

eISSN: 2981-1554

Original Article (Qualitative)

## Designing a portfolio management model for investment funds with an emphasis on behavioral finance

Seyed Mohammad Hadi Shahamat<sup>1</sup> , Mehdi Mohammad Bagheri<sup>2</sup> , Ali Raispour Rajabali<sup>3</sup> , Mohsen Zayandehroodi<sup>4</sup> 

1- Department of Industrial Management, Kerman Branch, Islamic Azad University, Kerman, Iran

2- Department of Management, Kerman Branch, Islamic Azad University, Kerman, Iran.

3- Department of Economics, Kerman Branch, Islamic Azad University, Kerman, Iran

4- Department of Economics, Kerman Branch, Islamic Azad University, Kerman, Iran.

### Receive:

10 April 2024

### Revise:

13 June 2024

### Accept:

09 August 2024

### Keywords:

Behavioral Finance, Portfolio Management, Investment Funds, Behavioral Optimism and Pessimism, Risk-Taking Behavior

### Abstract

The aim of this research is to design a portfolio management model for investment funds with an emphasis on behavioral finance. The research method is applicable in terms of its purpose, qualitative in terms of implementation method and time of data collection, and descriptive-survey in terms of nature and research method. The statistical population of the research includes managers of 329 investment funds present in the Tehran Stock Exchange, selected using purposive sampling and snowball method. Interviews continued until theoretical saturation. Semi-structured interviews were used to collect information. Thematic analysis technique was used to analyze the data. The results showed that the most important behavioral finance variables affecting portfolio management in investment funds included behavioral optimism and pessimism, controlling the fear of profit retention, paying attention to risk-taking and risk-averse behavior, paying attention to self-control behaviors, normalizing conservative behaviors, controlling herd behavior, having a written strategy, controlling regret-avoidance behaviors, propensity behavior, and mental accounting. It is suggested that investment funds as well as real individuals pay attention to these behavioral finance variables in order to better manage their portfolios.

**Please cite this article as (APA):** Shahamat, S. M. H., Mohammad Bagheri, M., Raispour Rajabali, A. and zayandehroodi, M. (2024). Designing a portfolio management model for investment funds with an emphasis on behavioral finance. *Journal of New Approaches in Management and Marketing*, 3(2), 184-205.



<https://doi.org/10.22034/jnamm.2025.546833.1148>



Authors retain the copyright and full publishing rights.

Published by Research Center of Resource Management Studies and Knowledge-Based Business. This article is an open access article licensed under the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0)

**Publisher:** Research Center of Resource Management Studies and Knowledge-Based Business

**Corresponding Author:** Mehdi Mohammad Bagheri

**Email:** [m.bagheri@iauk.ac.ir](mailto:m.bagheri@iauk.ac.ir)

## Extended Abstract

### Introduction

In recent years, a new field of research in finance has emerged that has transformed financial theory. In the wake of the anomalies found in financial markets, it was concluded that markets are not as efficient as previously thought in the last century, but are affected by several biases that indicate their imperfection, and as a result, a new theory called behavioral finance theory is presented (Paule-Vianez et al., 2020). Behavioral finance suggests that human decision-making involves a combination of cognitive and emotional dimensions. Behavioral finance believes that human decision-making can be explained from cognitive, emotional, and social dimensions. Personal values, emotions, personality traits, and social influence affect investors' subjective perceptions of reality in financial decision-making (Karimkhani & Karimkhani, 2021). One of the keys to success in the capital market is for investors to adopt an appropriate approach to managing the stock portfolios they have built. A portfolio is actually a collection of different securities and assets formed by an individual investor or an investment fund. As previously mentioned, the main question in this area is how to distribute and allocate capital to assets and form a portfolio of securities and then manage it (Hassanloo, 2017). A stock portfolio is a suitable combination of stocks or other assets that an investor has purchased. The purpose of forming a stock portfolio is to divide the investment risk among several stocks; the profit of one stock can compensate for the loss of another stock. The financial and cash value of any individual or legal entity is called portfolio value. For pricing investment companies listed on the stock exchange, the most important factor is the portfolio value of these companies. The first investment fund in its current form was formed in 1924 in Boston, USA. Since that year, investment funds have continued their activities successfully in the world, especially in the United States. Therefore, in this research, we seek to answer the question of what the portfolio management model of investment funds with an emphasis on behavioral finance is like?

### Theoretical Framework

#### Portfolio Management

Portfolio management is the process of guiding the investor to select the best available securities that provide the expected rate of return for each degree of risk and also reduce risk. This is a strategic decision that is considered by top management (Kapoor, 2014).

#### Mutual Funds

Mutual funds have continued to operate successfully in the world, especially in the United States. These funds, which are one of the most important capital market institutions for raising small but large-scale capital and have significantly reduced investment risk, have led to a boom in the stock market and management and have attracted more ordinary people unfamiliar with the market to the capital market (Asadi Gharehjeloo & Abdo Tabrizi, 2020).

#### Behavioral Finance

Behavioral finance studies how psychological phenomena affect financial behavior. Financial behavior studies how humans behave in determining financial matters. Behavioral finance is a new theoretical branch in finance defined by combining the knowledge of psychology, sociology, and other social sciences (Meisa Dai et al, 2021).

Moghdisi et al. (2025) studied the modeling of factors affecting the profit response coefficient of companies by combining behavioral finance components using the structural equation modeling method. The results of the study showed that the financial condition and performance factor with a path coefficient of -0.19, the capital market condition and performance factor with a path coefficient of 0.167, and the investment environment factor

with a path coefficient of 0.12 have a significant effect on the profit response coefficient at the 0.05 error level. Accordingly, the structures of earnings per share, financial leverage, information asymmetry, market index return, inflation rate, free float, stock turnover rate, and stock trading frequency were identified as structures affecting the profit response coefficient. Among the aforementioned structures, the absolute value of the coefficients of the structures showed that the inflation rate has the highest and the profit per share has the lowest impact on the profit response coefficient.

Shahamat et al. (2025) studied the presentation of a portfolio management model in investment funds based on behavioral financial variables. The results showed that at the first level, the most influential components included: controlling the fear of profit retention, normalizing conservative behaviors, and controlling regret-avoidant behaviors. At the second level, the components affecting the first level were attention to self-control behaviors, having a documented investment strategy, and attention to mental accounting principles, and at the third level, the components affecting the second level included behavioral optimism and pessimism, attention to risk-averse and risk-taking behaviors, and control of herd behaviors. At the fourth level, there is the most influential component, which includes the tendency effect.

### **Research Methodology**

The research method is applicable in terms of its purpose, qualitative in terms of implementation method and time of data collection, and descriptive-survey in terms of nature and research method. The statistical population of the research includes managers of 329 investment funds listed on the Tehran Stock Exchange selected using purposive sampling and snowball method. Interviews continued until theoretical saturation. Semi-structured interviews were used to collect information.

### **Research findings**

Thematic analysis technique was used to analyze data. The results showed that the most important behavioral financial variables affecting portfolio management in investment funds included behavioral optimism and pessimism, controlling fear of profit retention, paying attention to risk-taking and risk-averse behavior, paying attention to self-control behaviors, normalizing conservative behaviors, controlling herd behavior, having a documented strategy, controlling regret-avoidance behaviors, propensity behavior, and mental accounting. It is recommended that investment funds as well as individuals pay attention to these behavioral finance variables in order to better manage their portfolios.

### **Conclusion**

The present study was conducted with the aim of designing a portfolio management model for investment funds with an emphasis on behavioral finance. The results of this study are consistent with previous studies, including Moghdisi et al. (2025), Shahamat et al. (2025), Mousavi Kakhki & Khatabi (2024), Aurengzeb & Maqbool Shah (2022), Chung Wu et al. (2022), Nassim Mellem et al. (2022), Betancourt & Chen (2021), Gruszka & Szwabiński (2021), Karimkhani & Karimkhani (2021), Ebrahim Nejad et al. (2021), Ranjbari Vahid et al. (2020), and Risboff Fakur (2020). Shahamat et al. (2025) showed that at the first level, the most influential components included: controlling the fear of profit loss, normalizing conservative behaviors, and controlling regret-avoidance behaviors. At the second level, the components affecting the first level were attention to self-control behaviors, having a well-documented investment strategy, and paying attention to mental accounting principles. At the

third level, the components affecting the second level included behavioral optimism and pessimism, attention to risk-averse and risk-taking behaviors, and controlling herd behaviors. At the fourth level, there is the most influential component, which includes the tendency effect. In the MicMac model, most of the variables were placed in the linked variables section, which have a strong influence force and also a strong dependency force. According to the results of the research, it is suggested that: Investors should be aware of their behavioral biases towards optimism or pessimism and try to have a balanced and realistic perspective when making investment decisions. Investment funds and individuals should develop strategies to manage and reduce fear of possible losses and ensure that decisions are not simply driven by fear.

## طراحی الگوی مدیریت پورتفوی صندوق‌های سرمایه‌گذاری با تاکید بر مالی رفتاری

سید محمدهادی شهامت<sup>۱</sup> ID، مهدی محمدباقری<sup>۲</sup> ID، علی رئیس پور رجبعلی<sup>۳</sup> ID، محسن زاینده رودی<sup>۴</sup> ID

- ۱- گروه مدیریت صنعتی، واحد کرمان، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمان، ایران
- ۲- گروه مدیریت، واحد کرمان، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمان، ایران.
- ۳- گروه اقتصاد، واحد کرمان، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمان، ایران
- ۴- گروه اقتصاد، واحد کرمان، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمان، ایران.

