



The Moderating Effects of Investors' Personality on the Relationship between the Use of Financial Advice Service and Trading

Mohammad Nazaripour* 

*Corresponding Author, Assistant Prof., Department of Accounting, Hazrat_e Masoumeh University (HMU), Qom, Iran. E-mail: mnazaripour@yahoo.com

Babak Zakizadeh 

MSc., Department of Business Management, Abadan Branch, Islamic Azad University, Abadan, Iran. E-mail: zakizadeh.babak@yahoo.com

Abstract

Objective: Investors' personality traits play an important role in their success in the capital market. In this regard, this study attempts to investigate the moderating effects of personality traits on the relationship between the use of financial advisory services and investor trading behaviors.

Methods: The present research is practical in nature and can be considered a descriptive-exploratory and correlational study. The required data were collected through the distribution of questionnaires among 267 investors. The study was conducted in the second and third seasons of the year 2021. The gathered data was initially analyzed through Exploratory Factor Analysis (EFA), the investors' personality traits were identified using the five-factor model of personality, and then, using Confirmatory Factor Analysis (CFA), their correct measurement was ensured. The regression model was tested afterward.

Results: According to the regression analysis results, in addition to the independent variable (financial advice service), the variables of gender, marital status, monthly income, stock market experience, risk aversion, and financial literacy affected the dependent variable (investors' trading behavior). In contrast, age and education level did not influence the dependent variable. After this stage, the moderating effects of investors' personality traits on the relationship between the independent variable and the dependent variable were studied. The three traits of openness to experience, conscientiousness, and agreeableness strengthened the relationship, while neuroticism debilitated it. The extraversion personality trait did not affect this relationship. Finally, the instrumental variable was used to solve the problem of the endogenous explanatory variable. This was done using two-stage least squares (2SLS) regression analysis.

Conclusion: Personality traits are among the factors influencing the trading behaviors of investors. Therefore their role in using financial advisors is undeniable.

Keywords: Investors' trading behavior, Financial advice, Big five personality traits, Instrumental variable, Two Stage Least Squares (2SLS) regression.

Citation: Nazarpour, Mohammad & Zakizadeh, Babak (2022). The Moderating Effects of Investors' Personality on the Relationship between the Use of Financial Advice Service and Trading. *Financial Research Journal*, 24(4), 655-678. <https://doi.org/10.22059/FRJ.2022.338835.1007303> (in Persian)

Financial Research Journal, 2022, Vol. 24, No.4, pp. 655- 678

Published by University of Tehran, Faculty of Management

<https://doi.org/10.22059/FRJ.2022.338835.1007303>

Article Type: Research Paper

© Authors

Received: February 12, 2022

Received in revised form: September 05, 2022

Accepted: September 18, 2022

Published online: January 19, 2023



اثر تعدیلی ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران بر رابطه بین استفاده از مشاوره مالی و رفتار معاملاتی

محمد نظری پور *

* نویسنده مسئول، استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه حضرت معصومه (س)، قم، ایران. رایانامه: mnazaripour@yahoo.com

بابک زکی زاده

کارشناسی ارشد، گروه مدیریت بازرگانی، واحد آبادان، دانشگاه آزاد اسلامی، آبادان، ایران. رایانامه: zakizadeh.babak@yahoo.com

چکیده

هدف: ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران، در میزان موفقیت آنان در بازار سرمایه نقش بسزایی دارد. در همین راستا، پژوهش حاضر تلاش دارد که اثر تعدیلی ویژگی‌های شخصیتی بر رابطه بین استفاده از خدمات مشاوره مالی و رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران را بررسی کند.

روش: این پژوهش به لحاظ هدف، کاربردی و به لحاظ روش گردآوری داده‌ها، توصیفی - پیمایشی از نوع هم‌بستگی است. داده‌های پژوهش حاضر از طریق توزیع پرسش‌نامه بین ۲۶۷ سرمایه‌گذار جمع‌آوری شده است. دوره زمانی پژوهش حاضر، نیمه اول سال ۱۴۰۰ است. در فرایند تحلیل داده‌های پژوهش، ابتدا از طریق تحلیل عاملی اکتشافی، ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران با استفاده از مدل پنج‌عاملی شخصیت شناسایی شد؛ سپس با استفاده از تحلیل عاملی تأییدی از اندازه‌گیری صحیح آن‌ها اطمینان به دست آمد. در ادامه، مدل رگرسیونی پژوهش آزمون شد.

یافته‌ها: طبق نتایج مدل رگرسیونی، علاوه بر متغیر مستقل (مشاوره مالی) متغیرهای جنسیت، وضعیت تأهل، درآمد ماهیانه، تجربه فعالیت در بورس، ریسک‌گریزی و سواد مالی بر متغیر وابسته (رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران) تأثیرگذار بودند. در مقابل، متغیرهای سن و تحصیلات بر متغیر وابسته تأثیرگذار نبودند. بعد از این مرحله، اثر تعدیلی ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران بر رابطه بین متغیر مستقل و متغیر وابسته بررسی شد. سه ویژگی تجربه‌پذیری، وظیفه‌شناسی و توافق‌پذیری، باعث تقویت و ویژگی روان‌رنجوری باعث تضعیف رابطه بین متغیر مستقل و وابسته می‌شود. ویژگی برون‌گرایی بر این رابطه تأثیرگذار نبود. در نهایت، از متغیر ابزاری برای رفع مشکل درون‌زایی متغیر مستقل استفاده شد. این کار با استفاده رگرسیون حداقل مربعات دومرحله‌ای انجام شد.

نتیجه‌گیری: ویژگی‌های شخصیتی، از جمله عواملی است که بر رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد و نقش آن در استفاده از خدمات مشاوره مالی انکارناپذیر است.

کلیدواژه‌ها: رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران، مشاوره مالی، مدل پنج‌عاملی شخصیت، متغیر ابزاری، رگرسیون حداقل مربعات دومرحله‌ای.

استناد: نظری پور، محمد و زکی زاده، بابک (۱۴۰۱). اثر تعدیلی ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران بر رابطه بین استفاده از مشاوره مالی و رفتار معاملاتی. *تحقیقات مالی*، ۲۴(۴)، ۶۷۸-۶۵۵.

مقدمه

در سال‌های اخیر، به‌واسطه دلایل متعددی همچون افزایش درآمد، خانوارها به فعالیت در بازارهای سرمایه علاقه‌مند شدند (ون‌رویج، کنتچ و تالر^۱، ۲۰۱۱)؛ اما مشکلاتی همچون پیچیدگی بازارهای مالی و همچنین تعدد گزینه‌های سرمایه‌گذاری باعث شده است که خانوارها در معرض ریسک مالی قرار گیرند (لوساردی و میچل^۲، ۲۰۱۱). همچنین به‌واسطه مشکلاتی همچون سواد مالی نامناسب (لوساردی و میچل^۳، ۲۰۰۷)، ناآشنایی با بازارهای مالی (گیسو و جابلی^۴، ۲۰۰۶)، سوءگیری‌های رفتاری (کانمن، کنتچ و تالر^۵، ۱۹۹۱)، رفتار توده‌ای (نایب‌محسنی، خلیفه سلطانی و حجازی، ۱۴۰۰) و تعدد معاملات (باربر و اودین^۶، ۲۰۰۱) خانوارها اغلب مجبور به اتخاذ تصمیم‌های مالی نامطلوب می‌شوند.

کافی‌نبودن سواد مالی، نه‌تنها اثرهای زیان‌باری برای خانوارها به‌همراه دارد، بلکه گاهی باعث می‌شود که هزینه‌هایی نیز به جامعه تحمیل شود. برای مثال، به اعتقاد آکرلوف و شیلر^۷ (۲۰۰۹) سطح سواد مالی ناکافی، از جمله دلایل بروز بحران مالی سال ۲۰۰۸ غرب بود. توانایی محدود سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیم‌های مالی آگاهانه‌تر، ضرورت مراجعه آن‌ها به افراد خبره مانند مشاوران مالی را ضروری می‌سازد. این کار، باعث حداقل‌سازی هزینه‌های جست‌وجو، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و بهبود کیفیت تصمیم‌های مالی خانوارها می‌شود. به اعتقاد کلارک - مورفی و سوتار^۸ (۲۰۰۸) کارگزاران مشاوران خوبی برای اتخاذ تصمیم‌های مالی هستند و می‌توانند ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش دهند. از آنجایی که سرمایه‌گذاران حقیقی در معرض سوگیری‌های رفتاری، همچون سوگیری اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد قرار دارند، ممکن است تعدد معاملاتی زیادی داشته باشند (باربر و اودین، ۲۰۰۱). مشاوران مالی می‌توانند از طریق آگاه‌سازی سرمایه‌گذاران در خصوص آثار مضر سوگیری‌های رفتاری، باعث محدودشدن معاملات بیش‌ازحد آنان شوند (شاپیرا و ونزیا^۹، ۲۰۰۱).

ویژگی‌های شخصیتی، از جمله عوامل مؤثر بر میزان مراجعه سرمایه‌گذاران به مشاوران مالی محسوب می‌شود. شناسایی و تحلیل ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران، از طریق حداقل‌سازی سوءگیری‌های رفتاری آنان، می‌تواند باعث رونق هرچه بیشتر بازار سرمایه شود (هیجرودی، دوستار و مرادی، ۱۳۹۷). بنابراین ویژگی‌های شخصیتی، از جمله عوامل مؤثر بر رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران است. در حوزه‌هایی مانند بازاریابی و رفتار سازمانی، در خصوص نحوه تأثیرگذاری شخصیت بر رفتار خرید مشتریان، پژوهش‌های خوبی انجام شده است (چرچیل، فورد، هارتلی و واکر^{۱۰}، ۱۹۸۵) با این حال، ادبیات مرتبط با این موضوع در حوزه تصمیم‌گیری مالی نسبتاً ناچیز است. با توجه به اینکه صنعت خدمات مالی به سرعت در حال گسترش است، این صنعت نیاز دارد تا شناخت بهتری از ویژگی‌های مختلف سرمایه‌گذاران با هدف حفظ و رشد

1. Van Rooij, Knetsch & Thaler
2. Lusardi and Mitchell
3. Guiso and Jappelli
4. Kahneman, Knetsch & Thaler
5. Barber and Odean
6. Akerlof and Shiller
7. Clark-Murphy and Soutar
8. Shapira and Venezia
9. Churchill, Ford, Hartley & Walker

مشتریان خود به دست آورد (فوزیلر و شاب^۱، ۲۰۰۳). شناخت هرچه بهتر ویژگی‌های روان‌شناختی سرمایه‌گذاران، علاوه بر تأمین به موقع و صحیح نیازها و خواسته‌های آنان، می‌تواند زمینه شکوفایی صنعت خدمات مالی را نیز فراهم سازد.

