون در چارچوب مالی رفتاری، دو جریان اصلی از تحقیقات پدیدار شده است. نخستین جریان عمدتاً در زمینه قیمت‌داری‌ها و بحث درباره فرضیه کارایی بازار است و برای مثال بر پدیده‌هایی همچون حباب قیمتی و سقوط‌های بازار تمرکز می‌کند. دومین جریان بر رفتار سرمایه‌گذار و پدیده‌هایی همچون حساب‌انگاری ذهنی<sup>۲</sup> و زیان‌گریزی<sup>۳</sup> تمرکز دارد. با این حال، مطالعه در زمینه رفتار سرمایه‌گذار فقط به وجود سوگیری‌های رفتاری محدود نمی‌شود. به بیانی دیگر، فراتر از شواهد مرتبط با وجود سوگیری در رفتار فردی و پیش‌بینی‌ها، مطالعات گذشته همچنین تفاوت‌هایی میان افراد را نشان می‌دهند: نخست، در مستعد بودن افراد به بروز سوگیری‌ها؛ دوم، در رفتار و استراتژی‌های معاملاتی آن‌ها و سوم، در عملکرد معاملاتی‌شان (ویتلوستوین و موهفلد، ۲۰۰۸). از طرفی دیگر، مطالعات روان‌شناسی نشان می‌دهد که شخصیت انسان تعیین‌کننده کلیدی رفتار و عملکردش است (کانلین و همکاران، ۲۰۱۵)، بنابراین می‌تواند به توصیف

1. CAPM  
2. Mental accounting  
3. Loss aversion

تفاوت‌های بین افراد در ارتباط با مستعد بودن برای بروز سوگیری‌ها و در ارتباط با سبک و رفتار معاملاتی و متعاقب آن، عملکرد معاملاتی کمک کند. با این حال، تحقیقات مالی رفتاری تا کنون بیشتر بر روان‌شناسی شناختی<sup>۱</sup> (بررسی سوگیری‌های رفتاری) متمرکز بوده و کمتر پیوند میان روان‌شناسی شخصیت<sup>۲</sup> و مالی رفتاری را نشان داده‌اند. افراد با ویژگی‌های شخصیتی و جمعیت‌شناختی مختلف، احتمالاً رفتار و استراتژی‌های معاملاتی مختلفی را ترجیح داده و از خود بروز می‌دهند و این موجب عملکرد متفاوت آن‌ها در مقایسه با یکدیگر یا در مقایسه با میانگین عملکرد بازار می‌شود (عملکرد بهتر یا بدتر از میانگین بازار). به نظر می‌رسد در سطح خرد مالی رفتاری، این دو بعد روان‌شناسی، یعنی روان‌شناسی شناختی و روان‌شناسی شخصیت می‌توانند مکمل یکدیگر باشند و نادیده گرفتن هر یک از آن‌ها به ایجاد درک ناقصی از واقعیت رفتار سرمایه‌گذاران منجر خواهد شد. به بیان دیگر، با در نظر گرفتن هر دو بعد می‌توان با چشم‌انداز جامع‌تری به بررسی رفتار و عملکرد سرمایه‌گذاران حقیقی پرداخت و چارچوبی جامع‌تری ارائه کرد. بر این اساس، در تحقیق حاضر در نظر داریم به آنچه در بررسی رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی کمتر توجه شده بپردازیم، یعنی ویژگی‌های فردی اعم از شخصیتی و جمعیت‌شناختی سرمایه‌گذار را بررسی کنیم. به بیانی دیگر، تأثیری که ویژگی‌های فردی از قبیل تیپ شخصیتی، میزان هیجان‌خواهی<sup>۳</sup>، مرکز کنترل<sup>۴</sup>، خودارزیابی<sup>۵</sup>، توانایی‌های شناختی<sup>۶</sup>، تجربه، جنسیت، بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران حقیقی دارد را بررسی می‌کنیم.

### پیشینه پژوهش

در دو دهه اخیر، حوزه مالی رفتاری موضوع بخش زیادی از تحقیقات مالی بوده است و توجه محققان مالی و اقتصادی به این حوزه همچنان رو به افزایش است. در این میان، نحوه رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی در حوزه مالی رفتاری (در سطح خرد) تا کنون موضوع تحقیقات بی‌شماری بوده و از ابعاد مختلف بررسی شده است؛ تحقیقاتی که از سوگیری‌های رفتاری تا بررسی تأثیر هوش و عصب‌شناسی را دربرمی‌گیرد. این گستردگی دامنه تحقیقات، گاهی با انتقادهایی نیز مواجه شده است. منتقدان همواره بیان می‌کنند که ادبیات مالی رفتاری پراکنده است، عمومیت ندارد، غیرسیستماتیک بوده و هماهنگی و ترتیب ندارد. با این حال، همان‌طور که شفرین (۲۰۱۰) اشاره می‌کند، نداشتن نظم و ترتیب از یک جنبه ویژگی مثبتی محسوب می‌شود؛ زیرا مالی رفتاری مفهوم جدیدی است و این ممکن است اشتباه باشد که خیلی زود دامنه تحقیق و بررسی آن را محدود کنیم و جلوی ایجاد بینش‌های جدید و اساسی را بگیریم. در سطح خرد مالی رفتاری (سطح فردی)، تا کنون بیشتر تحقیقات در زمینه حوزه روان‌شناسی شناختی و به طور مشخص، بررسی سوگیری‌های رفتاری بوده است و تحقیقات کمی پیوند میان روان‌شناسی شخصیت و مالی رفتاری را نشان داده‌اند. در ادامه به برخی از آن‌ها اشاره می‌شود.

1. Cognitive psychology
2. Personality psychology
3. Sensation seeking
4. Locus of control
5. Self-assessment
6. Cognitive abilities