### چکیده

هدف این پژوهش طراحی الگوی مدیریت پورتفوی صندوق‌های سرمایه‌گذاری با تاکید بر مالی رفتاری می‌باشد. روش پژوهش با توجه به هدف آن کاربردی، از حیث شیوه اجرا، کیفی و برحسب زمان گردآوری داده و ماهیت و روش پژوهش، توصیفی-پیمایشی می‌باشد. جامعه آماری پژوهش شامل مدیران ۳۲۹ صندوق سرمایه‌گذاری حاضر در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و با استفاده از روش نمونه‌گیری هدفمند و روش گلوله برفی انتخاب شدند. مصاحبه‌ها تا دستیابی به اشباع نظری ادامه داشت. برای گردآوری اطلاعات از مصاحبه نیمه ساختاریافته استفاده شد. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از تکنیک تحلیل تم استفاده شد. نتایج نشان داد که مهمترین متغیرهای مالی رفتاری تاثیرگذار بر مدیریت پورتفوی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری شامل خوش بینی و بدبینی رفتاری، کنترل ترس جاماندگی از سود، توجه به رفتار ریسک‌پذیر و ریسک‌گریز، توجه به رفتارهای خودکنترلی، نرمالسازی رفتارهای محافظه‌کارانه، کنترل رفتار توده وار، داشتن استراتژی مدون، کنترل رفتارهای پشیمان‌گریزی، رفتار تمایلی و حسابداری ذهنی بودند. پیشنهاد می‌گردد صندوق‌های سرمایه‌گذاری و همچنین اشخاص حقیقی جهت مدیریت بهتر پورتفوی‌های خود به این متغیرهای مالی رفتاری توجه نمایند.

تاریخ دریافت: ۲۲ فروردین ۱۴۰۳  
تاریخ بازنگری: ۲۴ خرداد ۱۴۰۳  
تاریخ پذیرش: ۱۹ مرداد ۱۴۰۳

### کلیدواژه‌ها:

مالی رفتاری،  
مدیریت پورتفوی،  
صندوق‌های سرمایه‌گذاری،  
خوش بینی و بدبینی رفتاری،  
رفتار ریسک‌پذیر

لطفاً به این مقاله استناد کنید (APA): شهامت، سید محمدهادی، محمدباقری، مهدی، رئیس پور رجبعلی، علی و زاینده رودی، محسن. (۱۴۰۳). طراحی الگوی مدیریت پورتفوی صندوق‌های سرمایه‌گذاری با تاکید بر مالی رفتاری. فصلنامه رویکردهای نوین در مدیریت و بازاریابی، ۳(۲)، ۱۸۴-۲۰۵.



<https://doi.org/10.22034/jnamm.2025.546833.1148>



Authors retain the copyright and full publishing rights.  
Published by Research Center of Resource Management Studies and Knowledge-Based Business. This article is an open access article licensed under the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0)

ناشر: مرکز پژوهشی مطالعات مدیریت منابع و کسب و کار دانش محور

نویسنده مسئول: مهدی محمدباقری

ایمیل: m.bagheri@iauk.ac.ir

## مقدمه

در سال های اخیر، حوزه تحقیقاتی جدیدی در امور مالی پدید آمده که نظریه مالی را متحول کرده است. در ادامه ناهنجاری هایی که در بازارهای مالی یافت می شوند نتیجه عاید شد که بازارها به اندازه ای که قبلاً در قرن گذشته تصور می شد کارآمد نیستند، اما تحت تأثیر چندین سوگیری قرار دارند که ناقص بودن آنها را نشان می دهند و در نتیجه نظریه جدیدی را به نام نظریه مالی رفتاری ارائه می دهد (Paule-Vianez et al, 2020). مالی رفتاری نشان می دهد که تصمیم گیری انسانی شامل ترکیبی از ابعاد شناختی و عاطفی است. مالی رفتاری بر این باور است که تصمیم گیری انسان را می توان از ابعاد شناختی، عاطفی و اجتماعی توضیح داد. ارزش های شخصی، احساسات، ویژگی های شخصیتی و تاثیر اجتماعی بر درک ذهنی سرمایه گذاران از واقعیت در تصمیم گیری مالی تاثیر می گذارد (Karimkhani & Karimkhani, 2021). پژوهش های رفتاری با هدف درک فرآیندهای درگیر در تصمیم گیری و چگونگی تأثیر و تعامل افراد با سایر شرکت کنندگان از جمله سازمان ها، جامعه و بازار انجام می شود (Singh, 2021). رفتار سرمایه گذاران به عنوان کسانی که به دنبال بهینه سازی سود، همه چیز دان و بی نهایت منطقی می باشند؛ در دنیای واقعی به سختی قابل درک و فهم می باشد. حتی با فرض این که سرمایه گذاران واقف به همه چیز هستند، این واقعیت که آنها ممکن است، مجبور باشند در فرآیندهای جستجوی اطلاعات، تعامل داشته باشند و این که ممکن است دارای محدودیت عقلایی باشند، نادیده گرفته شده است (Barasoud & Zomorodian, 2019).

یکی از کلید های موفقیت در بازار سرمایه برای سرمایه گذاران اتخاذ رویکردی مناسب برای مدیریت سبدهای سهام ساخته شده توسط آن ها می باشد. سبد اوراق بهادار یا پرتفوی، در واقع مجموعه ای از اوراق بهادار و دارایی های متفاوت است که توسط فرد سرمایه گذار یا یک صندوق سرمایه گذاری تشکیل می شود. همانطور که قبلاً نیز اشاره شد پرسش اصلی در این حوزه نحوه توزیع و تخصیص سرمایه به دارایی ها و تشکیل سبد اوراق بهادار و سپس مدیریت آن است (Hassanloo, 2017). سبد سهام یا پرتفوی، ترکیبی مناسب از سهام یا سایر دارایی ها است، که یک سرمایه گذار آنها را خریداری کرده است. هدف از تشکیل سبد سهام، تقسیم کردن ریسک سرمایه گذاری بین چند سهم است؛ سود یک سهم می تواند ضرر سهام دیگر را جبران کند. به ارزش مالی و نقدی هر شخص حقیقی یا حقوقی، ارزش پرتفوی گویند. برای قیمت گذاری شرکت های سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، مهم ترین عامل ارزش پرتفوی این شرکت هاست. شیوه های مدیریت پرتفوی سهام به دو دسته فعال و انفعالی تقسیم می شوند. مدیریت انفعالی یک استراتژی خرید و نگه داری بلند مدت است که معمولاً هدف آن کسب بازدهی پرتفوی مشابه بازده شاخص می باشد. عملکرد مدیر پرتفوی نیز در این رویکرد بر اساس نحوه و کیفیت پیروی از شاخص هدف ارزیابی می گردد. به این معنی که مدیر باید اختلاف بین بازده پرتفوی و بازده شاخص را به حداقل برساند. در مدیریت فعال پرتفوی، هدف مدیر کسب عملکردی بالاتر از یک پرتفوی انفعالی است (Tehrani et al, 2015). مدیران صندوق باید پرتفوی خود را در فواصل منظم تغییر دهند و باید سبک تمایل را اضافه کنند. فاما و فرنچ (Fama & French, 1992) نشان دادند که اگرچه افزودن سبک تمایل خطراتی را ایجاد می کند، اما در عین حال باعث افزایش سودآوری شرکت ها و بازده بالاتر برای سرمایه گذاران به ویژه سرمایه گذارانی می شود که دارای سرمایه بازار کوچکتر و نسبت دفتری به بازار بالاتری هستند. با این حال، مدیران صندوق ها از طریق سبک های تمایلی متفاوتی مانند نسبت دفتری به قیمت، سود تقسیمی، EBITDA و

غیره، پرتفوی خود را کمتر یا بیش از حد وزنی می کنند که به مدیران کمک می کند تا تصمیمات دقیق و بدون ریسکی را اتخاذ نمایند (Aurengzeb & Maqbool Shah, 2022).