در پژوهش حاضر با استفاده از روان‌شناسی شخصیت، چارچوب مفهومی جدیدی در خصوص نحوه تأثیرگذاری یک منبع اطلاعاتی تخصصی (یعنی مشاوره مالی) بر رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران ارائه شده است. همچنین چارچوب ارائه شده، بیانگر نحوه تأثیرگذاری ویژگی‌های روان‌شناختی (یعنی شخصیت) سرمایه‌گذاران متقاضی مشاوره مالی، بر رفتار معاملاتی آنان است. از مدل پنج‌عاملی شخصیت، برای مطالعه ویژگی‌های روان‌شناختی استفاده شده است. در تدوین چارچوب مفهومی، از تئوری مالی رفتاری استفاده شده است که با مدل توصیفی مدنظر روان‌شناسی در خصوص تصمیم‌گیری مالی سرمایه‌گذاران مطابقت دارد. در مدل توصیفی مدنظر روان‌شناسی، نحوه رفتار سرمایه‌گذاران در دنیای واقعی و همچنین، عوامل مؤثر بر رفتار معاملاتی آنان در کانون توجه قرار می‌گیرد. این مدل با فرضیه بازار کارا در تضاد است؛ زیرا فرضیه بازار کارا بر مدل دستوری تئوری مالی سنتی مبتنی است و اظهار می‌دارد که اولاً فعالان بازار کاملاً منطقی رفتار می‌کنند و ثانیاً تحلیل دقیقی از تمام اطلاعات بازار دارند. طبق این فرضیه، بازارها کاملاً کارا هستند؛ زیرا همه اطلاعات بازار به نوعی در قیمت‌های اوراق بهادار جاری لحاظ شده‌اند. بنابراین، اطلاعات جدید یا تجزیه و تحلیل‌های دقیق، نباید امکان وقوع معاملات اضافی را فراهم کنند. بر اساس تئوری مالی رفتاری، سرمایه‌گذاران قادر به پردازش تمام اطلاعات بازار نیستند؛ زیرا همانند تصمیم‌های سایر جنبه‌های زندگی، تصمیم‌های معاملاتی سرمایه‌گذاران نیز ممکن است متأثر از عوامل روان‌شناختی متعددی همچون احساسات، ذهنیت و باورها باشد (پیترز و اوبرلچنر^۲، ۲۰۱۴).

در کل، پژوهش حاضر شامل یک مدل جامع و چندمرحله‌ای است. در مقایسه با مدل‌های استفاده شده در پژوهش‌های قبلی، مدل به کار رفته در پژوهش حاضر از جامعیت بیشتری برخوردار است؛ به این معنا که ابتدا اثرهای متغیر مستقل (مشاوره مالی) به همراه متغیرهای جمعیت‌شناختی (جنسیت، سن، تحصیلات، وضعیت تأهل، درآمد ماهیانه) و متغیرهای دیگری همچون سواد مالی، تجربه فعالیت در بورس و ریسک‌پذیری، روی متغیر وابسته (رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران) آن‌هم از طریق رگرسیون خطی چندگانه مطالعه و بررسی شده است؛ سپس اثرهای تعدیلی هر یک از عامل‌های مدل پنج‌عاملی شخصیت بر رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته مطالعه و بررسی شده است. در نهایت اینکه متغیر مستقل (استفاده از مشاوره مالی) یک متغیر درون‌زاست که می‌تواند در مدل رگرسیونی مشکل ایجاد کند، به همین دلیل، برای حل آن از متغیر ابزاری استفاده شده است. بنابراین، استفاده از چنین مدلی، ضمن تقویت ادبیات پژوهش، می‌تواند برای ذی‌نفعان مختلفی همچون سیاست‌گذاران بازار سرمایه، کارگزاران و سرمایه‌گذاران، کاربردهای عملی زیادی داشته باشد.

بخش‌های بعدی شامل ادبیات و پیشینه پژوهش، روش‌شناسی پژوهش، تجزیه و تحلیل یافته‌ها، بحث و نتیجه‌گیری،

پیشنهادها و محدودیت‌هاست.

1. Fusilier and Schaub

2. Pitters and Oberlechner

پیشینه پژوهش

مشاوره مالی و رفتار معاملاتی سهام‌داران

نقش اطلاعات در اتخاذ تصمیم‌های مالی منطقی انکارناپذیر است. بر اساس نتایج پژوهش‌های تاوونی، رائو، فانگ و گائو^۱ (۲۰۱۷) و آبرو و مندز^۲ (۲۰۱۲) کسب اطلاعات با رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران ارتباط مستقیمی دارد؛ به این معنا که هرچه سرمایه‌گذاران در کسب اطلاعات مورد نیاز خود کوشا باشند، به همان میزان حجم و ارزش معاملات‌شان نیز افزایش می‌یابد. در همین راستا می‌توان اظهار داشت که سرمایه‌گذاران آگاه‌تر یا سیگنال‌های اطلاعاتی بیشتری را دریافت می‌کنند یا نسبت به سیگنال‌های دریافتی موجود درک بهتر و دقیق‌تری دارند. همچنین سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات برتر و مهارت‌های معاملاتی، معمولاً با پذیرش ریسک بیشتر، به‌دنبال کسب بازدهی بالاتری هستند (جمشیدی، قالیباف اصل و فدایی نژاد، ۱۳۹۸) و انتظار می‌رود این موضوع بتواند باعث افزایش حجم و ارزش معاملاتی آنان در بازار سرمایه شود.

با بررسی ادبیات پژوهش می‌توان دریافت که خدمات مشاوره مالی بر رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است. به اعتقاد فیشر و گرهارت^۳ (۲۰۰۷) مشاوره مالی باعث اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری منطقی‌تر و در نتیجه، معاملات بیشتر از سوی سرمایه‌گذاران می‌شود؛ زیرا امکان ارزیابی بهتر از شرایط را برای آنان فراهم می‌سازد. در مواقعی که سرمایه‌گذاران اطلاعات مورد نیاز خود را از منابع معتبر کسب می‌کنند، تمایل آنان به اصلاح (افزایش/کاهش) پرتفوی‌شان افزایش می‌یابد. از این رو، با افزایش کیفیت سیگنال‌های دریافتی از منابع معتبر (مانند مشاوران مالی)، می‌توان شاهد افزایش حجم و ارزش معاملات سرمایه‌گذاران بود (ایستاین و ایشنایدر^۴، ۲۰۰۸). به بیان دیگر، کیفیت منابع اطلاعاتی از جمله عوامل تأثیرگذار بر معاملات سهام است؛ زیرا اخبار واصله از منابع معتبر می‌تواند محرک مناسبی برای تشویق سرمایه‌گذاران درخصوص به‌روزرسانی مداوم سبد سهام‌شان باشد (ایستاین و ایشنایدر، ۲۰۰۸). نتایج پژوهش هکتال، هالیاسوس و جاپلی^۵ (۲۰۱۲) نشان داد که هرچه سرمایه‌گذاران خدمات مشاوره‌ای بیشتری دریافت کنند، به همان میزان حجم و ارزش معاملات‌شان نیز افزایش می‌یابد. فیشر و گرهارت (۲۰۰۷) معتقدند که مشاوره مالی بر معاملات سهام‌داران تأثیر مثبتی دارد؛ زیرا به سهام‌داران امکان ارزیابی و اتخاذ تصمیم‌های بهتر در خصوص سبد سرمایه‌گذاری‌شان را می‌دهد. از دید شاپیرا و ونزیا (۲۰۰۱) مشاوره مالی می‌تواند باعث افزایش حجم معاملات و متنوع‌تر شدن پرتفوی سهام‌داران شود. همچنین، نتایج پژوهش ژانگ (۲۰۱۴) نشان می‌دهد که مشاوره مالی می‌تواند باعث افزایش دفعات خرید و فروش سهام شود. نتایج پژوهش آبرو و مندز (۲۰۱۲) نشان داد سرمایه‌گذاران حقیقی که از مشاوره مالی استفاده می‌کنند، از تعدد خرید و فروش سهام بیشتری برخوردارند. به اعتقاد این محققان، اطلاعات حاصل

1. Tauni, Rao, Fang & Gao

2. Abreu and Mendes

3. Fischer and Gerhardt

4. Epstein and Schneider

5. Hackethal, Haliassos & Jappelli

از منابع معتبر همچون مشاوران مالی، باعث افزایش تعدد دفعات معاملاتی سرمایه‌گذاران می‌شود؛ زیرا مشاوران مالی از توانمندی لازم برای تجزیه و تحلیل دقیق وضعیت بازار سهام برخوردارند.

بر اساس نتایج پژوهش کرامر^۱ (۲۰۱۲) در مقایسه با سرمایه‌گذارانی که از خدمات مشاوره‌ای استفاده نمی‌کنند، سرمایه‌گذارانی که از خدمات مشاوره‌ای استفاده می‌کنند دارای حجم و ارزش معاملاتی بیشتری هستند. طبق نتایج پژوهش آبرو و مندز (۲۰۱۲) وقتی سرمایه‌گذاران از مشاوره‌های مالی یا مطبوعات تخصصی برای به‌دست‌آوردن اطلاعات مالی استفاده می‌کنند، حجم و ارزش معاملاتشان افزایش می‌یابد. بر اساس نتایج پژوهش ملایناتان، نوث و اسکالر^۲ (۲۰۱۲) سرمایه‌گذارانی که از مشاوره مالی استفاده می‌کنند، به سرمایه‌گذاری در دارایی‌هایی پُربیسکی همچون سهام تمایل بیشتری دارند.

ویژگی‌های شخصی سرمایه‌گذاران

از جمله انگیزه‌های سرمایه‌گذاران برای استفاده از خدمات مشاوره مالی این است که اطلاعات مشاوران مالی در خصوص بازار سرمایه، به‌مراتب دقیق‌تر و مفیدتر از اطلاعات آنان است. لذا این عامل می‌تواند از طریق کاهش سوءگیری‌های رفتاری، باعث اتخاذ تصمیم‌های بهتر از سوی سرمایه‌گذاران شود (فون‌گودکر^۳، ۲۰۱۵). استفاده از خدمات مشاوره مالی این مزیت‌ها را به‌دنبال دارد: ۱. احتمال ماندگاری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه را بالا می‌برد؛ ۲. حجم و ارزش معاملات سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد؛ ۳. عدم تقارن اطلاعاتی بین فعالان بازار سرمایه را حداقل می‌سازد (آذر، سارنج، صادقی مقدم، رجب‌زاده و معزز، ۱۳۹۷).

