



## Financial Management Perspective

Journal homepage: <https://jfmp.sbu.ac.ir/>



Original Article

# Identifying Behavioral Biases Affecting Fund Performance in Investment Fund Managers

Mahdi Hamrahi Kheyroodin\*

Roya Aleemran\*\*

Mohammad Nasiri\*\*\*

Hoseyn Budaghi Khajehnohar\*\*\*\*

## Abstract

**Introduction:** Behavioral biases of investment fund managers can have significant negative impacts on fund performance, and to reduce these impacts, fund managers can use advanced analytical tools, structured decision-making processes, and training related to financial psychology. Also, investors can choose more efficient and rationally managed funds by being aware of these aspects. These assessments not only help investors in selecting appropriate funds, but also help managers in improving performance and reducing the negative effects of biased behaviors. Identifying behavioral biases of investment fund managers can also help investors in selecting appropriate funds and reducing the risks arising from incorrect decisions. This issue requires more extensive research and the use of new analytical methods, and in this regard, the present study was conducted with the aim of identifying behavioral biases affecting fund performance in investment fund managers.

**Methods:** The present study is of fundamental and exploratory purpose and the data collection stage is of the library-field type with a qualitative method with a content analysis approach. The participants in this study were 20 experts from investment funds who were selected with a purposeful method based on the conditions of expertise. The resources used in the library section included specialized books in the field of finance and behavioral finance, scientific-research articles published in reputable domestic and foreign journals, academic theses and dissertations, official reports and electronic resources and reputable scientific databases. In the field section,

Received: 2026.February .17, Accepted: 2026.June.4.

\* PhD Student, Department of Economics, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran.

\*\* Associate Professor, Department of Economics, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran (Corresponding Author).

[Roya.aleemran@gmail.com](mailto:Roya.aleemran@gmail.com)

\*\*\* Assistant Professor, Department of Accounting and Management, Shabestar Branch, Islamic Azad University, Shabestar, Iran.

\*\*\*\* Assistant Professor, Marketing Department, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran.

the behavioral biases of managers were identified and localized using the Delphi method and the participation of a panel of experts. The content analysis method and the implementation of the Delphi approach were also used to analyze the data. Also, in order to ensure the reliability and stability of coding, multiple coders were used and the level of agreement between them was calculated.

**Finding:** After the initial identification of 80 behavioral trends in the form of 12 main criteria, the collected data were presented to the selected experts of the 80 behavioral trends identified, 54 trends were able to achieve the initial consensus criterion (mean  $\geq 3.5$ ). In the second round, the results and average opinions of the first round were given feedback to the experts. They were then asked to evaluate the trends again. At this stage, 68 behavioral trends were able to achieve the consensus criterion and only 12 trends remained outside the consensus range. In the third round, the focus was on final consolidation of consensus and elimination of ambiguous cases. The results showed that at this stage, 72 behavioral biases were agreed upon by experts in the form of 12 final criteria, which include cognitive biases, emotional biases, personality biases, market biases, risk biases, experiential biases, communication biases, time biases, strategic biases, organizational biases, ethical biases and reporting and informational biases.

**Conclusions:** While confirming the prominent role of behavioral factors in the performance of investment funds, the present study highlights the importance of a combined view of managers' decisions; meaning that combining financial engineering tools with behavioral analysis can reduce the gap between actual decisions and optimal decisions. Thus, this study can provide fund managers, investors, regulatory institutions, and financial policymakers with valuable guidance to improve the decision-making process and enhance the performance of investment funds.

**Keywords:** Behavioral Biases, Management, Investment Fund, Fund Performance, Personality Traits.

**How to Cite:** Hamrahi Kheyrodin, M., Aleemran, R., Nasiri, M., & Budaghi Khajehnohar, M. (2026). Identifying Behavioral Biases Affecting Fund Performance in Investment Fund Managers. *Ind. Manag. Persp.*, 16(1), 38-54 (In Persian).