صندوق های سرمایه گذاری مشترک، ابزاری شناخته شده در بازار ثانویه است. اگرچه تاریخ تشکیل این صندوق ها در انگلستان به قرن هجدهم میلادی برمی گردد، ولی اولین صندوق سرمایه گذاری به شکل امروزی در سال ۱۹۲۴ در شهر بوستون آمریکا شکل گرفت. از آن سال تاکنون، صندوق های سرمایه گذاری در جهان و به ویژه در آمریکا به صورت موفقیت آمیزی فعالیت خود را ادامه داده اند. این صندوق ها که یکی از مهم ترین نهادهای بازار سرمایه برای جمع آوری سرمایه اندک و در عین حال در سطح وسیع بوده و مخاطره سرمایه گذاری را به میزان قابل توجهی کاهش داده اند، موجب رونق و مدیریت در بازار سهام شده و تعداد بیشتری از افراد عادی و ناآشنا با بازار را به سوی بازار سرمایه جذب کرده است (Asadi Gharehjeloo & Abdo Tabrizi, 2019). بنابراین در این تحقیق به دنبال پاسخ به این پرسش هستیم که الگوی مدیریت پورتفوی صندوق های سرمایه گذاری با تاکید بر مالی رفتاری چگونه می باشد؟

## ادبیات نظری

### مدیریت پورتفوی

منظور از مدیریت پورتفوی این است که سرمایه گذار را برای انتخاب بهترین اوراق بهادار موجود راهنمایی می کند که نرخ بازده مورد انتظار را برای هر درجه ای از ریسک، ارائه می دهد و همچنین ریسک را کاهش می دهد. این یک تصمیم استراتژیک است که توسط مدیریت سطوح بالا مورد توجه قرار می گیرد (Kapoor, 2014). مدیریت پورتفوی هنر و علم تصمیم گیری در مورد ترکیب و خط مشی، سرمایه گذاری تطبیق سرمایه گذارها با اهداف، تخصیص دارایی برای افراد و مؤسسات و متعادل کردن ریسک در مقابل عملکرد است (Bkhit & Ali, 2019). در تعریف دیگری مدیریت پورتفو را مدیریت سبد یک فرآیند تخصیص دارایی برای به حداکثر رساندن بازده و به حداقل رساندن ریسک تعریف نموده اند (Shahamat et al, 2025). پورتفوی ترکیبی از اوراق بهادار مانند اوراق قرضه سهام و ابزارهای بازاری پول است. فرآیند ادغام طبقات گسترده دارایی به منظور دستیابی به بازده بهینه با حداقل ریسک را مدیریت پورتفوی می نامند. تنوع بخشیدن به سرمایه گذاری ها به گسترش ریسک در بسیاری از دارایی ها کمک می کند. وظایف اصلی مربوط به مدیریت پورتفوی به شرح زیر است: تصمیم گیری در مورد ترکیب سرمایه گذاری و سیاست تطبیق سرمایه گذاری ها با اهداف تخصیص دارایی برای افراد و مؤسسه با ایجاد تعادل بین ریسک و عملکرد. مدیریت سبد سرمایه گذاری موضوع تحقیقاتی بسیار با اهمیتی است که با استفاده از شاخه های مختلف علم می توان به آن نزدیک شد (Gruszka & Szwabiński, 2021).

### صندوق های سرمایه گذاری

صندوق های سرمایه گذاری مشترک، ابزاری شناخته شده در بازار ثانویه است. اگرچه تاریخ تشکیل این صندوق ها در انگلستان به قرن هجدهم میلادی برمی گردد، ولی اولین صندوق سرمایه گذاری به شکل امروزی در سال ۱۹۲۴ در شهر بوستون آمریکا شکل گرفت. از آن سال تاکنون، صندوق های سرمایه گذاری در جهان و به ویژه در آمریکا به صورت

موفقیت آمیزی فعالیت خود را ادامه داده اند. این صندوق ها که یکی از مهم ترین نهادهای بازار سرمایه برای جمع آوری سرمایه اندک و در عین حال در سطح وسیع بوده و مخاطره سرمایه گذاری را به میزان قابل توجهی کاهش داده اند، موجب رونق و مدیریت در بازار سهام شده و تعداد بیشتری از افراد عادی و ناآشنا با بازار را به سوی بازار سرمایه جذب کرده است (Asadi Gharehjeloo & Abdo Tabrizi, 2020). در اغلب کشورهای توسعه یافته صندوق های سرمایه گذاری به عنوان هسته مرکزی بازار سرمایه محسوب می شوند و ماهانه مبالغ هنگفتی از سرمایه های سرگردان را به بخشهای مولد و فعال جامعه هدایت می کنند. این صندوق ها با اتخاذ سیاستهای مناسب میتوانند در کاهش تورم افزایش تولید و بهبود کارایی مدیران نقش اساسی ایفا کنند. خوشبختانه صنعت صندوقهای سرمایه گذاری در ایران با تأخیر چند ده ساله، اما با استقبال فراوان از طرف سرمایه گذاران در سال ۱۳۸۶ تأسیس شدند. با عنایت به نقش بی بدیل این صندوقها در تخصیص بهینه منابع مالی در بازار سرمایه، ارزیابی چگونگی معاملات در این شرکتها و تأثیر نوع مالکیت آنها بر نحوه معاملات این واسطه های مالی میتواند اطلاعات ارزشمندی را در اختیار سرمایه گذاران قرار دهد (Shams & Esfandiari Moghadam, 2016).

### مالی رفتاری

منشأ حوزه مالی رفتاری به اوایل دهه ۱۹۸۰ برمی گردد، مطالعات اولیه عمدتاً سعی داشتند نشان دهند که بازارها می توانند ناکارآمد باشند زیرا احتمال قیمت گذاری نادرست وجود دارد. فرضیه بازار کارآمد نشان می دهد که قیمت سهام منعکس کننده تمام اطلاعات موجود است. اگر قیمت گذاری اشتباه باشد، آریتراتورها به سرعت در بازار موقعیت خواهند گرفت و از این رو قیمت سهام در نهایت به قیمت تعادلی خود می رسد. مالی رفتاری این گونه استدلال می کند که گاهی اوقات، استراتژی هایی که برای اصلاح قیمت گذاری نادرست طراحی می شوند، آنقدر پرهزینه و پرخطر هستند که آریتراتورها قادر به بهره برداری از آنها نیستند و بنابراین قیمت گذاری اشتباه به وجود می آید (Singh, 2021). طرفداران مالی رفتاری بر این اعتقاد هستند که به دلیل محدودیت های شناختی، هیچ فرد کاملاً منطقی در بازار وجود ندارد. مالی رفتاری، به جای یک سرمایه گذار کاملاً منطقی، یک سرمایه گذار عادی را فرض می کند، یعنی یک فرد معمولی که همیشه صرفاً با منفعت شخصی هدایت نمی شود. یک سرمایه گذار عادی، اغلب علاوه بر انگیزه های اقتصادی، انگیزه های غیراقتصادی نیز دارد. آنها همیشه و منحصرأ سعی در به حداکثر رساندن درآمد خود ندارند، بلکه با در نظر گرفتن اهداف دیگری همچون حفاظت از محیط زیست و اجتناب از خرید سهام در شرکت های مرتبط با محصولاتی مانند سلاح و مهمات، مشروبات الکلی نوشیدنی ها و تنباکو به دنبال نشان دادن از خود گذشتگی و مسئولیت اجتماعی خود هستند. مالی رفتاری، ناقص بودن ذهن انسان را سرلوحه کار قرار می دهد. این نقص هنگام تصمیم گیری های زندگی روزمره، و به ویژه هنگام تصمیم گیری های پیچیده مربوط به امور مالی که نیازمند داشتن دانش و مهارت های خاصی است، آشکار می شود. (Leković, 2020). مالی رفتاری به مطالعه چگونگی تأثیر پدیده های روانی بر رفتار مالی میپردازد. رفتار مالی به مطالعه چگونگی رفتار انسانها در تعیین امور مالی می پردازد امور مالی رفتاری به عنوان یک شاخه نظری جدید در امور مالی است که با ترکیب دانش روانشناسی جامعه شناسی و سایر علوم اجتماعی تعریف میشود (Meisa Dai et al, 2021). امور مالی رفتاری این موضوع را بیان میکند که انتظارات غیر منطقی یا ترجیحات غیر

استاندارد بر قیمت دارایی تأثیر می‌گذارد و بنابراین، انحراف بین قیمت‌ها و ارزش داراییها به انگیزه‌های روانی سرمایه‌گذاران بستگی دارد. با توجه به علاقه روزافزون به نظریه جدید مالی رفتاری، به ویژه در قرن حاضر، تجزیه و تحلیل تکامل، مسائل مطرح شده و وضعیت فعلی مالی رفتاری امری کاملاً ضروری است (Paule-Vianez et al, 2020).

### پیشینه پژوهش

(Moghdisi et al, 2025) به بررسی مدل‌سازی عوامل موثر بر ضریب واکنش سود شرکت‌ها با ترکیب مولفه‌های مالی رفتاری با استفاده از روش معادلات ساختاری پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد عامل وضعیت و عملکرد مالی با ضریب مسیر  $0/19-$ ، عامل وضعیت و عملکرد بازار سرمایه با ضریب مسیر  $0/167+$  و عامل محیط سرمایه‌گذاری با ضریب مسیر  $0/12+$  بر ضریب واکنش سود در سطح خطای  $0/05+$  تأثیر معنی‌داری دارند. بر این اساس سازه‌های سود هر سهم، اهرم مالی، عدم تقارن اطلاعاتی، بازده شاخص بازار، نرخ تورم، سهام شناور آزاد، نرخ گردش سهام و دفعات معامله سهام به عنوان سازه‌های موثر بر ضریب واکنش سود تشخیص داده شدند. در بین سازه‌های مذکور قدرمطلق ضرایب سازه‌ها نشان داد، نرخ تورم بیشترین و سود هر سهم کمترین تأثیرگذاری بر ضریب واکنش سود را دارد.