مک آینیش (۱۹۸۰ و ۱۹۸۲) در دو مطالعه اولیه خود، ریسک فرصت‌های سرمایه‌گذاری را به نگرش نسبت به ریسک و ویژگی شخصیتی که مرکز کنترل نامید، نسبت داد. این ویژگی نشان‌دهنده درجه‌ای است که افراد احساس می‌کنند می‌توانند زندگی خود را کنترل کنند و قابلیت اثرگذاری بر محیط خود را دارند. به افراد معتقد به کنترل قوی درونی‌ها<sup>۱</sup> و نقطه مقابل آن‌ها بیرونی‌ها<sup>۲</sup> گفته می‌شود. مک آینیش بر اساس نمونه‌ای از دانشجویان در یک تحقیق آزمایشگاهی نتیجه گرفت که بیرونی‌ها تمایل کمتری به داشتن پرتفوی ریسکی دارند. گرچه در مطالعه بعدی (۱۹۸۲) از سرمایه‌گذاران واقعی (با لحاظ کردن سن، تجربه سرمایه‌گذاری و وضعیت تأهل)، دریافت که بیرونی‌ها به انتخاب پرتفوی پرریسک‌تر تمایل دارند. چوی (۲۰۰۱) به طور آزمایشگاهی به بررسی اثر تمایلاتی<sup>۳</sup> - تمایل به فروش سریع سهام برنده و نگهداری طولانی سهام بازنده - و اثر ویژگی مرکز کنترل پرداخت و دریافت که بیرونی‌ها از طریق اثر تمایلاتی کمتر متأثر می‌شوند. بیاس، هیلتون، مازوریر و پاگت (۲۰۰۵) اثر فرااعتمادی<sup>۴</sup> (تمایل افراد به داشتن اعتماد بیش از حد نسبت به توانایی‌ها و دانششان) و یک ویژگی شخصیتی به نام خودارزیابی را بر عملکرد معاملاتی در یک بازار دارایی آزمایشی بررسی کرد. به طور کلی، افراد با ویژگی خودارزیابی بالا، حساسیت اجتماعی بیشتری از افراد با خودارزیابی پایین دارند و افراد با خودارزیابی پایین، از واکنش‌های دیگران آگاهی کمتری داشته یا حداقل کمتر نگران آن هستند. آن‌ها به شواهدی در حمایت از این فرضیه دست یافتند که بیان می‌کند افراد با ویژگی خودارزیابی بالا به عملکرد معاملاتی بالاتری دست می‌یابند؛ با این حال، این اثر فقط برای مردان معنادار است. فنتون، نیکلسون، سوانی و ویلیام (۲۰۰۵) اثر توهم کنترل<sup>۵</sup> - یک سوگیری شناختی - و یکسری از ویژگی‌های شخصیتی که به مدل پنج عاملی شخصیت<sup>۶</sup> معروف است را بر بازده کلی، بررسی کردند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که توهم کنترل تأثیر معناداری بر بازدهی ندارد و ویژگی بازبودن نسبت به کسب تجربه و روان رنجوری، به ترتیب بر بازدهی تأثیر مثبت و منفی می‌گذارند.

یکی دیگر از ویژگی‌های شخصیتی که بر رفتار معاملاتی و به طور مشخص بر حجم مبادلات تأثیر می‌گذارد، روحیه هیجان‌خواهی سرمایه‌گذاران است. گرینبال و کلوهاریو (۲۰۰۶) با استفاده از داده‌های بازار فنلاند، ارتباط بین هیجان‌خواهی و حجم مبادلات را بررسی کردند. هیجان‌خواهی درجه‌ای که فرد به دنبال تنوع، احساسات شدید و تجربه است را بررسی می‌کند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد هیجان‌خواهی روی حجم مبادلات تأثیر مثبت دارد. دورن و سنگمولر (۲۰۰۹) روی ۱۰۰۰ سرمایه‌گذار یک کارگزاری تخفیفی<sup>۷</sup> (کارگزاری‌های بزرگ با حداقل خدمات و حداقل کمیسیون) در آلمان، تحقیق پیمایشی انجام دادند. آن‌ها از سرمایه‌گذاران خواستند تا موافقت و مخالفت خود را با این چهار سؤال بیان کنند: ۱. آیا از سرمایه‌گذاری لذت می‌برید؟ ۲. آیا از پیشنهادهای ریسکی که به شما می‌شود، لذت می‌برید؟ ۳. بازی وقتی جذاب می‌شود که پای پول وسط باشد؟ ۴. قمار با افزایش حجم آن جذاب‌تر می‌شود؟

1. Internals
2. Externals
3. Disposition effect
4. Overconfidence
5. Fallacy of control
6. Big 5
7. Large discount brokerage (LDB)

سرمایه‌گذارانی که با این سؤال‌ها موافق بودند، گرایش بیشتری به افزایش حجم مبادلات داشتند. ویتلوستوین و موهفلد (۲۰۰۸) در تحقیق خود تأثیر شش ویژگی شخصیتی بر رفتار و عملکرد معامله‌گران را بررسی کردند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد افراد آرام‌تر که بیشتر مستعد به پشیمان شدن هستند، فراوانی معاملاتی کمتری دارند و برای استفاده از فرصت‌های آربیتراژ، تمایل کمتری نشان می‌دهند.

محققانی که به مطالعه در زمینه رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی پرداخته‌اند، عمدتاً ویژگی‌های جمعیت‌شناختی سرمایه‌گذاران، همچون مهارت‌های سرمایه‌گذاری، توانایی‌شناختی، میزان ضریب هوشی، جنسیت و... را نیز بررسی کرده‌اند. برای نمونه، کورنیوتیز و کومار (۲۰۰۹) با استفاده از یک پایگاه داده کارگزاری تخفیفی، ارتباط میان سن و عملکرد را تحلیل کردند. با عنایت به اینکه توانایی‌های شناختی (توانایی شخص برای انجام فعالیت‌های ذهنی مرتبط با یادگیری و حل مسئله) با بالارفتن سن کاهش می‌یابد، محققان به این نتیجه رسیده‌اند که با افزایش سن، نرخ بازده پرتفوی سرمایه‌گذاران افت می‌کند. باربر و اودن (۲۰۰۱) عملکرد زنان و مردان را با استفاده از پایگاه داده یک کارگزاری تخفیفی مقایسه کرد. نتایج تحقیق میزان گردش معاملات سالانه مردان را ۸۰ درصد نشان داد، در حالی که این مقدار برای زنان حدود ۵۰ درصد گزارش شد. هر دو گروه عملکرد ضعیفی داشتند، با این حال مردان ضعیف‌تر از زنان عمل کرده بودند. به طور کلی نتیجه تحقیقات صورت پذیرفته در ارتباط با تأثیر ویژگی‌های شخصیتی بر رفتار و عملکرد سرمایه‌گذاران نشان می‌دهد ویژگی‌های شخصیتی متفاوت، به رفتار معاملاتی متفاوت و متعاقب آن، عملکرد معاملاتی متفاوتی منجر خواهد شد. به طور مشخص، افراد با ویژگی‌های هیجان‌خواهی، معاملات بیشتری انجام می‌دهند؛ افراد با مرکز کنترل بیرونی، پرتفوی ریسک‌دارتر و با تنوع کمتری دارند؛ افراد با خودارزیابی بالا، عملکرد معاملاتی (بازده) بهتری دارند؛ و در نهایت افراد با شخصیت نوع B (افراد آرام‌تر) معاملات کمتری انجام می‌دهند. تحقیقات در زمینه ارتباط بین فراوانی معاملات و بازدهی نیز نشان می‌دهد که اغلب، فراوانی معاملاتی بیشتر به بازدهی کمتری می‌انجامد، با این حال در برخی موارد، افرادی که به دلیل مزیت اطلاعاتی، فراوانی بیشتری داشته‌اند، توانسته‌اند بازدهی بالاتری نیز داشته باشند. همچنین در حالی که انتظار می‌رود تنوع بیشتر موجب کاهش ریسک و عملکرد بهتر شود، تحقیقات نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران با پرتفوی متمرکز معمولاً عملکرد بهتری دارند.

در رابطه با بررسی تأثیر شخصیت بر رفتار و عملکرد معاملاتی در بازار سرمایه ایران، تا کنون در مطالعه‌ای ارتباط بین ویژگی‌های شخصیتی و رفتار معاملاتی (فراوانی معاملات بالا/پایین و پرتفوی متنوع - متمرکز) بررسی نشده و در مطالعات صورت پذیرفته، به طور عمده بر ارتباط بین سوگیری‌های رفتاری و عملکرد و در مواردی، ارتباط بین ویژگی‌های شخصیتی و سوگیری‌های رفتاری تمرکز شده است. علاوه بر این، ویژگی‌های شخصیتی که در تحقیقات پیشین بررسی شده‌اند، برگرفته از مدل پنج عامل شخصیتی (BIG 5) بوده است؛ با این حال محققان در پژوهش حاضر، آن دسته از ویژگی‌های شخصیتی را که اعتقاد داشتند برای محیط خاصی مثل بازار سهام، ملموس‌تر و مناسب‌تر است، بررسی کرده‌اند. در ادامه به برخی از این تحقیقات اشاره می‌شود.