نوع مقاله: پژوهشی

## شناسایی سویه‌های رفتاری مؤثر بر عملکرد صندوق‌ها در مدیران صندوق‌های

### سرمایه‌گذاری

مهدی همراهی خیرالدین\*

رویا آل عمران\*\*

محمد نصیری\*\*\*

حسین بوداقي خواجه نوبر\*\*\*\*

### چکیده

**مقدمه:** سویه‌های رفتاری مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌توانند تأثیرات منفی قابل توجهی بر عملکرد صندوق‌ها داشته باشند و برای کاهش این تأثیرات، مدیران صندوق‌ها می‌توانند از ابزارهای تحلیلی پیشرفته، فرآیندهای تصمیم‌گیری ساختاریافته و آموزش‌های مرتبط با روانشناسی مالی استفاده کنند. همچنین، سرمایه‌گذاران نیز می‌توانند با آگاهی از این سویه‌ها، صندوق‌هایی با مدیریت کارآمدتر و منطقی‌تر را انتخاب کنند. این ارزیابی‌ها نه تنها به سرمایه‌گذاران در انتخاب صندوق‌های مناسب کمک می‌کند، بلکه به مدیران نیز در بهبود عملکرد و کاهش تأثیرات منفی رفتارهای سوگیرانه یاری می‌رساند. شناسایی سویه‌های رفتاری مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری همچنین می‌تواند به سرمایه‌گذاران در انتخاب صندوق‌های مناسب و کاهش ریسک‌های ناشی از تصمیم‌گیری‌های نادرست کمک کند. این موضوع نیازمند تحقیقات گسترده‌تر و استفاده از روش‌های نوین تحلیلی است که در همین راستا پژوهش حاضر با هدف شناسایی سویه‌های رفتاری مؤثر بر عملکرد صندوق‌ها در مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری انجام شد.

**روش‌ها:** پژوهش حاضر از نوع هدف بنیادی و اکتشافی است و در مرحله گردآوری داده‌ها از نوع کتابخانه‌ای-میدانی با روش کیفی با رویکرد تحلیل محتوا است. شرکت‌کنندگان در این پژوهش ۲۰ نفر از خبرگان صندوق‌های سرمایه‌گذاری بودند که با روش هدفمند و مبتنی بر شرایط احراز خبرگی انتخاب شدند. منابع مورد استفاده در بخش کتابخانه‌ای شامل کتاب‌های تخصصی در حوزه مالی و مالی رفتاری، مقالات علمی-پژوهشی منتشرشده در مجلات معتبر داخلی و خارجی، پایان‌نامه‌ها و رساله‌های دانشگاهی، گزارش‌های رسمی و منابع الکترونیکی و پایگاه‌های علمی معتبر بود و در بخش میدانی نیز با بهره‌گیری از روش

تاریخ پذیرش مقاله: ۱۴۰۵/۰۳/۱۴

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۴/۱۱/۲۸

\* دانشجوی دکتری، گروه اقتصاد، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران.

\*\* دانشیار، گروه اقتصاد، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران (نویسنده مسئول). [Roya.aleemran@gmail.com](mailto:Roya.aleemran@gmail.com)

\*\*\* استادیار، گروه حسابداری و مدیریت، واحد شبستر، دانشگاه آزاد اسلامی، شبستر، ایران.

\*\*\*\* استادیار، گروه بازاریابی، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران.

دلفی و مشارکت پانلی از خبرگان، به شناسایی و بومی‌سازی سویه‌های رفتاری مدیران پرداخته شد و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها نیز از روش تحلیل محتوا و پیاده‌سازی رویکرد دلفی استفاده شد. همچنین به منظور تضمین قابلیت اتکا و ثبات کدگذاری، از چند کدگذار استفاده و میزان توافق بین آن‌ها محاسبه شد.