ادبیات تأمین مالی رفتاری تلاش می‌کند تا رفتار سرمایه‌گذاران را از زوایای مختلف مطالعه و بررسی کند (اختر و داس، ۲۰۲۰). بر اساس یافته‌های پژوهش رزستوتیک، سیزسکا و چروانکا^۴ (۲۰۱۵) ویژگی‌های شخصی افراد بر رفتار و ادراک آنان نسبت به پذیرش ریسک و اتخاذ تصمیم‌های پُربیسک تأثیرگذار است؛ با این حال میزان تأثیرگذاری ویژگی‌های شخصی بر میزان مراجعه سرمایه‌گذاران به مشاوران مالی، کمتر بررسی شده است. بنابراین یکی از اهداف پژوهش حاضر پاسخ‌گویی به این سؤال، از طریق تحلیل ویژگی‌های شخصی سرمایه‌گذاران است. ویژگی‌های شخصی از پنج اصل برون‌گرایی، روان‌رنجوری، تجربه‌پذیری، وظیفه‌شناسی و توافق‌پذیری تشکیل شده است (اختر، تیاگاراچ و داس^۵، ۲۰۱۸). بر اساس یافته‌های پژوهش صادق و آمنه (۲۰۱۹) الگوهای فکری و رفتاری افراد تا حد زیادی متأثر از شخصیت آنان است. یافته‌های پژوهش جمشیدی و قالیباف‌اصل (۱۳۹۷) نشان می‌دهد که ویژگی‌های شخصی سرمایه‌گذاران بر رفتار معاملاتی و در نتیجه، عملکرد معاملاتی آنان اثرگذار است. طبق نتایج پژوهش دیورند، نیوبی و سنگانی^۶ (۲۰۰۸) ویژگی‌های شخصی هر سرمایه‌گذار، بر نتایج سرمایه‌گذاری او تأثیرگذار است. از جمله دلایل این

1. Kramer
2. Mullainathan, Noeth & Schoar
3. Von Gaudecker
4. Rzeszutek, Szyszka & Czerwonka
5. Akhtar, Thyagaraj, & Das
6. Durand, Newby & Sanghani

موضوع آن است که ویژگی‌های شخصیتی از طریق تعیین ترجیحات سرمایه‌گذاران بر عملکرد سرمایه‌گذاری آنان تأثیر می‌گذارد. یافته‌های پژوهش دیورند و همکاران (۲۰۱۳) نشان می‌دهد که ویژگی‌های شخصیتی با دو نوع سوء‌گیری روان‌شناختی مرتبط است: ۱. اثر تمایل^۱؛ تمایل به فروش دارایی‌های سودده و نگهداری دارایی‌های زیان‌ده؛ ۲. سوء‌گیری دسترس‌نگر^۲؛ به‌کارگیری آسان موارد مرتبطی که به ذهن‌خطور می‌کند. این یافته نشان می‌دهد که ویژگی‌های شخصیتی بر عملکرد سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است. پژوهش‌های صورت‌گرفته در خصوص رفتار سرمایه‌گذاران، عمدتاً از دو منظر ویژگی‌های جمعیت‌شناختی و سوء‌گیری‌های روان‌شناختی مطالعه و بررسی شده است؛ اما با این حال، اثر تعدیلی ویژگی‌های شخصیتی بر میزان تأثیرپذیری رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران، از میزان مراجعه آنان به مشاوران مالی، چندان بررسی نشده است.

در مقایسه با سایر بازارها، فعالان بازارهای مالی (سرمایه‌گذاران) به خدمات حرفه‌ای بیشتری نیازمندند؛ زیرا به‌لحاظ ماهیتی و کارکردی، تفاوت‌های زیادی بین این بازار و سایر بازارها وجود دارد. برخلاف سایر بازارها، فعالان بازارهای مالی به بهره‌گیری از دانش و تخصص حرفه‌ای نیازمندند (استاتمن^۳، ۱۹۹۹). ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران بر کیفیت ادراک شده از رابطه بین مشاور - مشتری تأثیرگذار است (مارتسنسون^۴، ۲۰۰۸).

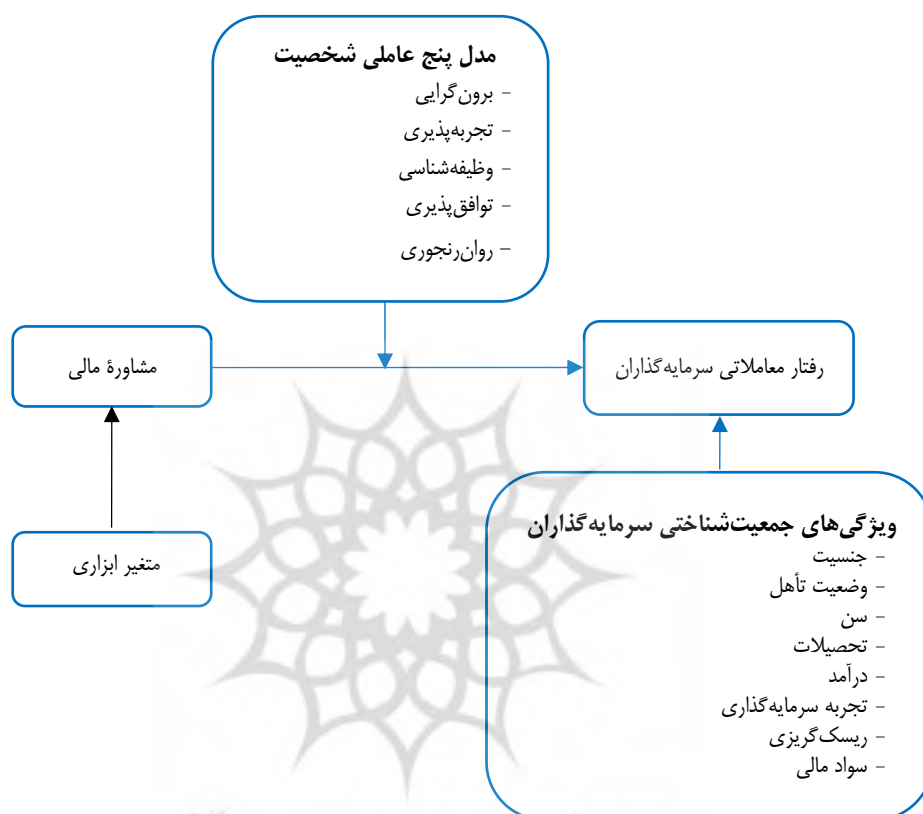
با توجه به توسعه بازارهای مالی ایران طی دو دهه اخیر، علاقه‌مندی خانوارهای ایرانی به فعالیت در بازارهای مالی افزایش یافته است. ورود هرچه بیشتر افراد به بازار سرمایه، می‌تواند نقش مهمی در رشد اقتصادی کشور ایفا کند. همچنین بازار سرمایه می‌تواند انتخاب مناسبی برای خانوارهای ایرانی جهت کسب بازده عادلانه از منابعشان باشد. در کشورهای توسعه یافته، پژوهش‌های زیادی در خصوص اقتصاد رفتاری با تأکید بر رفتار سرمایه‌گذاران انجام شده است؛ اما در بازارهای نوظهور همچون ایران، پژوهش‌های چندانی در این خصوص انجام نشده است. از جمله دلایل نبود پژوهش‌های کافی در این زمینه، محدود بودن داده‌های سطح خرد درباره رفتار مالی سرمایه‌گذاران ایرانی است. از این رو، مطالعه عوامل مؤثر بر رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران ایرانی مهم است و می‌تواند به تحرک و پویایی هرچه بیشتر بازارهای مالی ایران کمک کند.

مدل مفهومی پژوهش

همان‌گونه که در بخش مقدمه اشاره شد، پژوهش حاضر تلاش کرده است تا چارچوب مفهومی جدیدی بر اساس دانش روان‌شناسی شخصیت ارائه دهد (شکل ۱). این چارچوب مفهومی، بیانگر نحوه تأثیرگذاری ویژگی‌های روان‌شناختی (شخصیت) سرمایه‌گذاران متقاضی مشاوره مالی بر رفتار معاملاتی آنان است. در پژوهش حاضر اثر تعدیلی ویژگی‌های روان‌شناختی با استفاده از مدل پنج‌عاملی شخصیت بررسی شده است. در نهایت با توجه به اینکه متغیر مستقل (مراجعه به مشاوران مالی) درون‌زا است، برای رفع این مشکل از متغیر ابزاری استفاده شده است (پوکروپک^۵، ۲۰۱۶).

1. Disposition Effect
2. Availability Bias
3. Statman
4. Martenson
5. Pokropek

مدل پژوهش حاضر با تغییراتی از پژوهش تونی، راتو، فنگ و گائو^۱ (۲۰۱۸) اقتباس شده است. برای نمونه، در پژوهش این محققان ویژگی‌های شخصیتی مشاوران مالی (کارگزاران بورس) مطالعه شده است؛ اما در پژوهش حاضر ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران حقیقی مطالعه شده است.



شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش: اثر تعدیلی مدل پنج‌عاملی شخصیت بر میزان مراجعه آنان به مشاوران مالی

روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری پژوهش حاضر سرمایه‌گذاران فعال در بازار سرمایه است. داده‌های مورد نیاز از طریق پرسش‌نامه جمع‌آوری شده است. پرسش‌نامه توزیع شده، مدل پنج‌عاملی شخصیت، ویژگی‌های جمعیت‌شناختی، رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران و میزان مراجعه آن‌ها به مشاوران مالی را دربرداشت. در پژوهش حاضر، برای تعیین حجم نمونه از رابطه^۱ استفاده شده است (علی‌پور شیرسوار، گیلانی‌نیا و محمدی‌المانی^۲، ۲۰۱۲):

$$5q \leq n \leq 15q \quad \text{رابطه ۱}$$

در رابطه^۱، q تعداد سؤال‌های اختصاصی و n تعداد حجم نمونه است. از آنجایی که در پژوهش حاضر تعداد

1. Tauni, Rao, Fang & Gao

2. Alipour Shirsavar, Gilaninia & Mohammadi Almani

سؤال‌های اختصاصی (به‌استثنای سؤال‌های جمعیت‌شناختی) ۲۷ سؤال است، تعداد حجم نمونه، حداقل ۱۳۵ و حداکثر آن ۴۰۵ تعیین می‌شود. با تلاش‌های فراوان صورت‌گرفته در نهایت ۲۶۷ پرسش‌نامه قابل استفاده جمع‌آوری شد (به‌ازای هر سؤال اختصاصی تقریباً ۱۰ پرسش‌نامه).

برای جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز از نمونه‌گیری در دسترس استفاده شده است. برای این منظور پرسش‌نامه‌ها عمدتاً به‌صورت آنلاین بین فعالان بازار سرمایه توزیع شد.

شیوه اندازه‌گیری متغیرها

در پژوهش حاضر، رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران (تکرار معاملات) متغیر وابسته است. از آنجایی که این متغیر تک‌بعدی و بیانگر یک واقعیت بدیهی است (تعداد معاملات در یک ماه)، برای سنجش آن، سؤال‌ی بدین شرح مطرح شده است: «هرچند وقت ۱ بار اقدام به خرید و فروش سهام می‌کنید؟ (آبرو و مندز، ۲۰۱۲)». پاسخ به این سؤال در قالب مقیاس پنج‌گزینه‌ای (۱ بار در ماه، ۲ یا ۳ بار در ماه، ۱ بار در هفته، ۲ یا ۳ بار در هفته، روزی ۱ بار) کدگذاری شد. متغیر مستقل این پژوهش، میزان مراجعه به مشاوران مالی بود. از آنجایی که بازار سرمایه، بازاری تخصصی محسوب می‌شود و فعالیت در آن، مستلزم استفاده از خدمات مشاوران مالی است (پاتزولد، بوش و چسنی^۱، ۲۰۱۵)، برای سنجش این متغیر پرسشی برگرفته از پژوهش آبرو و مندز (۲۰۱۲) مطرح شده است: «برای کسب اطلاعات در خصوص بازار سهام، هرچند وقت ۱ بار با کارگزار بورس مشورت می‌کنید؟». پاسخ به این سؤال در قالب مقیاس پنج‌گزینه‌ای (هیچ‌وقت، به‌ندرت، گاهی، اغلب و همیشه) کدگذاری شد. متغیرهای تعدیلگر پژوهش ابعاد مدل پنج‌عاملی شخصیت است که عبارت‌اند از: برون‌گرایی^۲، روان‌رنجوری^۳، تجربه‌پذیری^۴، وظیفه‌شناسی^۵ و توافق‌پذیری^۶ (کاستا و مک‌کری^۷، ۲۰۰۳). سؤال‌های مطرح‌شده برای سنجش هر یک از این ابعاد، بارها در ادبیات مدیریت و روان‌شناسی استفاده شده است. برای نمونه، می‌توان به پژوهش‌های لین^۸ (۲۰۲۱) و بروکس و ویلیامز^۹ (۲۰۲۱) اشاره کرد. در این پژوهش تلاش شد که پرسش‌نامه‌ها، بین سرمایه‌گذارانی توزیع شوند که تجربه دریافت مشاوره از کارگزاران بورس را دارند. برای این منظور، پرسش‌نامه‌ها در گروه‌های تلگرامی و اینستاگرامی بررسی توزیع شد که عمدتاً از سوی شرکت‌های کارگزاری دایر شده است. در پژوهش حاضر با هدف تجزیه و تحلیل جنبه‌های بیشتر، ویژگی‌های جمعیت‌شناختی سرمایه‌گذاران همچون جنسیت، وضعیت تأهل، سن، درآمد، تحصیلات و تجربه سرمایه‌گذاری مدنظر قرار گرفت. علاوه بر این، دیدگاه سرمایه‌گذاران به ریسک‌گریزی، به‌دلیل اثرگذاری این عامل بر رفتار معاملاتی آنان، کنترل شد. بر اساس یافته‌های پژوهش پرس (۲۰۰۴) سرمایه‌گذارانی که سطح ریسک‌گریزی بالایی دارند، حتی اگر اطلاعات موثقی در خصوص