سعدی، قلی‌پور و قلی‌پور (۱۳۸۹) در تحقیقی ارتباط بین شخصیت و خطاهای ادراکی سرمایه‌گذاران را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که خطاهای ادراکی، رابطه معناداری با شخصیت سرمایه‌گذاران دارد؛ به طوری که بین

برون‌گرایی و گشودگی با خطای پیش‌بینی و بیش‌اطمینانی، و همچنین بین روان‌رنجوری با خطاهای تصادفی بودن و دسترسی، رابطه مستقیم وجود دارد. جلیلود، رستمی و رحمانی (۱۳۹۵) پژوهشی با هدف شناسایی عوامل تأثیرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاران انجام دادند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد هم عوامل رفتاری (از جمله ویژگی‌های شخصیتی) و هم عوامل اقتصادی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران مؤثر است.

بدری و عزآبادی (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی رفتار معاملاتی و عملکرد معاملاتی انواع سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و دریافتند که سرمایه‌گذاران حقیقی، رفتارهایی همچون رفتار جمعی از خود نشان می‌دهند. یزدانی و مشتاقی (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی تأثیر عوامل روان‌شناختی بر فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی پرداختند. بر اساس نتایج تحقیق آن‌ها عوامل روان‌شناختی شامل خطاهای ادراکی بر تصمیم سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است. لاجوردی و فائز (۱۳۹۴) تأثیر تیپ‌های شخصیتی را بر نوع سرمایه‌گذاری بررسی کردند و نتیجه گرفتند که برخی از ابعاد مختلف شخصیتی از جمله برون‌گرایی، سازگاری و وظیفه‌شناسی، بر نوع سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری می‌گذارد.

### فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی اول: شخصیت سرمایه‌گذاران بر رفتار (استراتژی) معاملاتی آن‌ها اثرگذار است.

- فرضیه فرعی ۱: شخصیت سرمایه‌گذاران بر تنوع پرتفوی اثرگذار است.
- فرضیه فرعی ۲: شخصیت سرمایه‌گذاران بر فراوانی معاملات (استراتژی فعال یا خرید و نگهداری) آنان اثرگذار است.

فرضیه اصلی دوم: رفتار معاملاتی مختلف (از حیث فراوانی معاملات و تنوع پرتفوی) به عملکرد متفاوتی منجر می‌شود.

- فرضیه فرعی ۱: فراوانی معاملات بر عملکرد سرمایه‌گذاران اثرگذار است.
- فرضیه فرعی ۲: تنوع پرتفوی بر عملکرد سرمایه‌گذاران اثرگذار است.

### روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از نظر هدف توصیفی به شمار می‌رود و از نظر ماهیت پس‌رویدادی محسوب می‌شود. روش تحقیق از نوع روش پیمایش بوده و ابزار گردآوری داده‌ها نیز پرسش‌نامه است. برای جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز، پرسش‌نامه تحقیق ابتدای سال ۱۳۹۶ در اختیار پاسخ‌دهندگان قرار گرفت و از آن‌ها درخواست شد تا با توجه عملکرد سرمایه‌گذاری خود در سال ۱۳۹۵ به پرسش‌ها پاسخ دهند.

در این پژوهش، به طور مشخص پنج ویژگی شخصیتی، شامل مرکز کنترل، هیجان‌خواهی، تمایل به حداکثرسازی منافع، خودارزیابی و رفتارهای نوع A و B بررسی شده است. ویژگی شخصیتی زیادی وجود دارد که می‌توان برای بررسی انتخاب کرد، از جمله مجموعه‌های جامعی نظیر مدل پنج بعد شخصیتی یا ویژگی‌های فردی. در این زمینه باید به این نکته اشاره کرد که هرچند نتیجه تحقیقات نشان داده است که مدل پنج بعد شخصیتی تا حد زیادی حوزه گسترده‌ای از شخصیت را پوشش می‌دهد (رایبیز، ۲۰۰۲)، از سویی دیگر، ساخت‌های شخصیتی مشخصی ممکن است در زمینه‌های

خاص مفیدتر باشند، به ویژه زمانی که هدف شناسایی جزئیاتی باشد که ارتباطشان با ساخت‌های شخصیتی خاص ملموس‌تر است. بر این اساس در این تحقیق، صفات فردی منتخبی که بیشتر در حوزه مالی بررسی شده‌اند (در بخش پیشینه تحقیق به آن‌ها اشاره شد) مد نظر قرار گرفته است.

### تمایل به حداکثرسازی

درجه‌ای را نشان می‌دهد که افراد برای حداکثرسازی یک هدف در وضعیت‌های منتخب تلاش می‌کنند و مخالف راضی بودن است؛ در حالی که هدف افراد قانع، یافتن هر راه حلی است که حداقل رضایت را در آستانه قابل قبول فراهم آورد، افراد حداکثرگرا به دنبال یافتن راه حل‌های بهینه هستند (آینگار، ولز و اسکوارتز، ۲۰۰۶).

### هیجان خواهی

این واژه به معنای جست‌وجوی تنوع، احساسات شدید و تجربه و همچنین تمایل به پذیرش ریسک‌های مالی، قانونی و فیزیکی به دلیل چنین تجربه‌هایی تعریف می‌شود. تحقیقات در حوزه ژنتیک رفتاری، روان‌شناسی عصبی و روان‌شناسی فیزیولوژیکی نشان‌دهنده شواهدی از مشخصه ژنتیکی مهمی از هیجان‌خواهی است. تفاوت‌های هیجان‌خواهی با تفاوت‌های فردی در سطوح بهینه برانگیختگی و تحریک مرتبط است (زاگرم، ۱۹۹۴). در تحقیقات قبلی مشخص شده است که هیجان‌خواهی به طور مستقیم با رفتارهایی همچون مصرف الکل و قماربازی ارتباط دارد (براتکو و باتکوویچ، ۲۰۰۳). افرادی که هیجان‌خواهی بیشتری دارند، وضعیت‌های ریسکی و جدید را فعالانه دنبال می‌کنند و افرادی که هیجان‌خواهی کمی دارند، موقعیت‌های باثبات، امنیت و قابل پیش‌بینی را ترجیح می‌دهند (ویتلوستوین و موهفلد، ۲۰۰۸).

### خودارزیابی

افراد به میزان‌های متفاوتی رفتارهای معرف خود را مشاهده و کنترل می‌کنند. افرادی که خودارزیابی زیادی دارند، معرفی خودشان را به دلیل نمایش عمومی مطلوب، مدیریت می‌کنند و به نشانه‌های بین شخصی و اجتماعی مربوط به عملکرد مناسب، بسیار حساس و علاقه‌مندند. افرادی که خودارزیابی کمتری دارند، توانایی یا انگیزه‌ای برای مدیریت معرفی خودشان ندارند. به طور کلی، حساسیت بیشتر به نشانه‌ها، موجب خودارزیابی بیشتر همراه با رمزگشایی محیط‌های خاص و رفتار سایر بازیگران می‌شود و به آن‌ها اجازه می‌دهد که از این ویژگی به نفع خود استفاده کنند (ویتلوستوین و موهفلد، ۲۰۰۸).