(Shahamat et al, 2025) به بررسی ارائه الگوی مدیریت پورتفوی در صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر مبنای متغیرهای مالی رفتاری پرداختند. نتایج نشان داد در سطح اول تأثیر پذیرترین مولفه‌ها شامل: کنترل ترس جاماندگی از سود، نرمالسازی رفتارهای محافظه‌کارانه و کنترل رفتارهای پشیمان‌گریزی بودند. در سطح دوم مولفه‌های تأثیرگذار بر سطح اول یعنی توجه به رفتارهای خودکنترلی، داشتن استراتژی مدون سرمایه‌گذاری، توجه به اصول حسابداری ذهنی بودند و در سطح سوم نیز مؤلفه‌های تأثیرگذار بر سطح دوم که شامل خوش بینی و بدبینی رفتاری، توجه به رفتارهای ریسک‌گریز و ریسک‌پذیر و کنترل رفتارهای توده‌وار است و در سطح چهارم تأثیرگذارترین مؤلفه وجود دارد که شامل اثرتمایلی می‌باشد. در مدل میک مک نیز اکثر متغیرها در قسمت متغیرهای پیوندی قرار گرفت که از نیروی نفوذ قوی و همچنین نیروی وابستگی قدرتمندی برخوردارند.

(Mousavi Kakhki & Khatabi, 2024)، به بررسی ارائه الگوی بهینه‌سازی سبد سهام بر اساس ترجیحات رفتاری و حافظه سرمایه‌گذار پرداختند. نتایج مقایسه الگوی بهینه‌سازی تحت دو معیار حافظه سرمایه‌گذار و ترجیحات رفتاری، نشان دهنده آن است که حافظه سرمایه‌گذار در مقایسه با ترجیحات رفتاری، معیار مناسب‌تری برای بهینه‌سازی سبد سهام است. در اجرای مدل با بازدهی بازار برای دو معیار ترجیحات رفتاری و حافظه سرمایه‌گذار، نتایج به دست آمده گویای مناسب بودن حافظه سرمایه‌گذار با بازده بازار در بهینه‌سازی سبد سهام است.

(Aurengzeb & Maqbool Shah, 2022)، به بررسی ارتباط بین عوامل مالی رفتاری یعنی پشیمانی‌گریزی، خودکنترلی و حسابداری ذهنی با مدیریت پورتفولیو با حفظ اثر تمایل به عنوان متغیر میانجی پرداختند. به منظور دستیابی به شواهد تجربی، این پژوهش از نظرسنجی از مدیران صندوق‌ها با استفاده از پرسشنامه ساختاریافته استفاده کرده است. یافته‌های این تحقیق تأیید کرد که تأثیر میانجی‌گری قابل توجهی بین سه جنبه و مدیریت پورتفولیو وجود دارد.

(Chung Wu et al, 2022)، به بررسی اخبار منفی شبکه بر اساس تحلیل مالی رفتاری نوسانات غیرعادی قیمت سهام در کشور چین پرداختند. مطالعات نشان داده است که اخبار منفی قبل از ۱ روز و بعد از ۴ روز نوسانات قیمت سهام را بیشتر

می کند و در نتیجه بازدهی مازاد را به همراه دارد. این پژوهش نشان می دهد که وقتی رسانه های آنلاین اطلاعات منفی درباره شرکت های بورسی را از یک روز قبل تا چهار روز بعد فاش می کنند، قیمت سهام به شدت نوسان پیدا می کند، بازده اضافی ایجاد می گردد و همچنان نوسانات سهام را در کوتاه مدت فعال تر می کند. علاوه بر این، هنگام مطالعه عوامل تأثیرگذار بر نوسانات قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس، دریافتند که نوسانات قیمت سهام تحت تأثیر عملکرد شرکت قرار دارد. هرچه عملکرد شرکت بهتر باشد، نوسانات قیمت سهام در صورت تأثیر اخبار منفی کمتر خواهد بود. در نهایت دریافتند که هر چه نسبت سهامداری سرمایه گذاران نهادی در شرکت های بورسی بالاتر باشد، قیمت سهام پایدارتر است.

(Nassim Mellem et al, 2022)، به بررسی سناریوهای آینده نگر در مدیریت پورتفولیو: رویکردی در پرتو روش های Momentum و ELECTRE-Mor پرداختند. نتایج به دست آمده از این پژوهش، از تصمیم گیری استراتژیک در ترکیب مجموعه دوره های ارائه شده پشتیبانی نمود، که منجر به طبقه بندی آن ها و ارائه مواردی شد که باید توسط مدیریت شرکت اولویت بندی، حفظ یا کنار گذاشته شوند.

(Betancourt & Chen, 2021)، پژوهشی را با عنوان یادگیری تقویتی عمیق برای مدیریت پورتفولیوی بازارهایی با تعدادی دارایی پویا انجام دادند. روش پیشنهادی بر روی مجموعه داده ای از یکی از بزرگترین بازارهای دیجیتال در جهان آزمایش شد، با عملکردی بهتر از نظر روش های پیشرفته و دستیابی به میانگین بازده روزانه بیش از ۲۴٪ همراه است.

(Gruszka & Szwabiński, 2021)، به بررسی استراتژی های پیشرفته مدیریت پورتفولیو در مدل بازار هستون پرداختند. در این پژوهش، هدف آنها تجزیه و تحلیل دو جنبه است که ممکن است بر عملکرد سرمایه گذاری تأثیر بگذارد: تنوع دارایی ها و گنجاندن وجه نقد در پرتفوی. آنها همچنین دو استراتژی مدیریتی جدید را بر اساس عوامل RSI و MACD که از تحلیل تکنیکال شناخته شده اند، پیشنهاد نمودند. شبیه سازی مونت کارلو در مدل هستون یک بازار برای انجام آزمایش های عددی استفاده شد.

(Karimkhani & Karimkhani, 2021)، پژوهشی را تحت عنوان نقش عوامل روانشناختی در تأمین مالی رفتاری انجام دادند. در این پژوهش آمده است که، عوامل روانی در مسایل مالی، انتظار درک بهتر رفتار بازارهای مالی برای سرمایه گذاران برای اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری بهتر را نشان می دهد. به کارگیری عوامل روانی در مسایل مالی، عملکرد مالی را به شدت افزایش خواهد داد.

(Ebrahim Nejad et al, 2021)، در پژوهشی به بررسی اثر تمایلی در صندوق های سرمایه گذاری مشترک ایران پرداختند. بر اساس یافته های این پژوهش، صندوق های سرمایه گذاری مشترک فعال در بورس تهران، به طور قاعده مندی تمایل دارند سهامی که افزایش قیمت یافته را بفروشند و سهامی که کاهش قیمت داشته را نگه دارند. به بیان دقیق تر، احتمال فروخته شدن یک سهم با بازده مثبت، ۱/۴۶ برابر احتمال فروخته شدن سهمی با بازده منفی است. چنانچه مالیات و کارمزد معاملات را در محاسبه سود دخالت ندهیم، این نسبت به ۱/۵۱ افزایش می یابد.

(Risboff Fakur, 2020)، به بررسی کارکرد مدیریت پورتفوی شرکت‌های سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج این پژوهش نشان داد که مدیریت پرتفوی و انتخاب پرتفوی بهینه سهام در بازار بورس ایران از طریق مدل های مارکویتز و ارزش در معرض خطر یکسان می باشد.

(Ranjbari Vahid et al, 2020)، در پژوهشی به بهینه سازی و مدیریت فعال پابرجای سبد سرمایه گذاری با استفاده از الگوریتم کلونی زنبور عسل؛ مورد مطالعاتی: بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بر اساس نتایج به دست آمده، روش پیشنهادی هم در مرحله تشکیل سبد بهینه و هم در مرحله مدیریت آن، از روش های کلاسیک، عملکرد بهتری نشان داده است.

### روش‌شناسی تحقیق

با توجه به اینکه هدف پژوهش حاضر شناسایی و تعیین متغیرهای مالی رفتاری تاثیرگذار بر مدیریت پرتفوی در صندوق‌های سرمایه گذاری بورس اوراق بهادار تهران است؛ روش پژوهش برحسب هدف، کاربردی؛ برحسب نوع داده، کیفی؛ برحسب زمان گردآوری داده و ماهیت و روش پژوهش، توصیفی - پیمایشی بود. جامعه مورد بررسی پژوهش حاضر را مدیران ۳۲۹ صندوق سرمایه گذاری حاضر در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می دهند که اعتبار مجوز آنها، در وضعیت فعال قرار دارد. مشارکت کنندگان در این پژوهش را خبرگان تشکیل می دهند. ویژگی های خبرگان پژوهش که به تأیید اساتید راهنما و مشاور رسیده بود، افرادی بودند که دارای مدرک دکتری مدیریت مالی یا حسابداری، ۱۰ سال سابقه مدیریت صندوق های سرمایه گذاری یا اساتید دانشگاهی که در حوزه مدیریت سرمایه گذاری فعال و دارای پژوهش هستند را تشکیل می دهند. تجزیه و تحلیل داده ها از طریق تکنیک تحلیل تم انجام شد. تحلیل تم روشی برای تعیین، تحلیل و بیان الگوهای (تم ها) موجود درون داده ها است. این روش در حداقل خود داده ها را سازماندهی و در قالب جزئیات توصیف می کند. تحلیل تم نخستین روش تحلیل کیفی است که محققان باید فرا بگیرند، زیرا این روش، مهارت های اصلی که برای اجرای بسیاری از روشهای دیگر تحلیل کیفی لازم است را فراهم می آورد (براون و کلارک، ۲۰۰۶). نخست بوسیله مطالعات کتابخانه ای به بررسی مبانی نظری و پیشینه تحقیق و برخی از متغیرهای مالی رفتاری مرتبط با مالی رفتاری پرداخته شد. سپس جهت انجام مصاحبه ها به صورت هدفمند تعداد ۱۰ نفر از خبرگان دانشگاهی و مدیران صندوق های سرمایه گذاری انتخاب شده و پس از اعمال هماهنگی های لازم در محل کار آنها حضور یافته و با آنها مصاحبه به عمل می آید.