1. Paetzold, Busch and Chesney
2. Extraversion
3. Neuroticism
4. Openness to Experience
5. Conscientiousness
6. Agreeableness
7. Costa and McCrae
8. Lynn
9. Brooks & Williams

سرمایه‌گذاری داشته باشند، تمایل چندانی به معامله ندارند. نتایج پژوهش دورن و هوبرمن^۱ (۲۰۰۵) نشان داد که سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر، تمایل زیادی به پذیرش ریسک دارند و لذا انتظار می‌رود معاملات بیشتری نیز داشته باشند. برای سنجش میزان ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران، پرسشی برگرفته از پژوهش آبرو و مندز (۲۰۱۲) مطرح شد: «اگر امکان سرمایه‌گذاری مبلغ ۱۰ میلیون تومان را داشته باشید، کدام فرصت سرمایه‌گذاری را ترجیح می‌دهید؟». جواب‌ها عبارت بودند از: سرمایه‌گذاری در پروژه‌ای با: الف) سود قطعی ۱ میلیون تومان؛ ب) احتمال کسب ۳ میلیون تومان سود یا احتمال کسب سود صفر؛ ج) احتمال کسب سود ۶ میلیون تومان یا زیان ۳ میلیون تومان؛ د) احتمال کسب سود ۹ میلیون تومان یا زیان ۶ میلیون تومان؛ ه) احتمال کسب سود ۱۲ میلیون تومان یا زیان ۹ میلیون تومان.

همچنین دانش مالی سرمایه‌گذاران با هدف بررسی تأثیر آن روی رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران کنترل شد. استدلال بر این است که فراوانی معاملات سرمایه‌گذاران با دانش مالی بالاتر، به مراتب بیشتر از سایر سرمایه‌گذاران است. بر اساس یافته‌های پژوهش دورن و هوبرمن (۲۰۰۵)، بین دانش مالی و گردش پرتفوی سرمایه‌گذاران همبستگی مثبتی وجود دارد. بر اساس پژوهش لوساردی و میچل (۲۰۱۱) سه سؤال در خصوص سنجش میزان دانش مالی سرمایه‌گذاران (بهره مرکب، تورم، تنوع‌بخشی ریسک) از آن‌ها پرسیده شد. برای سنجش متغیر سواد مالی پاسخ‌های ارائه‌شده به هر سه سؤال از عدد ۱ (همه پاسخ‌ها نادرست) تا عدد ۴ (همه پاسخ‌ها درست) علامت‌گذاری شدند. ارزش بالاتر، بیانگر سطح سواد مالی بیشتر است.

یافته‌های پژوهش

در این بخش ابتدا ویژگی‌های جمعیت‌شناختی پاسخ‌دهندگان مورد اشاره قرار می‌گیرد.

جدول ۱. اطلاعات جمعیت‌شناختی پاسخ‌دهندگان

متغیر	گزینه	درصد	متغیر	گزینه	درصد
جنسیت	مرد	۶۵/۹	وضعیت تأهل	مجرد	۳۴/۸
	زن	۳۴/۱		متاهل	۴۰/۸
	دیپلم و پایین‌تر	۱۶/۱		مطلقه	۲۴/۳
تحصیلات	فوق دیپلم	۱۷/۶	سن	کمتر از ۲۵ سال	۱۶/۵
	کارشناسی	۲۱/۰		۲۵ تا ۳۵ سال	۱۹/۹
	کارشناسی ارشد	۲۸/۵		۳۵ تا ۴۵ سال	۳۳/۳
	دکتری	۱۶/۹		بیشتر از ۴۵ سال	۳۰/۳
درآمد ماهیانه	کمتر از ۲ میلیون تومان	۲۱/۳	تجربه فعالیت در بورس	کمتر از ۲ سال	۳۳/۷
	۲ تا ۵ میلیون تومان	۱۶/۹		۲ تا ۵ سال	۲۰/۶
	۵ تا ۱۰ میلیون تومان	۲۳/۲		۵ تا ۱۰ سال	۱۷/۲
	۱۰ تا ۲۰ میلیون تومان	۲۸/۵		۱۰ تا ۱۵ سال	۱۵/۷
	بیشتر از ۲۰ میلیون تومان	۱۰/۱		بیشتر از ۱۵ سال	۱۲/۷

بر اساس نتایج جدول، ۶۵/۹ درصد پاسخ‌دهندگان مرد و ۳۴/۱ درصد زن بودند. مدرک تحصیلی بیشتر پاسخ‌دهندگان کارشناسی ارشد (۲۸/۵ درصد) و همچنین بیشتر آنان متأهل (۴۰/۸ درصد) بودند. بیشتر پاسخ‌دهندگان در رده سنی ۳۵ تا ۴۵ سال (۳۳/۳ درصد) قرار داشتند. تجربه فعالیت بیشتر پاسخ‌دهندگان در بازار سرمایه، کمتر از ۵ سال (۵۳/۳ درصد) بود. درنهایت، درآمد ماهیانه بیشتر پاسخ‌دهندگان (۲۸/۵ درصد) ۱۰ تا ۲۰ میلیون تومان بود.

ارزیابی مدل پنج‌عاملی شخصیت

روایی سازه‌های شخصیتی از طریق به‌کارگیری روش‌های روان‌سنجی استاندارد ارزیابی شده است (بوگ^۱، ۲۰۱۵). از تحلیل عاملی اکتشافی، برای تعیین ساختار عامل اساسی استفاده شده است. برای به‌کارگیری تحلیل عاملی اکتشافی، اطمینان از کفایت حجم نمونه ضروری است. برای این منظور، از آزمون کایزر، مایر-الکین و آزمون کرویت بارتلت استفاده شده است (واتکینز^۲، ۲۰۱۸). معیار کایزر، مایر-الکین برابر با ۰/۷۸۲ بود که بیانگر کفایت نمونه‌گیری است (کایزر، ۱۹۷۴). مقدار آزمون بارتلت برابر با ۲۳۰۲/۳۰۳ ($p < ۰/۰۰۱$) بود که نشان داد واریانس مدل و ماتریس کوواریانس متغیرها، به‌عنوان ماتریس واحد (همانی) رد می‌شود؛ یعنی متغیرها با یکدیگر ارتباط معناداری دارند و شناسایی عامل‌های جدید، بر اساس هم‌بستگی بین متغیرها امکان‌پذیر است. نتایج تحلیل عاملی اکتشافی، بیانگر پنج عامل آن با استفاده از عامل‌یابی محورهای اصلی و چرخش متعامد (واریماکس) بود. پنج عامل به‌دست‌آمده، در مجموع قادر به تبیین ۶۷/۷۶۹ درصد از تغییرات داده‌ها بودند.

روایی هم‌گرا زمانی برقرار است که گویه‌های پرسش‌نامه دارای بار عاملی بالایی نسبت به عوامل مرتبط با خود باشند. مقدار آستانه برای کفایت بار عاملی ۰/۵ تعیین شده است (آمورا^۳، ۲۰۲۱). بر اساس نتایج مندرج در جدول ۲، بار عاملی همه گویه‌ها بیشتر از ۰/۵ بود که کفایت بار عاملی را تأیید می‌کند. روایی واگرا زمانی برقرار است که گویه‌های یک عامل با گویه‌های عوامل دیگر متمایز و متفاوت باشد؛ به بیان دیگر، روایی واگرا زمانی قابل قبول است که در یک مدل اندازه‌گیری، تعامل بیشتر میان شاخص‌های یک سازه با یکدیگر برقرار باشد تا با شاخص‌های سازه‌های دیگر (هنسلر، رینگل و سارستد^۴، ۲۰۱۵).

همچنین ارزش ویژه تمامی آیت‌های مدل پنج‌عاملی شخصیت بیشتر از عدد ۱ بوده که معتبر است. برای تعیین پایایی هر یک از عوامل شخصیتی، از ضریب آلفای کرونباخ استفاده شد. آستانه ضریب پایایی ۰/۷۰ لحاظ شده است (اُبریان^۵، ۲۰۰۷) و هر یک از عوامل شخصیت، دارای آلفای کرونباخ بالاتر از ۰/۷ بودند.

تحلیل عاملی تأییدی برای ارزیابی نیکویی برازش مدل پنج عامل شخصیت با استفاده از نرم‌افزار ایموس نسخه ۲۴

انجام شد.

1. Boag
2. Watkins
3. Amora
4. Henseler, Ringle & Sarstedt
5. O'Brien

جدول ۲. بارهای عاملی و مقدار آلفای کرونباخ

عنوان سؤالها	آلفای کرونباخ	بار عاملی	سازه
من فردی بسیار فعال هستم.	۰/۸۵۵	۰/۸۶۵	برون گرایی
من فردی قاطع و جدی هستم.		۰/۸۴۸	
من فردی شاد و پرانرژی هستم.		۰/۷۷۸	
من از معاشرت با دیگران لذت می‌برم.		۰/۷۵۲	
گاهی احساس می‌کنم که فردی مؤثر و ارزشمند نیستم.	۰/۸۳۳	۰/۸۹۴	روان رنجوری
من اغلب در مقابل دیگران احساس حقارت دارم.		۰/۸۵۳	
من اغلب احساس عصبانیت و اضطراب دارم.		۰/۸۱۷	
در مواقعی که کاری طبق برنامه پیش نمی‌رود، دل‌سرد شده و آن‌را رها می‌کنم.		۰/۷۵۳	
من فرد بسیار کنجکاوی هستم.	۰/۸۳۴	۰/۸۷۱	تجربه‌پذیری
من اغلب دوست دارم چیزهای جدید و نو را امتحان کنم.		۰/۸۲۱	
من اغلب دوست دارم با نظرها و ایده‌های جدید کلنجر بروم.		۰/۸۰۱	
خیال‌پردازی درباره ماهیت جهان خلقت یا سرنوشت انسان‌ها را دوست دارم.		۰/۷۸۲	
من از توانایی لازم برای انجام به‌موقع کارهایم برخوردار هستم.	۰/۸۱۸	۰/۸۴۹	وظیفه‌شناسی
من از توانایی لازم برای سازمان‌دهی کارهایم برخوردار هستم.		۰/۸۴۸	
من احساس می‌کنم فرد قابل اعتمادی هستم.		۰/۷۷۰	
من در دستیابی به اهدافم نهایت تلاشم را می‌کنم.		۰/۷۱۶	
از دید دیگران، من آدم قابل اعتمادی هستم.	۰/۷۸۰	۰/۸۴۰	توافق‌پذیری
من در مباحثات با اعضای خانواده و همکارانم رفتار منطقی دارم.		۰/۸۲۰	
از دید دیگران، من آدمی متواضع و فروتن هستم.		۰/۷۵۹	
به‌طور کلی من آدمی دقیق و بااحتیاطی هستم.		۰/۷۱۶	

در این بخش از پژوهش، برای سنجش پایایی ابزار اندازه‌گیری از دو شاخص پایایی مرکب^۱ و میانگین واریانس استخراج شده^۲ و همچنین برای سنجش روایی ابزار اندازه‌گیری از دو شاخص روایی هم‌گرا^۳ و روایی واگرا^۴ استفاده شده است (جدول ۳).