### مرکز کنترل

یکی از مشخصه‌های شخصیتی مهم و مستند است که به تفاوت‌های فردی و در باور کلی، به کنترل درونی در مقابل کنترل بیرونی اشاره دارد. افراد با مرکز کنترل درونی، خود را به عنوان عنصر فعال و تعیین‌کننده سرنوشتشان در نظر می‌گیرند و به توانایی خود برای تأثیرگذاری بر محیط اطمینان دارند. در طرف مقابل، افراد با مرکز کنترل بیرونی خود را عنصر منفعل در نظر می‌گیرند و معتقدند که رویدادهای زندگی نشئت گرفته از عوامل خارج از کنترل آن‌ها است. این ویژگی تفاوت‌های اساسی بین افراد را نشان می‌دهد. ادراک کنترل در مدیریت مؤثر مسائل به نظر مهم است و به طور بالقوه بر رفتار در محیط مالی تأثیر می‌گذارد (چوی، ۲۰۰۱).



### رفتار نوع A یا B

رفتار نوع A به افرادی مربوط می‌شود که درگیر مبارزه‌های تهاجمی و بی‌وقفه برای کسب بیشترین موفقیت در کمترین زمان هستند. آن‌ها با خصوصیتی همچون احساس اضطراب زمانی، خصومت‌های بین فردی، تخطی، تحریک‌پذیری، بی‌حوصلگی و سطح بالایی از رقابت‌پذیری شناخته می‌شوند. افرادی که این الگوهای رفتاری در آن‌ها کمتر وجود دارد، افراد نوع B نامیده می‌شوند. اشخاص نوع A به دلیل کم‌طاقتی و رقابت‌پذیری، رفتارهای مبتنی بر همکاری کمتری از خود نشان می‌دهند و همچنین مشکلات بیشتری برای یادگیری سودمندترین استراتژی در وضعیت‌های دشوار (وضعیت‌های دو راهی) دارند. محققان در مطالعات قبلی نشان داده‌اند که موقعیت اشخاص نوع A با استانداردهای عملکرد بالا و اصرار برای نمایش تلاش در ارتباط است (ویتلوستوین و موهلفلد، ۲۰۰۸).

در این تحقیق برخی از ویژگی‌های جمعیت‌شناختی مانند سن، جنسیت و تجربه سرمایه‌گذاری که در تحقیقات قبلی (کورنیوتیز و کومار، ۲۰۰۹؛ گرینبالت، کلوهارجو و لینایما، ۲۰۱۰؛ باربر و اودن، ۲۰۰۱) بررسی شده‌اند و می‌توانند بر رفتار و عملکرد افراد در زمینه سرمایه‌گذاری تأثیرگذار باشند نیز، در نظر گرفته شده‌اند. رفتار و استراتژی‌هایی که در این تحقیق بررسی می‌شوند، استراتژی تنوع پرتفوی (متمرکز- متنوع) و فراوانی معاملات (فعال - خرید و نگهداری) است.

**تنوع پرتفوی:** منظور از تنوع پرتفوی مطابق تحقیق ایوکویچ و همکاران (۲۰۰۸) میانگین تعداد نماد موجود در پرتفوی هر سرمایه‌گذار در دوره بررسی است. در این تحقیق از افراد درخواست شد که میانگین تعداد نماد موجود در پرتفوی خود را در دوره پژوهش (سال ۱۳۹۵) به صورت یک عدد مطلق بیان کنند.

**فراوانی معاملات (استراتژی فعال - خرید و نگهداری):** با اقتباس از تحقیق ویتلوستوین و موهلفلد (۲۰۰۸) فراوانی معاملات بر اساس تعداد معاملات (خرید/فروش) افراد طی دوره پژوهش مشخص می‌شود. افرادی که به طور میانگین در سال کمتر از ۱۰ خرید و فروش انجام می‌دهند، در دسته افراد با فراوانی معاملاتی پایین (استراتژی خرید و نگهداری) هستند و افرادی که بیش از ۱۰ خرید و فروش انجام می‌دهند در دسته فعال‌ها قرار می‌گیرند. شایان ذکر است که مبنای ۱۰ خرید و فروش در سال، قراردادی است.

**عملکرد سرمایه‌گذار:** بر اساس بازده به دست آمده پرتفوی سرمایه‌گذار در دوره بررسی مشخص می‌شود.

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش را کلیه سرمایه‌گذاران حقیقی فعال بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهد. در این تحقیق سرمایه‌گذاران فعال به افرادی اطلاق می‌شود که طی هر ماه دست کم در یک خرید و فروش سهم داشته باشند. بر اساس آخرین آمار اعلام شده از مدیریت ناشران شرکت سپرده‌گذاری مرکزی، تعداد سرمایه‌گذارانی که در ماه دست کم یک بار خرید و فروش انجام داده‌اند ۳۹۹۹۱ نفر بوده است (پایگاه اطلاع‌رسانی بازار سرمایه ایران).<sup>۱</sup>

بر اساس فرمول کوکران برای نمونه‌گیری از جامعه محدود (خاکي، ۱۳۷۸)، با سطح خطای ۵ درصد و تعداد ۳۹۹۹۱

هزار سرمایه‌گذار فعال، حجم نمونه ۳۸۰ نفر به دست آمد.

$$n = \frac{Nz^2p(1-p)}{Nd^2 + z^2p(1-p)} = \frac{39991 \times 1.96^2 \times 0.25}{(39991 \times 0.5) + 1.96^2 \times 0.25} = 380 \quad \text{رابطه (۱)}$$

n تعداد نمونه؛ N تعداد افراد جامعه؛ P نسبتی از جمعیت دارای صفت مد نظر؛ d میزان خطای مجاز؛ Z متغیر نرمال استاندارد.

### ابزار و روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این تحقیق برای جمع‌آوری داده‌ها از پرسش‌نامه محقق ساخته استفاده شده است. پرسش‌نامه این پژوهش در سه بخش کلی تنظیم شد؛ بخش اول به اطلاعات جمعیت‌شناختی سرمایه‌گذاران از قبیل سن، جنسیت، میزان تجربه سرمایه‌گذاری و... اختصاص داشت. بخش دوم شامل گزاره‌های مربوط به ابعاد شخصیتی بود که برای هر بعد، از پرسش‌نامه استاندارد آن استفاده شد (به طور مثال برای سنجش میزان هیجان‌خواهی سرمایه‌گذاران از پرسش‌نامه هیجان‌خواهی زاگرم (۱۹۹۴)، برای بعد تمایل به حداکترسازی از پرسش‌نامه تحقیق دیاب، گیلسپای و هایهوس، (۲۰۰۸) و...). بخش سوم نیز دربردارنده اطلاعات مربوط به وضعیت سرمایه‌گذاری افراد، از قبیل تعداد میانگین نماد موجود در پرتفوی، میانگین تعداد خرید/فروش در سال، بازده و... بود. شایان ذکر است که برای جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز، لینک پرسش‌نامه به صورت الکترونیکی در اختیار افرادی که در بازار سهام فعالیت دارند، قرار گرفت که از این طریق حدود ۲۲۰ پرسش‌نامه کامل جمع‌آوری گردید و سایر پرسش‌نامه‌ها (۱۶۰ مورد) نیز از طریق مراجعه حضوری به تالار بورس و شرکت‌های کارگزاری تکمیل شد.