### یافته های پژوهش

نتایج مربوط به جنسیت پاسخگویان منتخب در نمونه نشان می دهد که از ۱۰ نفر خبرگان، مردان با درصد فراوانی ۶۰٪ نسبت به زنان با درصد فراوانی ۴۰٪ از درصد فراوانی بیشتری برخوردار بودند و همگی آنان دارای مدرک دکتری بودند. در مرحله بعد با توجه به مصاحبه های انجام شده به بررسی متون و استخراج کدها پرداخته می شود. کدهای استخراج شده از یکی از مصاحبه ها که مبتنی بر متن مصاحبه های انجام شده با خبره مورد پرسش و کدهای محتوایی به دست آمده از آن متن است بعنوان نمونه در جدول (۱) گزارش گردیده است.

جدول ۱. بخشی از متون مصاحبه و کدهای اولیه استخراج شده توسط مصاحبه شونده

کدهای اولیه استخراج شده	متون مصاحبه
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ داشتن برنامه و استراتژی منظم</li> <li>✓ کنترل برنامه ریزی شده ذهن و فکر انسان</li> <li>✓ داشتن یک استراتژی معاملاتی</li> <li>✓ ارائه یک استراتژی معاملاتی بر مبنای سرمایه، ریسک پذیری معامله گر، اتفاقات بازار</li> <li>✓ توجه شخصی ترین استراتژی معاملاتی</li> <li>✓ داشتن افق زمانی، شناخت ریسک های بازار، انتخاب زمان ورود و خروج به سهام، متنوع سازی سبد سرمایه گذاری، خرید صندوق های سرمایه گذاری</li> <li>✓ ارائه استراتژی مدون و مکتوب به تمام فعالیت های معامله گر نظم</li> <li>✓ برخورداری از دانش و مهارت لازم برای تعیین استراتژی</li> <li>✓ استفاده از روش های استراتژی سرمایه گذاری غیر مستقیم</li> </ul>	<p>"در تاریخ بشریت افرادی که به جایگاه بالایی رسیده اند افرادی بوده اند که برای رسیدن به اهداف خود برنامه و استراتژی منظم داشته اند. ذهن و فکر انسان زمانی که دچار سردرگمی می شود بیشتر بر اساس هیجانات و احساسات رفتار می کند اما زمانی که از قبل برنامه ریزی شده باشد و مسیر راه برای آن مشخص شده باشد، منطقی عمل کرده و خروجی عملکرد آن همان چیزی می شود که انسان انتظار دارد. بازارهای مالی و بورس ایران نیز از این قاعده مستثنی نیست و اتفاقاً اهمیت این موضوع در این بازارها دوچندان است. معامله گری که قبل از خرید یک سهم و درگیر کردن سرمایه خود، آن را مورد تحلیل و بررسی همه جانبه قرار داده و مسیر را تا رسیدن به اهداف قیمتی، برای خود ترسیم کرده است هیچ وقت اسیر هیجانات و استرس نمی شود و در هر شرایطی از بازار، برای خود راهکاری دارد که بر اساس آن عمل می کند. به ازای هر معامله گر، یک استراتژی معاملاتی وجود دارد. به عبارت دیگر تعیین استراتژی معاملاتی، به میزان سرمایه، ریسک پذیری معامله گر، اتفاقات بازار و غیره بستگی دارد. بهترین استراتژی معاملاتی، شخصی ترین استراتژی معاملاتی است. یعنی برنامه ای که برای شخص معامله گر تبیین شده باشد. از طرف دیگر داشتن افق زمانی، شناخت ریسک های بازار، انتخاب زمان ورود و خروج به سهام، متنوع سازی سبد سرمایه گذاری، خرید صندوق های سرمایه گذاری و غیره از جمله مواردی است که در تبیین استراتژی معاملاتی برای کسب سود بیشتر می تواند مورد بررسی قرار گیرد. یک معامله گر حرفه ای برای تغییرات و رفتارهای بازار، برنامه مشخص و از پیش تعیین شده ای دارد و هر رفتار غیر قابل پیش بینی آن را مدیریت می کند. به زبان ساده می توان گفت استراتژی های معاملاتی مجموعه قوانینی هستند که بر روش کلی معامله گر در هنگام معامله در بازارهای مالی نظارت دارد و معامله گر از طریق آن به خرید و فروش سهام می پردازد. یک معامله گر تنها با داشتن استراتژی معاملاتی قادر به حفظ سرمایه خود خواهد بود. در غیر این صورت ممکن است به دلیل هیجانی بودن جو بازار، کل سرمایه خود را از دست دهد. بنابراین داشتن یک استراتژی مدون و مکتوب به تمام فعالیت های معامله گر نظم می دهد. این مهم از تأثیر هر عامل منفی بر روحیه سرمایه گذار جلوگیری کرده و به او کمک می کند تا با اتکا به استراتژی شخصی خود به معامله</p>

پیردازد و دچار احساساتی چون ترس، طمع، خشم و غیره نشود. معامله گرانی می‌توانند در بازار پرنوسان امروز از سرمایه خود محافظت کرده و در قدم بعدی سود کسب کننده که استراتژی معاملاتی داشته باشند. نقش استراتژی معاملاتی در موفقیت معامله گران این است که باعث می‌شود با شناخت همه جوانب، بهترین تصمیم را بگیرند و در مسیری قدم بردارند که مناسب آن‌ها است. بدون استراتژی معاملاتی مناسب، نمی‌توان در بازار بورس به موفقیت دست یافت و این موفقیت را حفظ کرد. حتی در مواردی، امکان از بین رفتن اصل سرمایه نیز وجود دارد. بنابراین سرمایه‌گذاران باید دانش و مهارت لازم برای تعیین استراتژی را به دست آورند یا از روش‌های سرمایه‌گذاری غیر مستقیم استفاده کنند."

کدگذاری اولیه: با مرور متون مصاحبه‌های انجام شده با خبرگان مورد پرسش مشخص گردید که هر یک از مصاحبه‌کنندگان به مولفه‌ها و متغیرهای گوناگونی برای ارائه یک الگوی مدیریت پرتفوی صندوق‌های سرمایه‌گذاری با تاکید بر اصول مالی رفتاری اشاره کرده‌اند که در جدول (۲) به منظور جمع‌بندی و شناسایی مولفه‌های ارائه شده، کدهای اولیه شناسایی شده ارائه شده‌اند.

جدول ۲. کدهای اولیه استخراج شده از مصاحبه‌ها برای ارائه یک الگوی مدیریت پرتفوی صندوق‌های سرمایه‌گذاری

کدهای شناسایی شده (کدهای باز)	کد مصاحبه شوند
<ul style="list-style-type: none"> <li>- خوش‌بینی و بدبینی رفتاری</li> <li>- اشتباه رفتاری در خوش‌بینی بازار</li> <li>- اشتباه ذهنی در بدبینی بازار</li> <li>- طمع در خوش‌بینی بازار</li> <li>- تعصب در شرایط خوشبینی بازار</li> <li>- خریدهای هیجانی و بی‌دلیل در خوش‌بینی بازار</li> <li>- فروش‌های بی‌منطق در بدبینی بازار</li> <li>- خوش‌بینی افراطی و هیجانی</li> <li>- بدبینی افراطی و هیجانی</li> <li>- خوش‌بینی نسبت به رشد بازار</li> <li>- بدبینی نسبت به رشد بازار</li> </ul>	مصاحبه شونده ۱
<ul style="list-style-type: none"> <li>- ترس جا ماندن از رشد یک سهم</li> <li>- طمع سود رویایی بیشتر از یک سهم</li> <li>- طمع رشد بیشتر یک سهم</li> </ul>	مصاحبه شونده ۲

<ul style="list-style-type: none"> <li>- ترس از از دست دادن سود</li> <li>- کنترل ترس جاماندن از سود</li> <li>- ترس از دست دادن سود معاملاتی</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- توجه به میزان ریسک پذیری سهام</li> <li>- درگیر شدن در جریان‌ات ریسک پذیری</li> <li>- حرکت به سمت سرمایه های امن تر</li> <li>- توجه به ریسک گریزی بازار</li> <li>- توجه به ریسک پذیری بازار</li> <li>- پذیرش ریسک بیشتر در سرمایه گذاری ها</li> <li>- توجه به افزایش قیمت دارایی های پرریسک تر</li> <li>- پتانسیل بازدهی بالاتر بر ریسک های ناشی از نوسانات بیشتر بازار</li> <li>- توجه به احساسات ریسک گریزی</li> <li>- آشنایی با شاخص های بازار ریسک گریز</li> <li>- آشنایی با شاخص های بازار ریسک پذیری</li> </ul>	<b>مصاحبه شونده ۳</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- تسلط به کنترل روان خود</li> <li>- توجه به به سلامتی روان خود</li> <li>- کاهش رفتاری پر خاشگروانه با اطرافیان</li> <li>- کنترل احساسات خود</li> <li>- برطرف کردن ضعف های برنامه مالی</li> <li>- تنظیم برنامه مالی کامل</li> <li>- کنترل روان برای غلبه بر حرص خود</li> <li>- کاهش استرس در روان خود</li> </ul>	<b>مصاحبه شونده ۴</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- محافظه گرایی</li> <li>- توجه به محافظه کاری اولیه</li> <li>- توجه به الگوی گشت تصادفی بر سودهای تحقق یافته</li> <li>- سرمایه گذار بر روی دارایی هایی با نوسان کمتری</li> <li>- سرمایه گذاری محافظه کار با توجه به کاهش ریسک از طریق خرید و نگهداری دارایی ها</li> <li>- سرمایه گذاری محافظه کار با توجه به کاهش ریسک از طریق افزایش تدریجی ثروت</li> <li>- سرمایه گذاری محافظه کار با توجه به کاهش ریسک از طریق تنوع بخشیدن در سبد سرمایه گذاری</li> <li>- سرمایه گذاری محافظه کار با توجه به کاهش ریسک از طریق تفاوت در افق</li> </ul>	<b>مصاحبه شونده ۵</b>