1. Composite Reliability (CR)
2. Average Variance Extracted (AVE)
3. Convergent Validity
4. Divergent Validity

جدول ۳. نتایج مرتبط با پایایی و روایی مدل

توافق پذیری	وظیفه‌شناسی	تجربه‌پذیری	روان‌رنجوری	برون‌گرایی	ASV	MSV	AVE	CR	
				۰/۷۴۸	۰/۰۲۲	۰/۰۸۳	۰/۵۶۰	۰/۸۳۴	برون‌گرایی
			۰/۷۳۸	۰/۲۳۱	۰/۰۳۴	۰/۰۵۳	۰/۵۴۵	۰/۸۲۵	روان‌رنجوری
		۰/۷۰۳	۰/۲۲۵	۰/۱۴۴	۰/۰۲۴	۰/۰۵۱	۰/۴۹۵	۰/۷۹۳	تجربه‌پذیری
	۰/۷۶۵	۰/۰۵۶	۰/۰۰۳	۰/۰۰۶	۰/۰۲۴	۰/۰۹۲	۰/۵۸۵	۰/۸۴۸	وظیفه‌شناسی
۰/۷۹۰	۰/۳۰۳	۰/۱۵۰	۰/۱۷۶	۰/۱۲۲	۰/۰۴۰	۰/۰۹۲	۰/۶۲۵	۰/۸۶۸	توافق‌پذیری

نکته: محاسبات با استفاده از ماکرو طراحی شده توسط لوری و گسکین^۱ (۲۰۱۴) و در قالب نرم‌افزار اکسل انجام شده است.

جدول ۴. حداقل‌های مورد نیاز مرتبط با پایایی و روایی مدل

مقادیر آستانه	عنوان
CR > ۰/۷	شرط پایایی مدل
AVE > ۰/۵ ; CR > AVE	شرط روایی هم‌گرایی مدل
MSV < AVE ; ASV < AVE	شرط روایی واگرایی مدل

با توجه به اینکه مقادیر محاسبه شده در جدول ۳، بیشتر از مقادیر آستانه‌اند، متغیرها از پایایی و روایی مناسبی برخوردارند. برای مثال، تمامی مقادیر پایایی مرکب بیشتر از ۰/۷ یا تمامی مقادیر میانگین واریانس استخراج شده بیشتر از ۰/۵ هستند. همچنین حداقل واریانس مشترک^۲ و میانگین واریانس مشترک^۳ کوچک‌تر از میانگین واریانس استخراج شده هستند.

یافته‌های پژوهش در خصوص آزمون برازش مدل و شاخص‌های مختلف برازندگی در جدول ۵ منعکس شده است. شایان ذکر است که اگر حداقل ۳ تا ۴ شاخص از شاخص‌های مرتبط با برازش در حد مناسب باشند، متغیرها از برازش مناسبی برخوردارند (هیر و همکاران، ۲۰۱۰).

جدول ۵. شاخص‌های برازش

RMSEA	NFI	GFI	CFI	RMR	IFI	χ^2/df	شاخص
≤ ۰/۰۵	۰/۹۰ ≤	۰/۹۰ ≤	۰/۹۰ ≤	≤ ۰/۰۵	۰/۹۰ ≤	≤ ۳	ملاک
۰/۰۳۵	۰/۹۱۲	۰/۹۳۰	۰/۹۷۷	۰/۰۳۴	۰/۹۷۷	۱/۳۲۲	میزان
مطلوب	مطلوب	مطلوب	مطلوب	مطلوب	مطلوب	مطلوب	تفسیر (برازش)

1. Lowry & Gaskin

2. Maximum Shared Variance (MSV)

3. Average Shared Variance (ASV)

رگرسیون چندگانه

برای انجام آزمون مدل پژوهش، مدل رگرسیونی آن آزمون شده است. در این مدل متغیر وابسته، رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران و متغیرهای مستقل جنسیت، سن، وضعیت تأهل، تحصیلات، درآمد ماهیانه، تجربه فعالیت در بورس، مشاوره مالی، ریسک‌گریزی و سواد مالی است. با توجه به متفاوت بودن شاخص‌های سنجش متغیرهای پژوهش، ابتدا متغیرها استاندارد شده و سپس محاسبات بر اساس نمرات استاندارد شده صورت گرفته است. خروجی نرم‌افزار اسپاس (نتایج) در این زمینه به شرح جدول ۶ است.

جدول ۶. تحلیل واریانس مدل رگرسیونی (ANOVA)

سطح معناداری	آماره F	میانگین مربعات	درجه آزادی	مجموع مربعات	
۰/۰۰۰	۱۷/۶۸۰	۱۱/۳۰۲	۹	۱۰۱/۷۱۵	رگرسیون
		۰/۶۳۹	۲۵۷	۱۶۴/۲۸۵	باقی مانده ها
			۲۶۶	۲۶۶/۰۰۰	کل

از آنجایی که سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ است، مدل رگرسیونی پژوهش معنادار است؛ یعنی مدل دارای نیکویی برازش بوده و حداقل یکی از متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته تأثیرگذار است (ترانمر و الیوت، ۲۰۰۸).

جدول ۷. برآورد ضرایب رگرسیونی

Sig.	آماره t	ضرایب غیراستاندارد			
		Beta	Std. Error		
۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	-	۰/۰۴۹	۱/۳۵۰	عرض از مبدأ
۰/۰۰۰	۳/۸۴۴	۰/۲۰۷	۰/۰۵۴	۰/۲۰۷	مشاوره مالی
۰/۰۰۴	۲/۸۷۰	۰/۱۴۶	۰/۰۵۱	۰/۱۴۶	جنسیت
۰/۷۴۱	۰/۳۳۱	۰/۰۱۷	۰/۰۵۳	۰/۰۱۷	سن
۰/۰۱۸	۲/۳۷۵	۰/۱۲۰	۰/۰۵۱	۰/۱۲۰	وضعیت تأهل
۰/۴۵۵	-۰/۷۴۸	-۰/۰۳۹	۰/۰۵۲	-۰/۰۳۹	تحصیلات
۰/۰۰۰	۴/۱۴۴	۰/۲۲۵	۰/۰۵۴	۰/۲۲۵	درآمد ماهیانه
۰/۰۲۱	۲/۳۱۷	۰/۱۲۱	۰/۰۵۲	۰/۱۲۱	تجربه بورسی
۰/۰۰۰	۳/۶۶۹	۰/۱۹۶	۰/۰۵۳	۰/۱۹۶	ریسک‌پذیری
۰/۰۰۰	۵/۲۰۴	۰/۲۷۱	۰/۰۵۲	۰/۲۷۱	سواد مالی

نکته: متغیر وابسته رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران است.

با توجه به جدول ۶ ملاحظه می‌شود که شیب خط رگرسیونی استاندارد شده متغیرهای مشاوره مالی، جنسیت، وضعیت تأهل، درآمد ماهیانه، تجربه فعالیت در بورس، ریسک‌پذیری و سواد مالی، به ترتیب برابر است با ۰/۱۴۶، ۰/۱۲۰، ۰/۲۲۵، ۰/۱۲۱، ۰/۱۹۶، ۰/۲۷۱. از آنجایی که سطح معناداری این ضرایب کمتر از ۰/۰۵ است، این متغیرها بر متغیر وابسته (رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران) تأثیرگذارند؛ اما در مقابل سطح معناداری، دو متغیر سن و تحصیلات بیشتر از ۰/۰۵ است و این دو متغیر بر متغیر وابسته تأثیرگذار نیستند. به بیان دیگر، طبق یافته‌های پژوهش حاضر مدل رگرسیونی برآورد شده، شامل متغیرهای مشاوره مالی، جنسیت، وضعیت تأهل، درآمد ماهیانه، تجربه فعالیت در بورس، ریسک‌پذیری و سواد مالی با ضرایب فوق‌الذکر خواهد بود.

با توجه به ضرایب مندرج در ستون ضرایب استاندارد (Beta) می‌توان نحوه تأثیرگذاری متغیرهای پیش‌گو بر متغیر وابسته را بررسی کرد. برای مثال، به‌ازای یک واحد تغییر در متغیر مشاوره مالی، متغیر وابسته (رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران) به اندازه ۰/۲۰۷ واحد تغییر می‌کند. همچنین بر اساس ضریب بتا می‌توان اظهار کرد که اثرگذاری متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته، به ترتیب اهمیت عبارت‌اند از: سواد مالی، درآمد ماهیانه، مشاوره مالی، ریسک‌پذیری، جنسیت، تجربه بورس و وضعیت تأهل.

بر اساس یافته‌های پژوهش حاضر سرمایه‌گذاران زن بیشتر از سرمایه‌گذاران مرد به مشاوران مالی مراجعه می‌کنند؛ زیرا در مقایسه با مردان، زنان رابطه‌گراترند و به تأیید و تصدیق دیگران نیاز دارند. همچنین، افراد مطلقه بیشتر از افراد متأهل و مجرد در فرایند سرمایه‌گذاری‌شان از مشاوران مالی استفاده می‌کنند؛ زیرا اعتمادبه‌نفس این قبیل افراد دچار مشکل شده و خود را بیشتر از سایرین نیازمند مشورت و راهنمایی می‌بینند. در خصوص متغیر جمعیت‌شناختی درآمد ماهیانه، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که هرچه درآمد افراد بیشتر باشد، فعالیت آن‌ها در بازار سرمایه افزایش یافته و در نتیجه مراجعه آن‌ها به مشاوران مالی نیز افزایش می‌یابد. همچنین در خصوص متغیر جمعیت‌شناختی تجربه بورس، طبق یافته‌های پژوهش با افزایش مدت فعالیت افراد در بازار سرمایه، تمایل آن‌ها به استفاده از خدمات مشاوران مالی نیز افزایش می‌یابد؛ زیرا افراد با تجربه می‌دانند که فعالیت در بازار سرمایه امری تخصصی است، از این رو استفاده از خدمات مشاوره‌ای کارگزاران را واقعیتی انکارناپذیر می‌دانند. بر اساس نتایج پژوهش حاضر، فعالیت افراد ریسک‌گریز در بازار سرمایه با احتیاط بیشتری همراه است، از این رو تمایل آن‌ها به از خدمات مشاوران مالی بیشتر است؛ به این معنا که این قبیل افراد تحمل پذیرش ریسک‌های بالا را ندارند و همچنین در انجام فعالیت‌های خود، اعتمادبه‌نفس کمتری دارند، به همین دلیل، آنان برای تضمین موفقیت خود استفاده از خدمات مشاوره‌ای کارگزاران را ضروری می‌دانند. در نهایت، هرچه سواد مالی افراد بیشتر باشد، میزان فعالیت آن‌ها در بازار سرمایه افزایش می‌یابد. سواد مالی به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا در خصوص نحوه استفاده مؤثر از دارایی‌هایشان تصمیم‌های بهتری اتخاذ کنند. این قبیل افراد استفاده از خدمات مشاوره‌ای کارگزاران را لازمه موفقیت خود در بازارهای سرمایه می‌دانند. گفتنی است که در انجام تحلیل‌های فوق، از آزمون‌های یومن ویتنی و کروسکال والیس نیز استفاده شده است.