**یافته‌ها:** پس از شناسایی اولیه ۸۰ سویه رفتاری در قالب ۱۲ معیار اصلی، داده‌های گردآوری شده به خبرگان انتخاب شده ارائه شد. از میان ۸۰ سویه رفتاری شناسایی شده، تعداد ۵۴ سویه توانستند معیار اجماع اولیه (میانگین  $\leq 3.5$ ) را کسب کنند. در راند دوم، نتایج و میانگین نظرات راند اول به خبرگان بازخورد داده شد. سپس از آنان خواسته شد بار دیگر به ارزیابی سویه‌ها بپردازند. در این مرحله، تعداد ۶۸ سویه رفتاری توانستند معیار اجماع را کسب کنند و فقط ۱۲ سویه خارج از دامنه اجماع باقی ماندند. در راند سوم، تمرکز بر تثبیت نهایی اجماع و حذف موارد مبهم بود. نتایج نشان داد در این مرحله ۷۲ سویه رفتاری در قالب ۱۲ معیار نهایی مورد توافق خبرگان قرار گرفت که شامل سوگیری‌های شناختی، سوگیری‌های هیجانی، سوگیری‌های شخصیتی، سوگیری‌های بازاری، سوگیری‌های ریسکی، سوگیری‌های تجربی، سوگیری‌های ارتباطی، سوگیری‌های زمانی، سوگیری‌های استراتژیک، سوگیری‌های سازمانی، سوگیری‌های اخلاقی و سوگیری‌های گزارش‌دهی و اطلاعاتی می‌باشد.

**نتیجه‌گیری:** پژوهش حاضر ضمن تأیید نقش پررنگ عوامل رفتاری در عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری، اهمیت نگاه ترکیبی به تصمیمات مدیران را برجسته می‌سازد؛ به این معنا که ترکیب ابزارهای مهندسی مالی با تحلیل‌های رفتاری می‌تواند فاصله بین تصمیمات واقعی و تصمیمات بهینه را کاهش دهد. بدین ترتیب، این پژوهش می‌تواند برای مدیران صندوق‌ها، سرمایه‌گذاران، نهادهای ناظر و سیاست‌گذاران مالی، راهنمای ارزشمندی برای بهبود فرآیند تصمیم‌گیری و ارتقای عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری فراهم آورد.

**کلیدواژه‌ها:** سویه‌های رفتاری؛ مدیریت؛ صندوق سرمایه‌گذاری؛ عملکرد صندوق‌ها؛ ویژگی‌های شخصیتی.

**استناد دهی:** همراهی خیرالدین، مهدی؛ آل عمران، رویا؛ نصیری، محمد؛ و بوداقی خواجه نوبر، حسین. (۱۴۰۵). شناسایی سویه‌های رفتاری مؤثر بر عملکرد صندوق‌ها در مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری. چشم‌انداز مدیریت مالی، ۱۶(۱)، ۳۸-۵۴.



## ۱. مقدمه

رفتار مدیران به‌عنوان یکی از ارکان تعیین‌کننده در عملکرد و اثربخشی سازمان، همواره مورد توجه نظریه‌پردازان، پژوهشگران حوزه مدیریت و روان‌شناسی سازمانی بوده است (Mabaso & Manuel, 2024). سویه‌های رفتاری مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری به مجموعه‌ای از گرایش‌ها، تصمیم‌گیری‌ها و الگوهای رفتاری اشاره دارد که ممکن است تحت تأثیر عوامل روانشناختی، احساسی یا شناختی قرار بگیرند (Ranjan, 2025). این سویه‌ها می‌توانند بر عملکرد صندوق‌ها و تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارند (Shi, 2025). سویه‌های رفتاری مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌توانند تأثیر قابل توجهی بر عملکرد صندوق‌ها و تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری داشته باشند (Goyal et al., 2021). آگاهی از این سویه‌ها و تلاش برای کاهش تأثیر آن‌ها از طریق آموزش، استفاده از ابزارهای تحلیلی و ایجاد فرآیندهای تصمیم‌گیری ساختاریافته، می‌تواند به بهبود عملکرد و بازدهی صندوق‌ها کمک کند (Yang et al., 2024). در نهایت، مدیریت مؤثر این سویه‌ها به مدیران کمک می‌کند تا تصمیم‌گیری‌های عقلانی‌تر و مبتنی بر داده‌های واقعی به انجام برسانند (Osta et al., 2024).