زمانی	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- سرمایه گذاری بر روی موقعیت های شناخته شده تر</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- توجه به اقتصاد رفتاری</li> <li>- توجه به رفتار شهروندان ایرانی در بورس</li> <li>- توجه به رفتاری توده ای</li> <li>- انجام رفتارهای بدون پشتوانه ، دلیل، منطق و تحلیل</li> <li>- رفتار ناشی از احساس صحیح بودن رفتار</li> <li>- کپی برداری از رفتار سرمایه گذاران دیگر</li> <li>- تبعیت از تصمیمات غیر منطقی عده ای در بازار</li> <li>- انجام تحلیل و خرید بر اساس رفتار دیگران</li> <li>- توجه به منطق همیشه حق با جمعیت است</li> <li>- عدم کنترل هیجانات و احساسات</li> <li>- عدم داشتن استراتژی منظم و مشخص و پایبندی به آن عدم انجام تحلیل های عمیق</li> <li>- نداشتن حد ضرر، حد سود و عدم پایبندی به آنها</li> </ul>	<b>مصاحبه شونده ۶</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- داشتن برنامه و استراتژی منظم</li> <li>- کنترل برنامه ریزی شده ذهن و فکر انسان</li> <li>- داشتن یک استراتژی معاملاتی</li> <li>- ارائه یک استراتژی معاملاتی بر مبنای سرمایه، ریسک پذیری معامله گر، اتفاقات بازار</li> <li>- توجه شخصی ترین استراتژی معاملاتی</li> <li>- داشتن افق زمانی، شناخت ریسک های بازار، انتخاب زمان ورود و خروج به سهام، متنوع سازی سبد سرمایه گذاری، خرید صندوق های سرمایه گذاری</li> <li>- ارائه استراتژی مدون و مکتوب به تمام فعالیت های معامله گر منظم</li> <li>- برخورداری از دانش و مهارت لازم برای تعیین استراتژی</li> <li>- استفاده از روش های استراتژی سرمایه گذاری غیر مستقیم</li> </ul>	<b>مصاحبه شونده ۷</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- سوگیری های رفتاری</li> <li>- کنترل رفتارهای پشیمان گریز</li> <li>- جبران پشیمانی های گذشته در خرید و فروش سهام</li> <li>- جلوگیری از پشیمانی احتمالی در معاملات بعدی</li> <li>- جلوگیری از عدم رفتارهای منطقی در زمان های قبل و بعد از پشیمانی</li> <li>- کنترل ناخود آگاه در فرآیند پشیمانی</li> </ul>	<b>مصاحبه شونده ۸</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- توجه به اثر تمایلی</li> </ul>	<b>مصاحبه شونده ۹</b>

<ul style="list-style-type: none"> <li>- توجه سرمایه گذاران بیه نقطه مرجع انتخابی</li> <li>- گرایش سرمایه گذاران به نگهداری اوراق بهاداری</li> <li>- گرایش سرمایه گذاران به فروش اوراق بهادار</li> <li>- توجه به تورش رفتاری</li> <li>- نگهداری سرمایه‌های بازنده برای مدت طولانی</li> <li>- فروش زود هنگام برگ‌های برنده</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- توجه به نقش حسابداری</li> <li>- توجه به نقش حسابداری ذهنی</li> <li>- تقویت تصمیم‌های درست و کاهش قدرت تصمیم‌های اشتباه</li> <li>- بررسی شیوه رفتار افراد هنگام برخورد با سود و زیان</li> <li>- توجه به احساسات (خشم، اضطراب و...)، فرهنگ، شخصیت، دین در تصمیم‌گیری</li> </ul>	مصاحبه شونده ۱۰

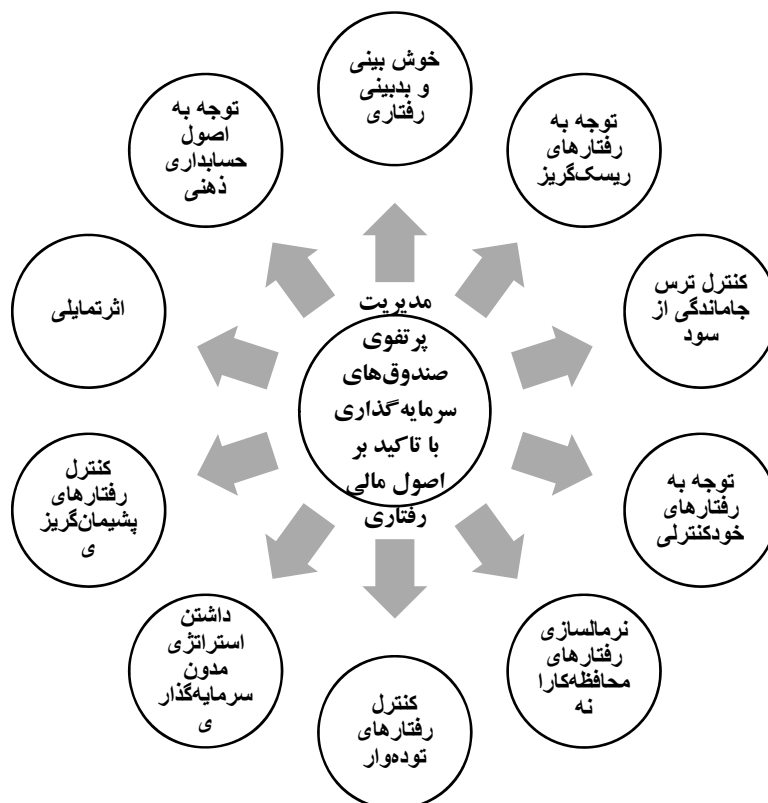
**کدگذاری ثانویه:** با بررسی کدهای شناسایی شده (کدهای باز) استخراج شده از مصاحبه‌های مورد بررسی در مرحله آخر اقدام به تعریف و نام گذاری تم‌ها شده است. نتایج بررسی‌ها نشان داده است که مولفه‌های ارائه شده برای ارائه یک الگوی مدیریت پرتفوی صندوق‌های سرمایه‌گذاری با تاکید بر اصول مالی رفتاری در ده مولفه طبقه‌بندی شده‌اند که هر یک از این مولفه‌های اصلی، دارای مولفه‌های فرعی هم می‌باشند که نتایج این دسته‌بندی در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول ۳. مولفه‌های اصلی و زیرمولفه‌های به دست آمده از کدهای باز استخراج شده

ردیف	مولفه‌های اصلی	کدهای اولیه استخراج شده
۱	خوش بینی و بدبینی رفتاری	خوش‌بینی و بدبینی رفتاری - اشتباه رفتاری در خوش‌بینی بازار - اشتباه ذهنی در بدبینی بازار - طمع در خوش‌بینی بازار - تعصب در شرایط خوشبینی بازار - خریدهای هیجانی و بی‌دلیل در خوش‌بینی بازار - فروش‌های بی‌منطق در بدبینی بازار - خوش‌بینی افراطی و هیجانی - بدبینی افراطی و هیجانی - خوش‌بینی نسبت به رشد بازار - بدبینی نسبت به رشد بازار.
۲	کنترل ترس جاماندگی از سود	ترس جا ماندن از رشد یک سهم - طمع سود رویایی بیشتر از یک سهم - طمع رشد بیشتر یک سهم - ترس از دست دادن سود - کنترل ترس جاماندن از سود - ترس از دست دادن سود معاملات.
۳	توجه به رفتارهای ریسک‌گریز و ریسک‌پذیر	توجه به میزان ریسک‌پذیری سهام - درگیر شدن در جریان‌ات ریسک‌پذیری - حرکت به سمت سرمایه‌های امن تر - توجه به ریسک‌گریزی بازار - توجه به ریسک‌پذیری بازار - پذیرش ریسک بیشتر در سرمایه‌گذاری‌ها - توجه به افزایش قیمت دارایی‌های پرریسک تر - پتانسیل بازدهی بالاتر بر ریسک‌های ناشی از نوسانات بیشتر بازار - توجه به احساسات ریسک‌گریزی - آشنایی با شاخص‌های بازار ریسک‌گریز - آشنایی با شاخص‌های بازار ریسک‌پذیری.