جدول ۸. ضریب تعیین مدل رگرسیونی پژوهش

ضریب هم‌بستگی	ضریب تعیین (R^2)	ضریب تعیین تعدیل شده	انحراف معیار	آماره دوربین واتسون
۰/۶۱۸	۰/۳۸۲	۰/۳۶۱	۰/۷۹۹	۱/۹۶۴

در جدول فوق مقدار آماره مربع (ضریب تعیین تعدیل شده) در حدود ۳۶ درصد است. بنابراین متغیرهای مستقل نه‌گانه (مندرج در جدول ۷)، در حدود ۳۶ درصد از واریانس متغیر وابسته (رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران) را تبیین می‌کنند. همچنین طبق نتایج مندرج در جدول فوق مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۹۶۴ است. این موضوع بیانگر این است که باقی‌مانده‌های رگرسیونی دارای خود هم‌بستگی سریالی نیستند.

جدول ۹. آزمون نرمال بودن باقی‌مانده‌های مدل پژوهش

آزمون کولموگروف اسمیرنوف		
سطح معناداری	درجه آزادی	آماره آزمون
۰/۲۰۰	۲۶۷	۰/۰۴۱

با توجه به سطح معناداری آزمون کولموگروف اسمیرنوف (۰/۲۰۰) بیشتر از مقدار ۰/۰۵ است، پیش‌فرض نرمال بودن باقی‌مانده‌های مدل رگرسیونی تأیید می‌شود. به‌طور کلی نتایج به‌دست‌آمده بیانگر قابل بودن مدل پژوهش است.

اثر تعدیلی مدل پنج‌عاملی شخصیت

متغیر تعدیلگر متغیری است که بر رابطه علی بین دو متغیر اثرگذار است و آن رابطه را تقویت یا تضعیف می‌کند (بارون و کنی^۱، ۱۹۸۶). در پژوهش حاضر تلاش می‌شود تا اثرهای تعدیلی هر یک از ابعاد مدل پنج‌عاملی شخصیت، بر رابطه بین متغیر مستقل (مشاوره مالی) و متغیر وابسته (رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران) با استفاده از نرم‌افزار اسپاس، نسخه ۲۶ مطالعه و بررسی شود. برای این منظور، ابتدا متغیر مستقل در هر یک از متغیرهای پنج‌گانه مدل شخصیت ضرب شد. همچنین برای رهایی از معضل هم‌خطی بودن متغیرها، نمره استاندارد متغیر مستقل و هر یک از متغیرهای مدل پنج‌عاملی شخصیت محاسبه شد. همچنین در محاسبه حاصل‌ضرب‌ها نیز از نمره‌های استاندارد شده استفاده شد (هیس و پری‌جر^۲، ۲۰۱۴) (جدول ۱۰). این روش باعث می‌شود که مقدار عامل تورم واریانس^۳ (VIF) به‌شدت کاهش یابد (جدول شماره ۱۰).

در جدول ۱۰ فقط نتایج اثر تعاملی متغیر مستقل با متغیرهای تعدیلگر (ردیف آخر جدول ضرایب Coefficients) که به‌کمک نرم‌افزار اسپاس برای هر حالت محاسبه شده، درج شده است. بر اساس جدول ۱۰، سطح معناداری نشان می‌دهد که فقط متغیر برون‌گرایی بر رابطه بین متغیر مستقل و متغیر وابسته اثر تعدیلی ندارد؛ اما در مقابل مابقی

1. Baron & Kenny
2. Hayes & Preacher
3. Variance Inflation Factor (VIF)

متغیرها دارای اثر تعدیلی هستند؛ یعنی متغیر روان‌رنجوری باعث تضعیف ($-0/217$) و سه متغیر دیگر تجربه‌پذیری ($0/168$)، وظیفه‌شناسی ($0/165$) و توافق‌پذیری ($0/177$) باعث تقویت رابطه دو متغیر مشاوره مالی و رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران می‌شوند. در واقع، با افزایش یک واحدی متغیر روان‌رنجوری، رابطه بین متغیر مستقل و متغیر وابسته $0/217$ واحد کاهش و با افزایش یک واحدی متغیر تجربه‌پذیری، رابطه بین متغیر مستقل و متغیر وابسته $0/168$ واحد افزایش می‌یابد.

جدول ۱۰. اثرهای تعدیلی متغیرهای پنج‌گانه مدل شخصیت

اثر تعاملی	ضرایب غیراستاندارد		ضرایب استاندارد	آماره t	Sig.	آماره هم‌خطی	
	B	S.E				Tolerance	VIF
Interaction1	-0/087	0/086	-0/060	-1/019	0/309	0/971	1/030
Interaction2	-0/217	0/079	-0/159	-2/760	0/006	0/982	1/019
Interaction3	0/168	0/071	0/121	2/351	0/019	0/968	1/033
Interaction4	0/165	0/062	0/123	2/652	0/008	0/948	1/055
Interaction5	0/177	0/084	0/124	2/108	0/036	0/969	1/032

جدول ۱۱ نیز بیانگر نحوه محاسبه اثرهای تعاملی متغیرهاست.

جدول ۱۱. محاسبات مرتبط با اثرهای تعاملی متغیرها

اثر تعاملی	محاسبات				
	متغیر مستقل		ضربدر	متغیر تعدیلگر	
	عنوان	نماد		نماد	عنوان
Interaction1	مشاوره مالی	ZConsult	*	ZExtra	برون‌گرایی
Interaction2	مشاوره مالی	ZConsult	*	ZNeuro	روان‌رنجوری
Interaction3	مشاوره مالی	ZConsult	*	ZOpen	تجربه‌پذیری
Interaction4	مشاوره مالی	ZConsult	*	ZConsci	وظیفه‌شناسی
Interaction5	مشاوره مالی	ZConsult	*	ZAgree	توافق‌پذیری

متغیر ابزاری

از جمله ویژگی‌های پژوهش حاضر مدنظر قرار گرفتن تصمیم سرمایه‌گذاران به استفاده از مشاوره مالی به‌عنوان متغیر درون‌زا است؛ بدین معنا که متغیر(هایی) وجود دارند که بر متغیر مستقل (مشاوره مالی) اثر مستقیم می‌گذارند؛ اما در عین حال بر متغیر وابسته (رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران) اثر مستقیم ندارند (وولدریج^۱، ۲۰۰۵).

در مواقعی که حداقل یکی از متغیرهای مستقل مدل رگرسیونی درون‌زا باشد، می‌توان انتظار داشت که در مدل

رگرسیون مشکی ایجاد شود؛ زیرا در این صورت، این متغیر با جزء خطا همبستگی داشته و این موضوع می‌تواند از طریق نقص فرضیه‌های مدل، باعث اریب شدن برآوردهای روش حداقل مربعات معمولی (OLS)^۱ شود. برای حل مشکل درون‌زایی متغیر مستقل، می‌توان از متغیر ابزاری جهت برآورد مدل رگرسیون استفاده کرد. متغیر ابزاری متغیری است که با جزء خطای مدل و همچنین متغیر وابسته همبستگی ندارد؛ اما در مقابل با متغیر مستقل همبستگی دارد. در مواقعی که متغیر ابزاری در مدل وجود دارد، بهتر است از تکنیک رگرسیون حداقل مربعات دو مرحله‌ای (2SLS)^۲ استفاده شود. در گام اول تکنیک 2SLS، متغیر ابزاری روی متغیر مستقل رگرس شده تا برآوردهای متغیر مستقل (\bar{X}) به دست آید. در گام دوم این تکنیک، تلاش می‌شود تا متغیر وابسته (y) با استفاده از \bar{X} و نه X تخمین زده شود. به واسطه این کار متغیر \bar{X} برون‌زا تلقی شده و با جزء خطا همبستگی ندارد. بدین ترتیب مشکل درون‌زایی حل می‌شود (وولدریج، ۲۰۰۵).

قبل از انجام تکنیک 2SLS، شناسایی ابزار معتبر تأثیرگذار بر متغیر مشاوره مالی از جمله دغدغه‌های اصلی محققان بود. برای این منظور تلاش شد تا متغیر ابزاری شناسایی شود که ضمن همبسته بودن با متغیر درون‌زای مرحله اول (یعنی مشاوره مالی)، نتواند روی متغیر وابسته (رفتار معاملاتی) به‌طور مستقیم اثرگذار باشد. بنابراین بر اساس پژوهش کارابولوت (۲۰۱۳) از متغیر «استفاده از خدمات افراد حرفه‌ای در زندگی روزمره» به‌عنوان متغیر ابزاری استفاده شد. برای این منظور، یک متغیر دامی که حاوی این سؤال زیر بود، طراحی شد: آیا هنگام مواجهه با چالش‌ها و مشکلات روزمره زندگی، از خدمات افراد حرفه‌ای استفاده می‌کنید؟ فرض بر این است سرمایه‌گذارانی که در امور غیرمالی‌شان از خدمات افراد حرفه‌ای بهره می‌برند، هنگام اتخاذ تصمیم‌های مالی مهم نیز از خدمات افراد حرفه‌ای استفاده می‌کنند. انتظار بر این است که این ابزار با متغیر مشاوره مالی همبستگی مثبتی داشته باشد.

برای اطمینان از درون‌زا بودن متغیر مستقل، لازم است کوواریانس (جهت ارتباط) بین آن و جزء خطا محاسبه شود. اگر عدد حاصل مخالف صفر باشد، آنگاه متغیر مستقل درون‌زا محسوب می‌شود. برای محاسبه جزء خطا مقدار پیش‌بینی شده متغیر وابسته از مقدار واقعی آن کسر می‌شود. در این پژوهش کوواریانس بین متغیر مستقل و جزء خطا مخالف صفر بود، لذا متغیر مستقل درون‌زا محسوب شده و برای رفع این مشکل باید از متغیر ابزاری استفاده کرد. از جمله شروط به‌کارگیری متغیر ابزاری، وجود همبستگی بین این متغیر با متغیر مستقل است؛ یعنی کوواریانس این دو باید مخالف صفر باشد (انصاری، ۲۰۱۷).

رگرسیون حداقل مربعات دو مرحله‌ای

در مرحله اول، متغیر ابزاری (استفاده از خدمات افراد حرفه‌ای) روی متغیر مستقل (مشاوره مالی) رگرسیون می‌شود تا برآوردهای متغیر مستقل به دست آید؛ بدین معنی که در این مرحله، متغیر جدیدی تحت عنوان مقادیر پیش‌بینی شده غیراستاندارد (\bar{X}) ایجاد می‌شود که در مرحله دوم به‌عنوان متغیر مستقل مورد استفاده قرار می‌گیرد. با این کار \bar{X} ها با جزء خطا ناهمبسته شده و در واقع برون‌زا می‌شوند (گارسون^۳، ۲۰۱۳).

1. Ordinary Least Squares (OLS)
2. Two-Stage Least Squares (2SLS) Regression
3. Garson

اگر در معادله رگرسیونی متغیر(های) مستقل با عبارت خطا ارتباط داشته باشند، آنگاه می‌توان انتظار داشت که اثرهای تغییرات متغیر مستقل بر متغیر وابسته، مطابق با مدل پیش‌بینی شده نباشد. در این حالت متغیر مستقل یک متغیر درون‌زا محسوب می‌شود. برای رفع این مشکل از متغیر ابزاری استفاده می‌شود.