شناسایی سویه‌های رفتاری مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری، یکی از موضوعات مهم و چالش‌برانگیز در حوزه مالی و مدیریت سرمایه‌گذاری است (Sheikhy Parikhani & Shariat Nalkiashari, 2025). مدیران صندوق‌ها به‌عنوان تصمیم‌گیرندگان کلیدی، نقش تعیین‌کننده‌ای در موفقیت یا شکست صندوق‌های سرمایه‌گذاری دارند (Bahadoran Baghbadorani et al., 2025). با این حال، رفتارهای آن‌ها ممکن است تحت تأثیر عوامل روانشناختی، احساسی و شناختی قرار گیرد که منجر به تصمیم‌گیری‌های غیرمنطقی یا سوگیرانه شود (Majumdar & Chandra, 2025). این رفتارها می‌توانند تأثیرات قابل توجهی بر عملکرد صندوق‌ها داشته باشند و حتی منجر به کاهش بازدهی یا افزایش ریسک شوند (Ofir & Wiener, 2025). رفتارهای مدیران صندوق‌ها می‌تواند به‌طور مستقیم بر بازدهی و ریسک صندوق‌ها تأثیر بگذارد (Damoori et al., 2025) و شناسایی سویه‌های رفتاری مدیران می‌تواند به سرمایه‌گذاران کمک کند تا صندوق‌هایی با مدیریت کارآمدتر و منطقی‌تر را انتخاب کنند و از ریسک‌های ناشی از تصمیم‌گیری‌های نادرست بکاهند، درک بهتر رفتارهای مدیران می‌تواند به طراحی ابزارها و روش‌هایی برای کاهش تأثیرات منفی این رفتارها و بهبود فرآیندهای تصمیم‌گیری در مدیریت صندوق‌ها کمک کند (Farhang et al., 2026; Karami Ardali et al., 2023; Kaviani et al., 2025). مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مانند سایر تصمیم‌گیرندگان در حوزه مالی، ممکن است تحت تأثیر سویه‌های رفتاری قرار گیرند. این سویه‌ها می‌توانند ناشی از عوامل روانشناختی، احساسی یا شناختی باشند و منجر به تصمیم‌گیری‌های غیرمنطقی یا سوگیرانه توسط افراد شوند (Golestani rad et al., 2025).

سویه‌های رفتاری مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌توانند تأثیرات منفی قابل توجهی بر عملکرد صندوق‌ها داشته باشند و برای کاهش این تأثیرات، مدیران صندوق‌ها می‌توانند از ابزارهای تحلیلی پیشرفته، فرآیندهای تصمیم‌گیری ساختاریافته و آموزش‌های مرتبط با روانشناسی مالی استفاده کنند. همچنین، سرمایه‌گذاران نیز می‌توانند با آگاهی از این سویه‌ها، صندوق‌هایی با مدیریت کارآمدتر و منطقی‌تر را انتخاب کنند. این ارزیابی‌ها نه تنها به سرمایه‌گذاران در انتخاب صندوق‌های مناسب کمک می‌کند، بلکه به مدیران نیز در بهبود عملکرد و کاهش تأثیرات منفی رفتارهای سوگیرانه یاری می‌رساند. شناسایی سویه‌های رفتاری مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری همچنین می‌تواند به سرمایه‌گذاران در انتخاب صندوق‌های مناسب و کاهش ریسک‌های ناشی از تصمیم‌گیری‌های نادرست کمک کند. این موضوع نیازمند تحقیقات گسترده‌تر و استفاده از روش‌های نوین تحلیلی است که در همین راستا

پژوهش حاضر با هدف شناسایی سویه‌های رفتاری مؤثر بر عملکرد صندوق‌ها در مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری انجام شد.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

صندوق‌های سرمایه‌گذاری؛ در فضای پیچیده اقتصاد امروز، ابزارهای مالی نوین نقش مهمی در تجهیز و تخصیص بهینه منابع ایفا می‌کنند. یکی از این ابزارها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند که با جذب سرمایه‌های خرد و تجمیع آن‌ها در سبدی متنوع از دارایی‌ها، امکان مشارکت غیرمستقیم در بازارهای مالی را برای عموم مردم فراهم می‌کنند (Razavi & Javadi, 2023). صندوق سرمایه‌گذاری نهادی مالی است که با دریافت مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار، وجوه سرمایه‌گذاران خرد را تجمیع کرده و به صورت حرفه‌ای در انواع دارایی‌های مالی سرمایه‌گذاری می‌کند. این صندوق‌ها با هدف کاهش ریسک، افزایش بازدهی و تسهیل مشارکت عمومی در بازار سرمایه، فعالیت می‌کنند (Ebrahim Nejad et al., 2022).