تسلط به کنترل روان خود - توجه به به سلامتی روان خود - کاهش رفتاری پرخاشگرانه با اطرافیان - کنترل احساسات خود - برطرف کردن ضعف های برنامه مالی - تنظیم برنامه مالی کامل - کنترل روان برای غلبه بر حرص خود - کاهش استرس در روان خود.	توجه به رفتارهای خودکنترلی	۴
محافظه گرایی - توجه به محافظه کاری اولیه - توجه به الگوی گشت تصادفی بر سودهای تحقق یافته - سرمایه گذار بر روی دارایی هایی با نوسان کمتری - سرمایه گذاری محافظه کار با توجه به کاهش ریسک از طریق خرید و نگهداری دارایی ها - سرمایه گذاری محافظه کار با توجه به کاهش ریسک از طریق افزایش تدریجی ثروت - سرمایه گذاری محافظه کار با توجه به کاهش ریسک از طریق تنوع بخشیدن در سبد سرمایه گذاری - سرمایه گذاری محافظه کار با توجه به کاهش ریسک از طریق تفاوت در افق زمانی - سرمایه گذاری بر روی موقعیت های شناخته شده تر.	نرمالسازی رفتارهای محافظه کارانه	۵
توجه به اقتصاد رفتاری - توجه به رفتار شهروندان ایرانی در بورس - توجه به رفتاری توده ای - انجام رفتارهای بدون پشتوانه، دلیل، منطق و تحلیل - رفتار ناشی از احساس صحیح بودن رفتار - کپی برداری از رفتار سرمایه گذاران دیگر - تبعیت از تصمیمات غیر منطقی عده ای در بازار - انجام تحلیل و خرید بر اساس رفتار دیگران - توجه به منطق همیشه حق با جمعیت است - عدم کنترل هیجانات و احساسات - عدم داشتن استراتژی منظم و مشخص و پایبندی به آن - عدم انجام تحلیل های عمیق - نداشتن حد ضرر، حد سود و عدم پایبندی به آنها.	کنترل رفتارهای توده وار	۶
داشتن برنامه و استراتژی منظم - کنترل برنامه ریزی شده ذهن و فکر انسان - داشتن یک استراتژی معاملاتی - ارائه یک استراتژی معاملاتی بر مبنای سرمایه، ریسک پذیری معامله گر، اتفاقات بازار - توجه شخصی ترین استراتژی معاملاتی - داشتن افق زمانی، شناخت ریسک های بازار، انتخاب زمان ورود و خروج به سهام، متنوع سازی سبد سرمایه گذاری، خرید صندوق های سرمایه گذاری - ارائه استراتژی مدون و مکتوب به تمام فعالیت های معامله گر نظم - برخورداری از دانش و مهارت لازم برای تعیین استراتژی - استفاده از روش های استراتژی سرمایه گذاری غیر مستقیم.	داشتن استراتژی مدون سرمایه گذاری	۷
سوگیری های رفتاری - کنترل رفتارهای پشیمان گریز - جبران پشیمانی های گذشته در خرید و فروش سهام - جلوگیری از پشیمانی احتمالی در معاملات بعدی - جلوگیری از عدم رفتارهای منطقی در زمان های قبل و بعد از پشیمانی - کنترل ناخود آگاه در فرآیند پشیمانی.	کنترل رفتارهای پشیمان گریزی	۸
توجه به اثر تمایلی - توجه سرمایه گذاران به نقطه مرجع انتخابی - گرایش سرمایه گذاران به نگهداری اوراق بهاداری - گرایش سرمایه گذاران به فروش اوراق بهادار - توجه به تورش رفتاری - نگهداری سرمایه های بازنده برای مدت طولانی - فروش زودهنگام برگ های برنده.	اثر تمایلی	۹
توجه به نقش حسابداری - توجه به نقش حسابداری ذهنی - تقویت تصمیم های درست و کاهش قدرت تصمیم های اشتباه - بررسی شیوه رفتار افراد هنگام برخورد با سود و زیان - توجه به احساسات (خشم، اضطراب و...)، فرهنگ، شخصیت، دین در تصمیم گیری ها.	توجه به اصول حسابداری ذهنی	۱۰

داده ها به توجه به نتایج مراحل قبل و کدگذاری انجام شده، متغیرهای مالی رفتاری تاثیرگذار بر مدیریت پرتفوی در صندوق های سرمایه گذاری شناسایی شده، الگوی مدیریت پرتفوی در صندوق های سرمایه گذاری بورس اوراق بهادار تهران بصورت شکل (۱) ارائه گردیده است:



شکل ۱. الگوی به دست آمده از کدهای ثانویه استخراجی

### بحث و نتیجه گیری

یکی از کلیدهای موفقیت در بازار سرمایه برای سرمایه گذاران اتخاذ رویکردی مناسب برای مدیریت سبد های سهام ساخته شده توسط آن ها می باشد. بهینه‌سازی پرتفوی موضوعی مهم در مدیریت دارایی است که با تخصیص مناسب سرمایه‌گذاری برای به حداقل رساندن ریسک و به حداکثر رساندن بازده یک سبد سهام از طریق تنوع انجام می‌شود. بهینه‌سازی سبد سهام در مدیریت دارایی فعالیت مهمی در پیش بینی حرکت سهام برای کسب بازدهی برتر است. تئوری مدرن پورتفولیو رویکرد مدیریتی پورتفولیو تصحیح شده است و نحوه انتخاب سبدهای که بازده مورد انتظار بالاتری دارد را ارائه می‌دهد (Gunasekaran et al, 2013). در طول دهه‌ها برای مدیریت پورتفولیو، روش‌های متعددی پیشنهاد شده است. روش‌های ریاضی و آماری بخش غالب در بین این روش‌ها را تشکیل می‌دهند. از آنجایی که تحلیل میانگین واریانس، اولین روش مدرن مدیریت پورتفولیو با استفاده از رویکرد ریاضی و آماری معرفی شده است، انواع مختلفی از روش‌ها مورد مطالعه قرار گرفته است (Yun et al, 2019). مالی رفتاری یکی از شاخه‌های نوینی می‌باشد

که تاثیر قابل توجه ای در دیدگاه سرمایه گذران داشته است. این پژوهش با هدف شناسایی و تعیین متغیرهای مالی رفتاری تاثیرگذار بر مدیریت پرتفوی در صندوق های سرمایه گذاری بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفت. نتایج پژوهش نشان داد که عوامل مختلفی از دیدگاه خبرکان بر مدیریت پرتفوی در صندوق های سرمایه گذاری تاثیر دارد. مهمترین این عوامل در ۱۰ مولفه شامل خوش بینی و بدبینی رفتاری، کنترل ترس جاماندگی از سود، توجه به رفتار ریسک پذیر و ریسک گریز، توجه به رفتارهای خود کنترلی، نرمالسازی رفتارهای محافظه کارانه، کنترل رفتار توده وار، داشتن استراتژی مدون، کنترل رفتارهای پشیمان گریزی، رفتار تمایلی و حسابداری ذهنی می باشد. هر کدام از این مولفه ها توسط شاخص هایی تعریف و مشخص شدن که قابل اندازه گیری هستند. بنابراین پیشنهاد می شود صندوق های سرمایه گذاری و همچنین اشخاص حقیقی جهت مدیریت پرتفوی به این متغیرهای مالی رفتاری توجه نمایند تا ریسک کمتری متوجه آنها شود و بتوانند بازده بیشتری کسب نمایند. نتایج حاصل از این پژوهش با پژوهش های پیشین از جمله پژوهش های (Moghdisi et al, 2025) (Shahamat et al, 2025) (Mousavi Kakhki & Khatabi, 2024)، (Aurengzeb & Maqbool Shah, 2022)، (Chung Wu et al, 2022)، (Nassim Mellem et al, 2022)، (Betancourt & Chen, 2021)، (Gruszka & Szwabiński, 2021)، (Karimkhani & Karimkhani, 2021)، (Ebrahim Nejad et al, 2021)، (Ranjbari Vahid et al, 2020)، (Risboff Fakur, 2020)، همسو و در یک راستا می باشد. (Shahamat et al, 2025) نشان دادند در سطح اول تاثیر پذیرترین مولفه ها شامل: کنترل ترس جاماندگی از سود، نرمالسازی رفتارهای محافظه کارانه و کنترل رفتارهای پشیمان گریزی بودند. در سطح دوم مولفه های تاثیرگذار بر سطح اول یعنی توجه به رفتارهای خود کنترلی، داشتن استراتژی مدون سرمایه گذاری، توجه به اصول حسابداری ذهنی بودند و در سطح سوم نیز مولفه های تاثیرگذار بر سطح دوم که شامل خوش بینی و بدبینی رفتاری، توجه به رفتارهای ریسک گریز و ریسک پذیر و کنترل رفتارهای توده وار است و در سطح چهارم تاثیرگذارترین مولفه وجود دارد که شامل اثر تمایلی می باشد. در مدل میک مک نیز اکثر متغیرها در قسمت متغیرهای پیوندی قرار گرفت که از نیروی نفوذ قوی و همچنین نیروی وابستگی قدرتمندی برخوردارند. (Chung Wu et al, 2022)، نشان دادند که وقتی رسانه های آنلاین اطلاعات منفی درباره شرکت های بورسی را از یک روز قبل تا چهار روز بعد فاش می کنند، قیمت سهام به شدت نوسان پیدا می کند، بازده اضافی ایجاد می گردد و همچنان نوسانات سهام را در کوتاه مدت فعال تر می کند. علاوه بر این، هنگام مطالعه عوامل تاثیرگذار بر نوسانات قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس، دریافتند که نوسانات قیمت سهام تحت تاثیر عملکرد شرکت قرار دارد. هرچه عملکرد شرکت بهتر باشد، نوسانات قیمت سهام در صورت تاثیر اخبار منفی کمتر خواهد بود. در نهایت دریافتند که هر چه نسبت سهامداری سرمایه گذاران نهادی در شرکت های بورسی بالاتر باشد، قیمت سهام پایدارتر است.