با توجه به ماهیت سؤال‌های پرسش‌نامه، در این تحقیق از دو مدل رگرسیونی حداقل مربعات معمولی (OLS) و رگرسیون لجستیک استفاده شده است. در مواردی که مقیاس متغیر وابسته از نوع کمی (فاصله‌ای یا نسبی) بود (مانند میزان بازدهی یا میانگین تعداد نماد موجود در پرتفوی)، از رگرسیون OLS استفاده شد و زمانی که متغیر وابسته تحقیق ماهیت دوجویی داشت (مانند فراوانی معاملات بالا و پایین)، رگرسیون لجستیک به کار رفت. همچنین تحلیل داده‌ها در نرم‌افزار SPSS انجام گرفت.

### یافته‌های پژوهش

جدول شماره ۱ ویژگی‌های سرمایه‌گذاران پاسخ‌دهنده به پرسش‌نامه را نشان می‌دهد. همان‌طور که در جدول ۱ ملاحظه می‌شود، میانگین سن سرمایه‌گذاران پاسخ‌دهنده کمابیش ۳۲ سال است، کوچک‌ترین فرد پاسخ‌دهنده در رده سنی ۱۸ سال و بزرگ‌ترین آن‌ها در رده سنی ۵۶ سال قرار دارد. اغلب پاسخ‌دهندگان مرد (۷۳ درصد مرد و ۲۷ درصد زن) هستند. میانگین تجربه سرمایه‌گذاری پاسخ‌دهندگان تقریباً ۵ سال است و پاسخ‌دهندگان به طور متوسط ۶ نماد در پرتفوی داشته‌اند. میانگین بازدهی پاسخ‌دهندگان در سال ۱۳۹۵ حدود ۱۲ درصد بوده که در مقایسه با بازده ۴/۸- بازار بیشتر است. در سال ۱۳۹۵ میانگین ارزش پرتفوی سرمایه‌گذاران ۳۳۶ میلیون ریال بوده و در نهایت، ۴۱ درصد پاسخ‌دهندگان فراوانی معاملاتی پایین و ۵۹ درصد فراوانی معاملاتی بالایی داشته‌اند.

جدول ۱. آمار توصیفی

| نام متغیر                  | میانگین                                     | انحراف معیار |
|----------------------------|---|--------------|
| سن                         | ۳۱/۶ (۱۸-۵۶)                                | ۵/۹          |
| جنسیت                      | ۹۸ زن (۲۷٪) ۲۶۶ مرد (۷۳٪)                   |              |
| تجربه سرمایه‌گذاری (سال)   | ۴/۸   | ۱/۰۷         |
| تعداد نماد موجود در پرتفوی | ۶/۱   | ۴/۰۶         |
| فراوانی معاملات            | ۱۴۹ پایین (۴۱٪) ۲۱۵ بالا (۵۹٪)              |              |
| بازده                      | ۱۱/۹۸                                       | ۲/۶          |
| ارزش پرتفوی (میلیون ریال)  | ۳۳۶   | ۲/۷          |
| مرکز کنترل                 | ۲۰۱ نفر درونی (۴۱٪) ۱۶۳ نفر بیرونی (۵۹٪)    |              |
| شخصیت نوع A یا B           | ۱۴۳ شخصیت نوع A (۴۱٪) ۲۲۱ شخصیت نوع B (۵۹٪) |              |
| تمایل به حداکثرسازی        | ۱۶۶ نفر پایین (۴۱٪) ۱۹۸ نفر بالا (۵۹٪)      |              |
| هیجان‌خواهی                | ۲۱۱ نفر پایین (۴۱٪) ۱۵۳ نفر بالا (۵۹٪)      |              |
| خودارزیابی                 | ۲۳۲ پایین (۴۱٪) ۱۳۲ بالا (۵۹٪)              |              |

### روایی و پایایی

برای سنجش روایی، پرسش‌نامه اولیه در اختیار تعدادی از خبرگان (استادان دانشگاه و متخصصان بازار) قرار داده شد و اصلاحات پیشنهاد شده آنان اعمال گردید. برای سنجش پایایی پرسش‌نامه نیز از آلفای کرونباخ استفاده شد که نتایج آن در جدول ۲ درج شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود، مؤلفه‌های پرسش‌نامه از لحاظ پایایی در سطح قابل قبولی (بیشتر از ۰/۷) قرار دارند.

جدول ۲. نتایج آزمون پایایی مؤلفه‌ها

| مؤلفه         | مرکز کنترل | خودارزیابی | تمایل به حداکثرسازی | هیجان‌خواهی | رفتار نوع A یا B |
|---------------|------------|------------|---------------------|-------------|------------------|
| آلفای کرونباخ | ۰/۷۳       | ۰/۷۹       | ۰/۸۱                | ۰/۸۸        | ۰/۷۶             |

در ادامه، تأثیر ویژگی‌های شخصیتی بر فراوانی معاملات و تنوع پرتفوی و پس از آن، تأثیر فراوانی معاملات و تنوع پرتفوی بر عملکرد سرمایه‌گذاران بررسی می‌شود.

### تأثیر ویژگی‌های شخصیتی بر فراوانی معاملات

برای بررسی تأثیر ویژگی‌های شخصیتی بر فراوانی معاملات، متغیرهای مستقل (مرکز کنترل، شخصیت نوع A/B، تمایل به حداکثرسازی، هیجان‌خواهی و خودارزیابی) و متغیر وابسته (فراوانی معاملات) در مدل رگرسیونی قرار گرفتند (رابطه ۲).

$$\text{رابطه ۲)} \quad \text{Frequency} = \alpha + \beta_1(\text{Locus of control}) + \beta_2(A - B \text{ type}) + \beta_3(\text{Maximization}) \\ + \beta_4(\text{Sensation seeking}) + \beta_5(\text{Self - assessment}) + \beta_6(\text{Age}) \\ + \beta_7(\text{Gender}) + \beta_8(\text{Experience})$$

جدول ۳. نتایج رگرسیون لجستیک برای متغیر فراوانی معاملات

| متغیر وابسته: فراوانی معاملات            |                         |                |
|--|-------------------------|----------------|
| متغیرهای مستقل                           | مقدار آماره والد (wald) | معناداری (sig) |
| Constant                                 | ۱۰/۸۱۳                  | ۰/۰۰۱          |
| مرکز کنترل                               | ۵/۱۳۶                   | ۰/۰۴۴          |
| شخصیت نوع A یا B                         | ۹/۲۵۶                   | ۰/۰۳۹          |
| تمایل به حداکثرسازی                      | ۱۴/۵۱۹                  | ۰/۰۰۰          |
| هیجان خواهی                              | ۲/۶۶۰                   | ۰/۱۰۳          |
| خودارزیابی                               | ۰/۷۵۹                   | ۰/۳۸۴          |
| سن                                       | ۱۳/۰۱۹                  | ۰/۰۰۰          |
| جنسیت (متغیر مجازی: زنان صفر و مردان یک) | ۲۰/۰۰۴                  | ۰/۰۰۰          |
| تجربه                                    | ۱/۲۸۹                   | ۰/۲۵۶          |
| برازش مدل                                | مقدار کای دو = ۶۲/۱۲۵   | ۰/۰۰۰          |
| ضریب تعیین (Nagelkerke R Square)         | ۰/۲۰۹                   |                |