در پژوهش حاضر متغیر مشاوره مالی مستقل و متغیر رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران وابسته است. از آنجایی که متغیر مستقل، خود متأثر از متغیر(های) دیگری است، می‌تواند یک متغیر درون‌زا محسوب شود، از این رو استفاده از یک متغیر ابزاری ضرورت پیدا می‌کند. برای مثال، متغیر مشاوره مالی خود متأثر از یک متغیر دیگر (میزان استفاده افراد از خدمات حرفه‌ای در سایر امور زندگی) است؛ یعنی افرادی که در سایر امور زندگی خود از خدمات مشاوره‌ای استفاده می‌کنند، به احتمال زیاد در امر سرمایه‌گذاری نیز از خدمات مشاوره‌ای بهره خواهند برد. لذا در این پژوهش، این متغیر به‌عنوان یک متغیر ابزاری محسوب شده است.

با توجه به جدول ۱۲ در حالت عادی رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران به‌زای یک واحد افزایش در مشاوره مالی معادل ۰/۳۲۶ واحد و پس از ورود متغیر ابزاری معادل ۱/۰۳۸ واحد افزایش می‌یابد (افزایشی بیش از سه برابر)؛ یعنی سرمایه‌گذارانی که به استفاده از خدمات افراد حرفه‌ای در امور زندگی خود اعتقاد دارند، در معاملاتشان بیشتر از سایرین به مشاوران مالی مراجعه می‌کنند.

جدول ۱۲. ضرایب رگرسیونی OLS و 2SLS

رگرسیون حداقل مربعات دوم مرحله‌ای (2SLS) گام دوم		رگرسیون حداقل مربعات دو مرحله‌ای (2SLS) گام اول			رگرسیون معمولی (OLS) حداقل مربعات			متغیر مستقل	
Sig.	Beta	B	Sig.	Beta	B	Sig.	Beta		B
-	-	-	-	-	-	۰/۰۰۰	۰/۳۲۹	۰/۳۲۶	مشاوره مالی
-	-	-	۰/۰۰۰	۰/۶۷۵	۱/۸۹۳	-	-	-	استفاده از خدمات افراد حرفه‌ای
۰/۰۰۰	۰/۷۰۸	۱/۰۳۸	-	-	-	-	-	-	ارزش پیش‌بینی شده غیراستاندارد

نکته ۱: متغیر وابسته در رگرسیون OLS رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران است؛

نکته ۲: متغیر وابسته در گام اول رگرسیون 2SLS مشاوره مالی است.

نکته ۳: متغیر وابسته در گام دوم رگرسیون 2SLS رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران است.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف پژوهش حاضر بررسی اثر تعدیلی ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران بر رابطه بین استفاده از مشاوره مالی و رفتار معاملاتی است. در پژوهش حاضر از مدل پنج‌عاملی شخصیت (به‌عنوان یکی از مدل‌های شخصیت‌شناسی) استفاده شده است. از جمله مزیت‌های مدل پنج‌عاملی شخصیت این است که صفت‌ها را به‌صورت طیف تعریف می‌کند و آن‌ها را به‌صورت صفر و یک در نظر نمی‌گیرد. بنابراین، این مدل می‌تواند خطر قضاوت‌های نادرست و طبقه‌بندی‌های شتاب‌زده را کاهش دهد. همچنین این مدل نقش بسزایی در شکل‌گیری تمام ویژگی‌های شخصیتی افراد دارد.

طبق نتایج این پژوهش، میزان مراجعه به مشاوران مالی بر رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است. همچنین

در این پژوهش دغدغه‌های مرتبط با درون‌زایی بالقوه موجود در رابطه بین متغیر مستقل و متغیر وابسته کنترل شد. برای رفع این معضل از روش 2SLS استفاده شد. طبق یافته‌های پژوهش حاضر، ویژگی‌های شخصی سرمایه‌گذاران بر رابطه بین متغیر مستقل و متغیر وابسته، دارای اثر تعدیلی بود؛ یعنی وقتی که شخصیت سرمایه‌گذار به سمت تجربه‌پذیری، وظیفه‌شناسی و توافق‌پذیری گرایش دارد، به احتمال زیاد فراوانی معاملات سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد. این یافته با یافته‌های پژوهش تونی و همکاران (۲۰۱۸ و ۲۰۱۹) مطابقت دارد. آن‌ها نیز نشان دادند که تجربه‌پذیری باعث تقویت حس کنجکاوی، خلاقیت، تنوع‌طلبی و تجربه‌کردن چیزهای جدید در سرمایه‌گذاران شده و از این طریق آنان را به انجام معاملات بیشتر تشویق می‌کند. همچنین هرچه ویژگی وظیفه‌شناسی در سرمایه‌گذاران افزایش یابد، به همان میزان آنان در انجام معاملات خود مسئولانه‌تر و مطمئن‌تر رفتار می‌کنند. سرمایه‌گذارانی که از سطح توافق‌پذیری بالاتری برخوردارند، از خود رغبت بیشتری برای استفاده از خدمات مشاوره مالی نشان می‌دهند.

از سوی دیگر، هنگامی که سرمایه‌گذاران دارای شخصیت روان‌رنجوری باشند، کمتر به دریافت مشاوره مالی تمایل دارند. این یافته با یافته‌های پژوهش تونی و همکاران (۲۰۱۸ و ۲۰۱۹) مطابقت دارد. آن‌ها نیز در یافته‌های خود نشان دادند که افراد روان‌رنجور، به دلیل خشم، اضطراب و افسردگی، تمایل چندانی به دریافت خدمات مشاوره مالی از خود نشان نمی‌دهند؛ از این رو حجم معاملات آنان نیز در سطح رضایت‌بخشی قرار ندارد. در نهایت، در پژوهش حاضر ویژگی شخصیتی برون‌گرایی، بر میزان مراجعه سرمایه‌گذاران به مشاوران مالی تأثیر معناداری ندارد.

به لحاظ تئوریک نتایج پژوهش حاضر می‌تواند باعث تقویت ادبیات مالی رفتاری شود. این مهم از طریق ارائه شواهدی انجام می‌شود مبنی بر اینکه ویژگی‌های شخصی سرمایه‌گذاران، بر میزان مراجعه آنان به مشاوران مالی (به‌عنوان یک منبع اطلاعاتی مهم جهت اتخاذ تصمیم‌های مالی) و سپس رفتار معاملاتی آنان تأثیرگذار است. ویژگی‌های شخصی سرمایه‌گذاران می‌تواند بر نحوه تفسیر آنان از اطلاعات ارائه شده از سوی مشاوران مالی تأثیرگذار باشد. همچنین یافته‌های پژوهش حاضر می‌تواند مکمل مدل‌های رفتاری (مانند آبرو مندرز، ۲۰۱۲) محسوب شود که تلاش دارند بین استراتژی‌های جست‌وجوی اطلاعات و رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران ارتباط برقرار کنند. بنابراین پژوهش حاضر از طریق به‌کارگیری روان‌شناسی شخصیت، رابطه بین مراجعه به مشاوران مالی و رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران را تبیین کرد. همچنین یافته‌های پژوهش حاضر موارد جدیدی را به مدل‌هایی اضافه کرده است که تلاش می‌کنند رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران را از طریق به‌کارگیری مدل پنج‌عاملی شخصیت تبیین کنند.

در زیر به‌طور خلاصه، کاربردهای یافته‌های پژوهش دسته‌بندی شده است:

۱. نتایج پژوهش حاضر از طریق ارائه تصویر مناسبی از نحوه تأثیرگذاری ویژگی‌های شخصی بر رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران، می‌تواند مورد استفاده سیاست‌گذاران قرار گیرد؛
۲. با توجه به متلاطم و ناپایدار بودن بازار سرمایه، بهتر است فعالان این بازار تصمیم‌های مالی خود را از طریق دریافت مشاوره‌های مالی اتخاذ کنند؛
۳. نقش ویژگی‌های شخصی سرمایه‌گذاران در رونق یا کساد بازار سرمایه انکارناپذیر است؛ یعنی

- سرمایه‌گذارانی که دارای ویژگی‌های شخصیتی همچون تجربه‌پذیری، وظیفه‌شناسی و توافق‌پذیری هستند، به‌واسطه استفاده بیشتر از خدمات مشاوره مالی با اطمینان بیشتری معامله می‌کنند و به همین دلیل، حجم و ارزش معاملات بیشتری دارند. بنابراین اگر کارگزاران بورس از توانمندی لازم برای شناخت این قبیل سرمایه‌گذاران برخوردار باشند، می‌توانند فرصت‌های درآمدزایی خود را افزایش دهند. در مقابل سرمایه‌گذارانی که دارای ویژگی‌های شخصیتی برون‌گرا و روان‌رنجوری هستند، تمایل چندانی به استفاده از خدمات مشاوران مالی ندارند. برای این منظور پیشنهاد می‌شود شرکت‌های کارگزاری، قبل از ارائه کد معاملاتی به سرمایه‌گذاران، از طریق پرسش‌نامه‌های استاندارد، به شناسایی تیپ شخصیتی آنان اقدام کنند؛
۴. سیاست‌گذاران حوزه بورس می‌توانند از طریق برگزاری دوره‌های آموزشی انگیزه و تمایل این قبیل سرمایه‌گذاران به فعالیت بیشتر در بازار سرمایه را افزایش دهند. همچنین ضرورت دارد دوره‌های برگزار شده، به‌طور مرتب ارزیابی و بازنگری شوند؛
۵. از جمله دغدغه‌های جدی سیاست‌گذاران حوزه بورس ارزش‌آفرینی هرچه بیشتر برای سرمایه‌گذاران است، لذا یافته‌های پژوهش حاضر می‌تواند تأکیدی بر این موضوع باشد.
- پژوهش حاضر عاری از محدودیت نبوده است. استفاده از یک مطالعه پیمایشی برای پاسخ به مجموعه سؤال‌های مدنظر پژوهش حاضر که در حوزه مالی رفتاری است، مناسب بود؛ زیرا از این طریق می‌توان بررسی‌های دقیق‌تری در خصوص موضوع مورد پژوهش به‌دست آورد؛ اما در عین حال، به‌واسطه مقطعی بودن داده‌ها، ممکن است یافته‌ها جامعیت لازم را نداشته باشند.
- بر اساس یافته‌های پژوهش حاضر، موضوعات زیر برای محققان آتی پیشنهاد شده است:
۱. برای حداقل‌سازی ریسک سوءگیری پاسخ‌های سرمایه‌گذاران، بهتر است در تحقیقات آتی سوابق معاملاتی سرمایه‌گذاران از کارگزاری‌ها دریافت شود؛
 ۲. برای اندازه‌گیری میزان ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران، از پرسش‌نامه پیشنهادی سازمان بورس برای شرکت‌های سیدگردان نیز استفاده شود؛
 ۳. بهتر است در تحقیقات آتی از داده‌های تابلویی برای بررسی رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران در یک دوره زمانی مشخص استفاده شود، زیرا ممکن است پاسخ‌های سرمایه‌گذاران در شرایط مختلف بازار متفاوت باشد؛
 ۴. از آنجایی که حجم نمونه پژوهش حاضر ۲۶۷ سرمایه‌گذار بود؛ بهتر است در تفسیر و تعمیم نتایج رگرسیون پژوهش حاضر احتیاط لازم به‌عمل آید. توصیه می‌شود در تحقیقات آتی از حجم نمونه بیشتری استفاده شود؛
 ۵. هرچند یافته‌های پژوهش حاضر به رابطه بین متغیرها اشاره می‌کند، ممکن است متغیرهای دیگری نیز وجود داشته باشند که بتوانند بر نتیجه نهایی تأثیرگذار باشند. توصیه می‌شود در تحقیقات آتی، مواردی همچون نرخ بازده سرمایه‌گذاری، بازده تعدیل شده توسط ریسک و تنوع پرتفوی سرمایه‌گذاری (سهام، اوراق مشارکت) در کانون توجه قرار گیرد.