با توجه به نتایج بدست آمده از تحقیق پیشنهاد می شود:

- خوش بینی و بدبینی رفتاری: سرمایه گذاران باید از سوگیری های رفتاری خود نسبت به خوش بینی یا بدبینی آگاه باشند و در هنگام تصمیم گیری برای سرمایه گذاری تلاش کنند تا دیدگاهی متعادل و واقع بینانه داشته باشند.

- ۲) کنترل ترس از دست دادن سود: صندوق‌های سرمایه‌گذاری و افراد باید استراتژی‌هایی را برای مدیریت و کاهش ترس از زیان‌های احتمالی ایجاد کنند و اطمینان حاصل کنند که تصمیم‌ها صرفاً ناشی از ترس نیستند.
- ۳) ریسک‌پذیری و رفتار ریسک‌گریز: درک میزان تحمل ریسک و توجه به تعادل بین رفتار ریسک‌پذیر و ریسک‌گریز در مدیریت پورتفولیو بسیار مهم است.
- ۴) رفتارهای خودکنترلی: تشویق به توسعه فرآیندهای تصمیم‌گیری منضبط و منطقی، اجتناب از اقدامات ناشی از احساسات.
- ۵) عادی‌سازی رفتارهای محافظه‌کارانه: ارزش استراتژی‌های سرمایه‌گذاری محافظه‌کارانه را بشناسید و آنها را به عنوان بخشی از رویکرد پرتفوی متنوع بگنجانید.
- ۶) کنترل رفتار انبوه: صندوق‌های سرمایه‌گذاری و افراد باید مراقب روندهای بازار باشند و از تصمیم‌گیری صرفاً بر اساس رفتار گله‌ای خودداری کنند.
- ۷) داشتن یک استراتژی مکتوب: با در نظر گرفتن اهداف بلندمدت و مدیریت ریسک، یک استراتژی سرمایه‌گذاری به خوبی تعریف شده را توسعه و به آن پایبند باشید.

## Reference

- Asadi Gharehjeloo, B., & Abdo Tabrizi, H. (2020). Assessment Of Portfolio Management Skills In Iranian Capital Market Mutual Funds: Bayesian Model Averaging Approach. Program and Development Research, 1(2), 97-129. doi: 10.22034/pbr.2020.104643. (In Persian).
- Aurengzeb, A., & Maghbool Shah, F. (2022), Examining the Link Between Behavioral Finance and Portfolio Management Considering Disposition Effect as Mediating Role: Empirical Evidence from Pakistan (Karachi), iKSP Journal of Business and Economics, 2, (2), 15-24.
- Barasoud, M., & Zomorodian, G. (2019). Comparative study of the behavior of investors in equity portfolio (Classic financial approach or behavioral finance approach). Journal of Investment Knowledge, 8(29), 101-114. (In Persian).
- Bkhit, A., & Ali, kh. (2019), The Relationship between Portfolio Management and of Return Mediating role of Perceived Financial Risk -(Empirical Study in Khartoum Stock Exchange - Sudan), International Journal of Research Publications. 39(2).
- Betancourt, C., & Chen, W-H. (2021), Deep reinforcement learning for portfolio management of markets with a dynamic number of assets, Expert Systems With Applications 164 (2021) <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2020.114002>
- Chung Wu, Ch., & Ye, Y., & Tiantong, Y., & Huang, C. Ch., & Tsai, Y. J. (2022), A Study of Network Negative News Based on Behavioral Finance Analysis of Abnormal Fluctuation of Stock Price, Discrete Dynamics in Nature and Society Volume 2022, Article ID 7952532, 16 pages <https://doi.org/10.1155/2022/7952532>.
- Ebrahim Nejad, A., & Barakchian, S. M., & Neshat Omidvaran, N. (2021). The Disposition Effect in Mutual Funds: Evidence from Iran. Financial Research Journal, 23(2), 222-248. doi: 10.22059/frj.2021.297422.1006993. (In Persian).
- Hassanloo, K. (2017), Multi-period Portfolio Management with Bankruptcy Control under Dynamic Programming Approach, Quarterly Journal of Economic Modeling Research, 27. <https://civilica.com/doc/790455>. (In Persian).
- Gruszka, J., & Szwabiński, J. (2021). Advanced strategies of portfolio management in the Heston market model, Physica A 574 (2021) 125978. <https://doi.org/10.1016/j.physa.2021.125978>

- Gunasekaran, M., & Ramaswami, K. S., & Karthik, S. (2013). Integration of SRA, ANFIS and CAPM for stock portfolio management, CSIT (December 2013) 1(4):291-300. DOI 10.1007/s40012-013-0027-z.
- Kapoor, N. (2014), Financial Portfolio management: Overview and Decision Making in investment Process, International Journal of research, Vol 1, Issue 10, ISSN: 2348-6848.
- Karimkhani, M., & Karimkhani, M.R. (2021). The Role of Psychological Factors in Behavioral Financing, First National Conference on Venture Capital (Financing and Valuation Models), Tehran, <https://civilica.com/doc/1359389>. (In Persian).
- Leković, M. (2020), Behavioral Finance as an Answer to the Limitations of Standard Finance, Bankarstvo, 49(3).
- Meisa D., & Ratna, K., & Nenden, W., & Tresna, P. (2021), The Influence of Financial Attitude and Financial literacy on Behavioral Finance: A Study on Leading Small and Medium Enterprises in Cimahi City, Indonesia, Review of Integrative Business and Economics Research, 10(1).322-329
- Moghdisi, M., & Ghiasvand, A., & Sefati, F. (2025). Modeling factors affecting the corporate profit response coefficient by combining behavioral finance components. Journal of value creating in Business Management, 5(1), 270-302. doi: 10.22034/jvcbm.2024.453911.1364. (In Persian).
- Mousavi Kakhki, V., & Khatabi, S. (2024). Presenting a portfolio optimization model based on behavioral preferences and investor memory. Financial Research, 26(1), 131-158. doi: 10.22059/frj.2023.354113.1007438. (In Persian).
- Nassim Mellem, P. M., & Costa, I., & Arthur Pinheheiro d, A.C., & Miguel Angelo, L.M., & Simoes Gomes, C. F., & Santos, M. D., & Pina Corrica, J. V.D, (2022), Prospective scenarios applied in course portfolio management: An approach in light of the Momentum and ELECTRE-MOr methods, Procedia computer science, 199, 48-55. DOI:10.1016/j.procs.2022.01.007
- Paule-Vianez, J., & Gómez-Martínez, R., & Prado-Román, C. (2020), A bibliometric analysis of behavioural finance with mapping analysis tools, European Research on Management and Business Economics 26 (2020) 71-77. DOI:10.1016/j.iedeen.2020.01.001
- Ranjbari Vahid, M. H., & SADEGHI SHARIF, S. J., & EIVAZLU, R., & MEHRARA, M. (2020). Optimization and active management of Portfolio Using Aunt Colony Algorithm Considering Uncertainty and Robust Programming; Case: Tehran Stock Exchange. FINANCIAL ENGINEERING AND SECURITIES MANAGEMENT (PORTFOLIO MANAGEMENT), 11(43), 313-332. SID. <https://sid.ir/paper/364893/en>. (In Persian).
- Risboff Fakur, M. (2020). Investigating the Function of Portfolio Management of Investment Companies in the Stock Exchange, Fourth International Conference on Modern Studies in Economics, Management and Accounting in Iran, Tehran, <https://civilica.com/doc/1036334>. (In Persian).
- Sajid, M, (2021), Literature review of Behavioral Finance: Then and Now, Elementary Education Online; 20 (1). 2782-2796, <http://ilkogretim-online.org>, doi: 10.17051/ilkonline.2021.01.311. (In Persian).
- Shahamat, S. M. H. , & Mohammad Bagheri, M., & Rajabali, A. R., & Zayandeh Roudi, M. (2025). Presenting the model of portfolio management in investment funds based on behavioral financial variables. Journal of value creating in Business Management, 4(4), 315-336. doi: 10.22034/jvcbm.2024.449974.1347. (In Persian).
- Shams, S., & Esfandirari Moghaddam, A. T. (2017). Investigation of the Effects of Types of Ownership on Disposition effect of Mutual funds in Tehran Stock Exchange. Financial Research Journal, 18(4), 675-960. doi: 10.22059/jfr.2017.62585. (In Persian)
- Singh, B. (2021), A Bibliometric Analysis of Behavioral Finance and Behavioral Accounting, American Business Review Nov. 2021, Vol.24(2) 198 – 230. DOI:10.37625/abr.24.2.198-230
- Tehrani, R., & Hendijanizadeh, M., & Noruzian Lakvan, E. (2014). A novel approach to fulfill active portfolio management and automatic stock trading based on feature selection algorithm. Journal of Investment Knowledge, 4. 107-126. (In Persian).

Yun , H., &Lee, M., & Seon, K., & Yeong, Seok, J. (2019) , Portfolio Management via Two-stage Deep Learning with A Joint Cost, Expert Systems With Applications, doi: <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2019.113041>