در رگرسیون لجستیک، اثر متغیرهای کنترل شامل سن، جنسیت و تجربه معاملاتی و پنج ساخت شخصیتی مرکز کنترل، رفتار نوع A یا B، هیجان خواهی، تمایل به حداکثرسازی و خودارزیابی روی فراوانی معاملات اندازه گیری می شود. مقدار آماره کای دو (۶۲/۱۲۵) در سطح ۹۵ درصد معنادار است<sup>۱</sup>. قدرت توضیح دهنده کلی مدل با مقدار ۰/۲۰۹ در سطح قابل قبولی قرار دارد. همراستا با شواهد قبلی که نشان دادند مردان بیشتر از زنان به معامله اقدام می کنند، به طوری که گردش معاملات سالانه برای مردان ۸۰ درصد و برای زنان حدود ۵۰ درصد است (باربر و اودن، ۲۰۱۱)، در اینجا نیز جنسیت تأثیر مثبتی بر فراوانی معاملات دارد. به علاوه، سن هم بر فراوانی معاملات به طور مثبت تأثیرگذار است و همان گونه که کورنیوتیز و کومار (۲۰۰۹) بیان کرده اند، انتظار می رود که با افزایش سن، اشراف اطلاعاتی افراد کامل تر شود و این خود می تواند عاملی برای افزایش تعداد معاملات آن ها باشد. مرکز کنترل تأثیر مثبتی بر فراوانی معاملات دارد، یعنی افرادی که مرکز کنترل بیرونی دارند، معاملات بیشتری را تجربه می کنند. در مورد رفتار نوع A یا B و تمایل به حداکثرسازی نیز مطابق انتظار، افراد نوع A (افراد با تمایل به حداکثرسازی بالا)، فراوانی معاملات بیشتری دارند. همان طور که ویتلوستوین و موهفلد (۲۰۰۸) اشاره کرده اند، رفتار نوع A نشان دهنده افرادی است که در مبارزه های تهاجمی و بی وقفه برای کسب بیشترین موفقیت در کمترین زمان شرکت می کنند، بنابراین یکی از گزینه های محتمل

۱. معناداری مدل به دست آمده با استفاده از روش رگرسیون لجستیک به این مفهوم است که می توانیم مدلی به دست آوریم که قادر است رویکرد سرمایه گذاران را از حیث فعال یا منفعل بودن، بر اساس ویژگی های شخصیتی به دو گروه سرمایه گذاران فعال و منفعل طبقه بندی کند.

آن‌ها برای رسیدن به موفقیت، انجام معاملات بیشتر است. همچنین با توجه به اینکه افراد حداکثرگرا نسبت به وضعیت موجود احساس رضایت ندارند و همواره به دنبال یافتن راه‌حل‌های بهینه هستند، انتظار می‌رود که برای رسیدن به عملکرد بهتر، تعداد معاملات بیشتری داشته باشند. سایر متغیرهای شخصیتی یعنی هیجان‌خواهی و خودارزیابی تأثیر معناداری بر فراوانی معاملات ندارند.

### تأثیر ویژگی‌های شخصیتی بر تنوع پرتفوی

برای بررسی تأثیر ویژگی‌های شخصیتی بر تنوع پرتفوی، متغیرهای مستقل (مرکز کنترل، شخصیت نوع A/B، تمایل به حداکثرسازی، هیجان‌خواهی و خودارزیابی) و متغیر وابسته (تنوع پرتفوی) در مدل رگرسیونی قرار گرفتند (رابطه ۳).

$$\begin{aligned} \text{Diversificatio} &= \alpha + \beta_1(\text{Locus of control}) + \beta_2(A - B \text{ type}) \\ &+ \beta_3(\text{Maximization}) + \beta_4(\text{Sensation seeking}) \\ &+ \beta_5(\text{Self - assessment}) + \beta_6(\text{Age}) + \beta_7(\text{Gender}) \\ &+ \beta_8(\text{Experience}) \end{aligned} \quad \text{رابطه ۳}$$

جدول ۴ نتایج تأثیر متغیرهای کنترل و پنج ساخت شخصیتی مرکز کنترل، رفتار نوع A یا B، تمایل به حداکثرسازی، هیجان‌خواهی و خودارزیابی را برای بر متغیر متنوع‌سازی پرتفوی نشان می‌دهد.

جدول ۴. نتایج رگرسیون OLS برای متغیر تنوع پرتفوی

| متغیر وابسته: تنوع پرتفوی |                  |                              |
|---------------------------|------------------|------------------------------|
| معناداری (sig)            | ضرایب (Beta)     | متغیرهای مستقل               |
| ۰/۰۰۰                     | ۶/۰۴۹            | Constant                     |
| ۰/۰۰۸                     | -۰/۱۳۲           | مرکز کنترل                   |
| ۰/۹۱۷                     | -۰/۰۰۶           | شخصیت نوع A یا B             |
| ۰/۰۰۰                     | ۰/۱۸۳            | تمایل به حداکثرسازی          |
| ۰/۰۰۰                     | -۰/۲۹۱           | هیجان‌خواهی                  |
| ۰/۰۰۰                     | -۰/۲۴۰           | خودارزیابی                   |
| ۰/۸۳۲                     | -۰/۰۱۱           | سن                           |
| ۰/۰۰۰                     | ۰/۲۷۴            | جنسیت                        |
| ۰/۵۴۷                     | ۰/۰۳۶            | تجربه                        |
| ۰/۰۰۰                     | مقدار F = ۱۵/۷۴۴ | برازش مدل                    |
|                           | ۰/۲۶۲            | ضریب تعیین (R <sup>۲</sup> ) |
|                           | ۰/۲۴۵            | Adjusted R Square            |

با توجه به معنادار بودن آماره F، مدل از برازش قابل قبولی برخوردار است. برخلاف تحقیق باربر و اودن (۲۰۰۱) که نشان دادند مردان به دلیل فرااعتمادی بیشتر، پرتفوی متمرکزتری دارند، در اینجا تأثیر جنسیت بر تنوع پرتفوی مثبت و معنادار است؛ به بیان دیگر، مردان نسبت به زنان پرتفوی متنوع‌تری دارند. در میان پنج ویژگی شخصیتی، به جز رفتار

نوع A یا B، سایر ویژگی‌ها معنادار هستند. به طور مشخص تمایل به حداکثرسازی تأثیر مثبت و معناداری بر متنوع‌سازی دارد، با این حال سه متغیر مرکز کنترل بیرونی، هیجان‌خواهی و خودارزیابی تأثیر منفی و معناداری بر متنوع‌سازی می‌گذارند. در ارتباط با هیجان‌خواهی، در حالی که معمولاً حجم معاملات افراد هیجان‌خواه بیشتر است، ممکن است پرتفوی متنوع یا متمرکزتری داشته باشند (درجه میزان تنوع پرتفوی آن‌ها متفاوت است) (باربر و اودن، ۲۰۱۱). در اینجا هیجان‌خواهی بیشتر با پرتفوی متمرکزتر در ارتباط است. همچنین پرتفوی افرادی که مرکز کنترل بیرونی و خودارزیابی بیشتری دارند، از تنوع کمتری برخوردار است.