منابع

- آذر، عادل؛ سارنج، علیرضا؛ صادقی مقدم، علی اصغر؛ رجبزاده، علی و معزز، هاشم (۱۳۹۷). مدل سازی عامل گرای رفتار سهام داران در بازار سرمایه ایران. *تحقیقات مالی*، ۲۰(۲)، ۱۳۰-۱۵۰.
- جمشیدی، ناصر و قالیباف اصل، حسن (۱۳۹۷). بررسی تأثیر شخصیت سرمایه گذاران بر رفتار معاملاتی و عملکرد سرمایه گذاری آنان؛ شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۰(۱)، ۷۵-۹۰.
- جمشیدی، ناصر؛ قالیباف اصل، حسن و فدایی نژاد، محمد اسماعیل (۱۳۹۸). بررسی سوگیری های رفتاری و عملکرد سرمایه گذاران حقیقی بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۱(۲)، ۱۴۳-۱۶۴.
- نایب محسنی، شیدا؛ خلیفه سلطانی، سید احمد و حجازی، رضوان (۱۴۰۰). تدوین مدل رفتاری تصمیم گیری سرمایه گذاران فردی در بازار سرمایه ایران. *تحقیقات مالی*، ۲۳(۴)، ۶۲۵-۶۵۲.

References

- Abreu, M. & Mendes, V. (2012). Information, overconfidence and trading: do the sources of information matter? *Journal of Economic Psychology*, 33, 868-881.
- Akerlof, G.A., & Shiller, R.J. (2009). *Animal spirits: How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism*, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Akhtar, F., & Das, N. (2020). Investor personality and investment performance: from the perspective of psychological traits. *Qualitative Research in Financial Markets*, 12(3), 333-352.
- Akhtar, F., Thyagaraj, K.S. & Das, N. (2018). The impact of social influence on the relationship between personality traits and perceived investment performance of individual investors: Evidence from Indian stock market. *International Journal of Managerial Finance*, 14(1), 130-148.
- Alipour Shirsavar, H., Gilaninia, S., & Mohammadi Almani, A. (2012). A Study of Factors Influencing Positive Word of Mouth in the Iranian Banking Industry. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 11(4), 454-460.
- Amora, J. T. (2021). Convergent validity assessment in PLS-SEM: A loadings-driven approach. *Data Analysis Perspectives Journal*, 2(3), 1-6.
- Ansary, A. (2017). How can one conduct an endogeneity test using SPSS? Retrieved from: https://www.researchgate.net/How_can_one_conduct_an-endogeneity_test_using_SPPS/59aaa68d93553b2f2619e8cb/citation/download.
- Azar, A., Saranj, A., Sadeghi Moghadam, A., Rajabzadeh, A., & Moazzez, H. (2018). The Agent-based modeling of stockholders' behavior in Iranian capital market. *Financial Research Journal*, 20 (2), 130-150. (in Persian)
- Barber, B.M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment. *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292.

- Baron, R.M., & Kenny, D.A. (1986). The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173–1182.
- Boag, S. (2015). Personality assessment, ‘construct validity’, and the significance of theory. *Personality and Individual Differences*, 84, 36-44.
- Brooks, C., & Williams, L. (2021). The impact of personality traits on attitude to financial risk. *Research in International Business and Finance*, 58, 101501.
- Churchill, G.A., Ford, N.M., Hartley, S.W. & Walker, O.C. (1985). The determinants of salesperson performance: a meta-analysis. *Journal of Marketing Research*, 22(2), 103-118.
- Clark-Murphy, M., & Soutar, G.N. (2008). Do retail stockbrokers understand clients’ investment preferences? *Journal of Financial Services Marketing*, 13(2), 135-149.
- Costa, P.T., & McCrae, R.R. (2003). *NEO-FFI: NEO five factor inventory, psychological assessment resources*, Lutz, FL.
- Dorn, D., & Huberman, G. (2005). Talk and action: when individual investors say and what they do. *Review of Finance*, 9(4), 437-482.
- Durand, R., Newby, R., Tant, K. & Trepongkaruna, S. (2013). Overconfidence, overreaction and personality. *Review of Behavioural Finance*, 5(2), 104-133.
- Durand, R.B., Newby, R. & Sanghani, J. (2008). An intimate portrait of the individual investor. *Journal of Behavioral Finance*, 9(4), 193-208.
- Epstein, L.G., Schneider, M. (2008). Ambiguity, information quality, and asset pricing. *The Journal of Finance*, 63(1), 197-228.
- Fischer, R. & Gerhardt, R. (2007). The missing link between investors and portfolios: introducing financial advice. *E-Finance Lab*, Frankfurt am Main, Working Paper, August.
- Fusilier, M., & Schaub, M. (2003). Broker-client contact and client satisfaction: are client attitudes towards brokers bullish and bearish with the stock market? *Journal of Financial Services Marketing*, 8(1), 63-70.
- Garson, G. D. (2013). *Two Stage Least Squares*. Asheboro, NC: Statistical Associates Publishers.
- Guiso, L., & Jappelli, T. (2006). *Information acquisition and portfolio performance*. CSEF Working Papers 167, Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF), University of Naples, Italy.
- Hackethal, A., Haliassos, M., & Jappelli, T. (2012). Financial advisors: A case of babysitters? *Journal of Banking & Finance*, 36(2), 509–524.
- Hair, J., Black, W., Babin, B.Y.A., Anderson, R., & Tatham, R. (2010). *Multivariate Data Analysis (7th ed.)*. New Jersey: Pearson Prentice Hall.

- Hayes, A.F., & Preacher, K.J. (2014). Statistical mediation analysis with a multicategorical independent variable. *British Journal of Mathematical and Statistical Psychology*, 67, 451-470.
- Henseler, J., Ringle, C.M. & Sarstedt, M. (2015). A new criterion for assessing discriminant validity in variance-based structural equation modeling. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 43, 115-135.
- 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)
- Jamshidi, N., Ghalibaf Asl, H., & Fadaei Nejad, M.E. (2019). Studying the Overconfidence and Representativeness Biases of Individual Investors in Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 21(2), 143-164. (in Persian)
- Kahneman, D., Knetsch, J.L. & Thaler, R.H. (1991). Anomalies: the endowment effect, loss aversion, and status quo bias." *The Journal of Economic Perspectives*, 5(1), 193-206.
- Kaiser, H. F. (1974). An index of factorial simplicity. *Psychometrika*, 39, 31-36.
- Karabulut, Y. (2013). *Financial advice: an improvement for worse?* <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1710634>
- Kramer, M.M. (2012). Financial advice and individual investor portfolio performance. *Financial Management*, 41, 395-428.
- Lowry, P.B., & Gaskin, J. (2014). Partial least squares (PLS) structural equation modeling (SEM) for building and testing behavioral causal theory: When to choose it and how to use it. *IEEE Transactions on Professional Communication*, 57(2), 123-146.
- Lusardi, A. & Mitchell, O.S. (2011). Financial literacy around the world: an overview. *Journal of Pension Economics and Finance*, 10(4), 497-508.
- Lusardi, A., & Mitchell, O.S. (2007). Baby boomer retirement security: the roles of planning, financial literacy, and housing wealth. *Journal of monetary Economics*, 54(1), 205-224.
- Lynn, M. (2021). Effects of the Big Five personality traits on tipping attitudes, motives, and behaviors. *International Journal of Hospitality Management*, 92, 102722.
- Martenson, R. (2008). How financial advisors affect behavioral loyalty. *International Journal of Bank Marketing*, 26(2), 119-147.
- Mullainathan, S., Noeth, M., & Schoar, A. (2012). *The Market for Financial Advice: An Audit Study*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2028263>
- Nayebmohseni, Sheida, Khalifehsultani, Seyed Ahmad amd Hejazi, Rezvan (2021). Developing a Behavioral Model of Individual Investors' Decision-making in the Iranian Capital Market. *Financial Research Journal*, 23(4), 625-652. (in Persian)
- O'Brien, K. (2007). Factor analysis: An overview in the field of measurement. *Physiotherapy Canada*, 59(2), 142-155.

- Paetzold, F., Busch, T. & Chesney, M. (2015). More than money: exploring the role of investment advisors for sustainable investing. *Annals in Social Responsibility*, 1(1), 195-223.
- Peress, J. (2004). Wealth, information acquisition, and portfolio choices. *Review of Financial Studies*, 17(3), 879-914.
- Pitters, J. & Oberlechner, T. (2014). The psychology of trading and investing. *Book of Investor Behavior*, 457-476. DOI:10.1002/9781118813454.ch25
- Pokropek, A. (2016). Introduction to instrumental variables and their application to large-scale assessment data. *Large-scale Assessments in Education*, 4(4), 1-20.
- Rzeszutek, M., Szyszka, A., & Czerwonka, M. (2015). Investors' expertise, personality traits and susceptibility to behavioral biases in the decision making process. *Contemporary Economics*, 9(3), 337-352.
- Sadiq, M. and Amna, H. (2019). Impact of personality traits on risk tolerance and investors' decision making. *International Journal of Applied Behavioral Economics (Economics)*, 8(1), 1-20.
- Shapira, Z. and Venezia, I. (2001). Patterns of behavior of professionally managed and independent investors. *Journal of Banking & Finance*, 25(8), 1573-1587.
- Statman, M.T.S., & Vorkink, K. (2004). Investor overconfidence and trading volume. *The Review of Financial Studies*, 19(4), 1531-1565.
- Tauni, M. Z., Memon, Z. A., Fang, H. X., Jebran, K., & Ahsan, T. (2019). Influence of investor and advisor Big Five personality congruence on futures trading behavior. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(15), 3615-3630.
- Tauni, M.Z., Rao, Zia-ur-R., Fang, H.X., & Gao, M. (2018). Does investor personality moderate the relationship between information sources and trading behavior? Evidence from Chinese stock market. *Managerial Finance*, 36(5), 947-968.
- Tranmer, M., & Elliot, M. (2008). *Multiple Linear Regression*. The Cathie Marsh Centre for Census and Survey Research (CCSR).
- Van Rooij, M.C., Lusardi, A., & Alessie, R.J. (2011). Financial literacy and retirement planning in the Netherlands. *Journal of Economic Psychology*, 32(4), 593-608.
- Von Gaudecker, H. M. (2015). How does household portfolio diversification vary with financial literacy and financial advice? *The Journal of Finance*, 70(2), 489-507.
- Watkins, M.W. (2018). Exploratory factor analysis: A guide to best practice. *Journal of Black Psychology*, 44(3), 219-246.
- Wooldridge, J.M. (2005). *Introductory Econometrics: A modern approach*. 3rd edition, Mason OH: Thomson/South Westren.
- Zhang, A.C. (2014). Financial advice and asset allocation of individual investors. *Pacific Accounting Review*, 26(3), 226-247.