### عملکرد سرمایه‌گذاران

در بررسی عملکرد سرمایه‌گذاران، شاخص عملکرد (بازده یک سال گذشته سرمایه‌گذاران)، متغیرهای مستقل (فراوانی معاملات و تنوع‌سازی) و متغیر کنترلی (ارزش پرتفوی) در مدل قرار گرفتند (رابطه ۴) که نتایج رگرسیون در جدول ۵ نشان داده شده است.

$$R_i = \alpha + \beta_1(Diversification) + \beta_2(Frequency) + \beta_3(Value) \quad \text{رابطه ۴}$$

جدول ۵. نتایج رگرسیون OLS برای متغیر بازده پرتفوی

| متغیر وابسته: بازده پرتفوی |              |                              |
|----------------------------|--------------|------------------------------|
| معناداری (sig)             | ضرایب (Beta) | متغیرهای مستقل               |
| ۰/۵۷۸                      | ۰/۰۰۹        | Constant                     |
| ۰/۲۸۲                      | ۰/۰۴۶        | متنوع‌سازی                   |
| ۰/۰۰۱                      | ۰/۱۵۱        | فراوانی معاملات              |
| ۰/۰۰۰                      | ۰/۵۵۸        | ارزش پرتفوی                  |
| ۰/۰۰۰                      | F = ۵۹/۱۰۱   | برازش مدل                    |
|                            | ۰/۳۳         | ضریب تعیین (R <sup>۲</sup> ) |
|                            | ۰/۳۲۴        | Adjusted R Square            |

مقدار آماره F (۵۹/۱۰۱) گویای معناداری مدل است. همچنین ضریب تعیین ۳۳ درصد به دست آمده است. به طور کلی نتایج مدل رگرسیونی نشان می‌دهد که تنوع‌سازی تأثیر معناداری بر عملکرد سرمایه‌گذار ندارد، با این حال فراوانی معاملات تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد سرمایه‌گذاران می‌گذارد؛ به بیان دیگر، سرمایه‌گذارانی که خرید و فروش فعالانه دارند (رویکرد سرمایه‌گذاری فعال دارند)، نسبت به سرمایه‌گذارانی که رویکرد خرید و نگهداری را دنبال می‌کنند، عملکرد بهتری دارند. در زمینه ارتباط بین رویکرد سرمایه‌گذاری فعال و بازده سرمایه‌گذاری، همان‌طور که در بخش پیشینه تحقیق نیز اشاره شد، اغلب بررسی‌ها نشان می‌دهد که فراوانی معاملاتی بیشتر (به دلایلی از جمله هزینه معاملاتی بالاتر) به بازدهی ضعیف‌تری منجر می‌شود و سرمایه‌گذارانی که کمتر خرید و فروش می‌کنند، بازدهی بیشتری کسب می‌کنند (برای مثال باربر و اودن، ۲۰۰۰ و باربر، لی، لیو و اودن، ۲۰۰۹). با این حال نتیجه برخی تحقیقات عکس این یافته را نشان می‌دهد، به طوری که در مواردی ثابت شده است (همچون پژوهش کانیل و همکاران، ۲۰۰۸)

سرمایه‌گذارانی که بیشتر معامله می‌کنند، بازدهی بیشتری به دست آورده‌اند. در این ارتباط، محققان استدلال می‌کنند سرمایه‌گذارانی که مزیت اطلاعاتی بیشتری دارند، با توجه به این مزیت، فراوانی معاملاتی بیشتری را تجربه می‌کنند و در نهایت بازدهی بیشتری نیز به دست می‌آورند. با این حال، واضح است که فراوانی معاملات بیشتر، هزینه مبادلاتی بیشتری نیز به دنبال دارد که این می‌تواند به کاهش بازده خالص سرمایه‌گذاران منجر شود. در زمینه ارتباط بین تنوع پرتفوی و عملکرد نیز در تحقیق حاضر نتیجه معناداری به دست نیامد، اما مطالعات پیشین نشان داده‌اند سرمایه‌گذارانی که پرتفوی متمرکزی (بین ۱ تا ۲ نماد) دارند، نسبت به آن‌هایی که پرتفوی متنوعی (بیش از سه نماد) دارند، عملکرد بهتری را تجربه می‌کنند (ایوکویچ و همکاران، ۲۰۰۸).

### نتیجه‌گیری

در این تحقیق تلاش کردیم که با به کارگیری مفاهیمی از حوزه روان‌شناسی شخصیت، دانش خود را درباره تفاوت‌های میان افراد در زمینه رفتار و عملکرد معاملاتی، بهبود دهیم. برای این کار، رفتار و عملکرد سرمایه‌گذاران حقیقی را با تمرکز بر مؤلفه‌های شخصیتی بررسی کردیم و به طور مشخص، بر پنج ویژگی شخصیتی (تمایل به حداکثرسازی، هیجان‌خواهی، مرکز کنترل، رفتار نوع A و B و خودارزیابی) و مجموعه‌ای از ویژگی‌های جمعیت‌شناختی (شامل سن، جنسیت، تجربه سرمایه‌گذاری و ...) در ارتباط با دو رفتار تنوع پرتفوی و فراوانی معاملات متمرکز شده و در نهایت، تأثیر هر یک از این دو رفتار را بر عملکرد افراد مطالعه کردیم. نتایج نشان داد که ویژگی‌های شخصیتی متفاوت، اجزای متمایز رفتار معاملاتی و به دنبال آن عملکرد معاملاتی را متأثر می‌کند. افراد با مرکز کنترل بیرونی، رفتار نوع A و تمایل به حداکثرسازی زیاد، فراوانی معاملاتی بیشتری دارند (بیشتر خرید و فروش می‌کنند). با توجه به اینکه افراد با این ویژگی‌های شخصیتی نسبت به وضع موجود احساس رضایت ندارند و به دنبال کسب موفقیت بیشتری هستند، انتظار می‌رود برای رسیدن به وضعیت بهتر، معاملات بیشتری انجام دهند. در حالی که افراد با تمایل به حداکثرسازی زیاد، پرتفوی متنوع‌تری دارند؛ تنوع پرتفوی افرادی با مرکز کنترل بیرونی، خودارزیابی زیاد و هیجان‌خواهی زیاد، کمتر است. در نهایت اینکه فراوانی معاملات بیشتر با عملکرد بهتر مرتبط است، در حالی که تنوع پرتفوی تأثیری بر عملکرد افراد ندارد. به طور کلی رویکرد سرمایه‌گذاری فعال (در مقایسه با رویکرد خرید و نگهداری) به دلیل هزینه مبادله بیشتر به کسب بازدهی پایین‌تری منجر می‌شود، با این حال در مواردی که حجم معاملات بیشتر به دلیل مزیت اطلاعاتی باشد، ممکن است به کسب بازدهی بالاتر بینجامد.

به طور کلی نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که ویژگی‌های شخصیتی بر رفتار معاملاتی افراد و به تبع آن بر عملکرد سرمایه‌گذاری آن‌ها تأثیرگذار است، بنابراین پیشنهاد می‌شود برای تحلیل کامل‌تر رفتار و عملکرد سرمایه‌گذاران، سایر ویژگی‌های رفتاری آنان، از جمله ریسک‌پذیری، سوگیری‌های رفتاری و... به کار گرفته شود. همچنین پژوهشگران می‌توانند در تحقیقات آتی، سایر مدل‌های شخصیتی مرتبط با رفتار و عملکرد سرمایه‌گذاران را بررسی کنند یا به بررسی رفتار و عملکرد سرمایه‌گذاران حقوقی در مقایسه با سرمایه‌گذاران حقیقی با توجه به تفاوت‌های احتمالی شخصیتی آنان، بپردازند.

## منابع

- بدری، احمد؛ عزآبادی، بهاره (۱۳۹۴). بررسی رفتار معاملاتی و عملکرد معاملاتی انواع سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه تحقیقات مالی*، ۱۷(۱)، ۲۱-۳۸.
- جلیوند، ابوالحسن؛ رستمی، مجتبی؛ رحمانی، سامان (۱۳۹۵). شواهد اخیر از رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران: شواهد اولیه و بینش آینده. *فصلنامه تحقیقات مالی*، ۱۸(۱)، ۹۵-۱۲۷.
- خاکی، غلامرضا (۱۳۷۸). *روش تحقیق با رویکردی به پایان‌نامه نویسی (چاپ اول)*. تهران: کانون انتشاراتی درایت.
- سعدی، رسول؛ قلی‌پور، آرین؛ قلی‌پور، فتانه (۱۳۸۹). بررسی اثرات شخصیت سرمایه‌گذاران و خطاهای ادراکی در سرمایه‌گذاری آن‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه تحقیقات مالی*، ۱۲(۲۹)، ۴۱-۵۸.
- لاجوردی، مهسا؛ فاضل، علی (۱۳۹۴). ارزیابی تأثیر تیپ شخصیتی بر نوع سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران. دومین همایش بین‌المللی مدیریت و فرهنگ توسعه، تهران: مؤسسه سفیران فرهنگی مبین.
- یزدانی، ناصر؛ مشتاقی، یوسف (۱۳۹۵). بررسی و شناخت تأثیر عوامل روان‌شناختی با رویکرد خطاهای ادراکی بر فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی. *فصلنامه تحقیقات مالی*، ۱۸(۴)، ۷۳۵-۷۵۲.

## References

- Badri, A., Ezabadi, B. (2015). Investor type trading behavior and trade performance in Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 17(1), 21-38. (in Persian)
- Barber, B.M., & Odean, T. (2000). Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. *Journal of Finance*, (55), 773-806.
- Barber, B.M., & Odean, T. (2001). Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *Quarterly Journal of Economics*, 116 (3), 261-292.
- Barber, B.M., & Odean, T. (2011). *The Behavior of Individual Investors*. chapter 28, pp.1535-1565.
- Barber, B.M., Lee, Y., Liu, Y., Odean, T. (2009). Just How Much Do Individual Investors Lose by Trading? *Review of Financial Studies*, 22 (4), 609-632.
- Biais, B., Hilton, D., Mazurier, K., & Pouget, S. (2005). Judgmental overconfidence, self-monitoring, and trading performance in an experimental financial market. *Review of Economic Studies*, 72 (1), 287-312.
- Bratko, D., & Butkovic, A. (2003). Family study of sensation seeking. *Personality and Individual Differences*, 35 (3), 1559-1570.
- Chui, P.M.W. (2001). An experimental study of the disposition effect: Evidence from Macau. *Journal of Psychology and Financial Markets*, 2(2), 216-222.
- Conlin, A., Kyrolainen, P., Kaakinen, M., Jarvelin, M., Perttunen, J., & Svento, R. (2015). Personality traits and stock market participation. *Journal of Empirical Finance*, 33(2), 34-50.
- Diab, D.L., Gillespie, M., & Highhouse, S. (2008). Are maximizers really unhappy? The measurement of maximization tendency. *Judgment and decision making*, 3(1), 364-370.
- Dorn, D., & Sengmueller, P. (2009). Trading as entertainment. *Management Science*, 55(4), 591-603.



- Dorn, D., & Huberman, G. (2005). Talk and action: what individual investors say and what they do. *Review of Finance*, 9 (3), 437-481.
- Fenton-O’Creevy, M., Nicholson, N., Soane, E., & Willman, P. (2005). Traders: Risks, Decisions, and Management in Financial Markets. *Oxford University Press*: Oxford, UK.
- Grinblatt, M., & Keloharju, M. (2006). Sensation seeking, overconfidence, and trading activity. *NBER Working Paper* No. W12223.
- Grinblatt, M., Keloharju, M., & Linnainmaa, J. (2010). IQ, Trading Behavior, and Performance. *Journal of Financial Economics*, 104(2), 339-362.
- Grossman, S. J., & Stiglitz, J.E. (1980). On the impossibility of informationally efficient markets, *American Economic Review*, 70(3), 393-408.
- Ivkovic, Z., Sialm, C., & Weisbenner, S. (2008). Portfolio Concentration and the Performance of Individual Investors. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43 (3), 613-656.
- Iyengar, S.S., Wells, R.E., & Schwartz, B. (2006). Doing better but feeling worse. *Psychological Science*, 17(2), 143-150.
- Jalilvand, A., Rostami Noroozabad, M., Rahmani, S. (2016). Recent Evidence on Investors’ Behavior in the Tehran Stock Exchange: Preliminary Evidence and Future Insights. *Financial Research Journal*, 18(1), 95-125. (in Persian)
- Korniotis, G. M., & Kumar, A. (2009). Do older investors make better investment decisions? *Review of Economics and Statistics*, 93 (2), 244-265.
- Kyle, A. S. (1985). Continuous auctions and insider trading. *Econometrica*, 53(6), 1315-1336.
- Lajevardi, M., Faez, A. (2015). Evaluation of the effect of personality type on investment type in Tehran Stock Exchange, *Second International Conference on Management and Development Culture*, Tehran, Mobin institution. (in Persian)
- McInish, T.H. (1980). A game-simulation of stock market behavior: An extension. *Journal of Simulations and Games*, 11 (1), 477-484.
- McInish, T.H. (1982). ‘Individual investors and risk-taking’. *Journal of Economic Psychology*, 2 (1), 125-136.
- Robbins, S.P. (2002). *Organizational Behavior*. Prentice-Hall: Upper Saddle River, NJ.
- Sadi, R., Gholipour, A., Gholipour, F. (2010). The effects of investor personality and perceptual bias in Tehran stock exchange. *Financial Research Journal*, 12(29). (in Persian)
- Shefrin, H. (2010). Behavioralizing Finance. *Research paper*, No. 10-01, pp.1-161.
- Witteloostuijn, A., Muehlfeld, K. (2008). Trader personality and trading performance. Tjalling C. Koopmans Research Institute Discussion Paper Series 08-28, pp.1-44.
- Yazdani, N., Moshtaghi, Y. (2017). Studying the influence of psychological factors with orientation perceptual errors on Decision making process of individual investors. *Financial Research Journal*, 18(4), 735-752. (in Persian)
- Zuckerman, M. (1994). *Behavioral Expressions and Biosocial Bases of Sensation Seeking*. Cambridge University Press: Cambridge, UK.