سویه‌های رفتاری مدیران؛ رفتار مدیران به‌عنوان یکی از ارکان تعیین‌کننده در عملکرد و اثربخشی سازمان، همواره مورد توجه نظریه‌پردازان و پژوهشگران حوزه مدیریت و روان‌شناسی سازمانی بوده است. در این راستا، «سویه‌های رفتاری» مدیران به مجموعه‌ای از الگوها، گرایش‌ها، نگرش‌ها و نحوه کنش و واکنش آن‌ها در موقعیت‌های گوناگون اطلاق می‌شود که متأثر از ویژگی‌های فردی، محیطی، سازمانی و اجتماعی شکل می‌گیرد. تحلیل سویه‌های رفتاری مدیران نه‌تنها در شناخت سبک رهبری و شیوه تصمیم‌گیری آنان اهمیت دارد، بلکه می‌تواند مسیر تحول، توسعه و بهبود سازمان را نیز ترسیم کند (Rahimi & Ahmadi, 2023). برخی از رایج‌ترین سویه‌های رفتاری در میان مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری عبارتند از: ۱. سویه بیش‌اطمینانی: مدیران ممکن است به توانایی‌ها، دانش یا اطلاعات خود بیش از حد اطمینان داشته باشند و توانایی‌های واقعی خود را دست بالا بگیرند. این سویه می‌تواند منجر به معاملات بیش از حد، پذیرش ریسک‌های غیرضروری یا نادیده گرفتن نشانه‌های منفی بازار شود (Ranjan, 2025)؛ ۲. سویه تأییدطلبی: مدیران تمایل دارند اطلاعاتی را جستجو و تفسیر کنند که با باورها یا فرضیه‌های قبلی آن‌ها هم‌خوانی دارد و اطلاعات متناقض را نادیده می‌گیرند. این سویه می‌تواند منجر به تصمیم‌گیری‌های نادرست شود، زیرا مدیران ممکن است نشانه‌های مهم بازار را نادیده بگیرند (Osta et al., 2024)؛ ۳. سویه زیان‌گریزی: مدیران تمایل دارند از زیان‌ها بیشتر از سودها اجتناب کنند، حتی اگر احتمال سود بیشتر باشد، این سویه می‌تواند منجر به نگهداری طولانی‌مدت سهام زیان‌ده یا فروش زود هنگام سهام سودده شود (Ranjan, 2025)؛ ۴. سویه لنگر انداختن: مدیران ممکن است به اطلاعات اولیه یا یک نقطه مرجع خاص (مانند قیمت خرید اولیه) وابسته شوند و در تصمیم‌گیری‌های بعدی خود تحت تأثیر آن قرار گیرند. این سویه می‌تواند منجر به عدم تعدیل مناسب تصمیم‌ها در مواجهه با اطلاعات جدید شود (Osta et al., 2024)؛ ۵. سویه رفتار گله‌ای: مدیران ممکن است تمایل داشته باشند تصمیم‌های خود را با تصمیم‌های دیگران هم‌سو کنند، حتی اگر این تصمیم‌ها با تحلیل‌های شخصی آن‌ها مغایرت داشته باشد. این سویه می‌تواند منجر به ایجاد حباب‌های قیمتی یا فروش‌های گسترده در بازار شود (Shi, 2025)؛ ۶. سویه در دسترس‌پذیری: مدیران ممکن است بر اساس اطلاعاتی که به راحتی در دسترس است (مانند اخبار اخیر یا رویدادهای پرتکرار) تصمیم‌گیری کنند، نه بر اساس داده‌های جامع و دقیق. این سویه می‌تواند منجر به تصمیم‌گیری‌های نادرست شود، زیرا اطلاعات مهم ممکن است نادیده گرفته شوند (Ranjan, 2025)؛ ۷. سویه خود اسنادی: مدیران ممکن است موفقیت‌های خود را به توانایی‌های شخصی نسبت دهند و شکست‌ها را به عوامل خارجی (مانند شرایط بازار) نسبت دهند. این سویه می‌تواند منجر به عدم یادگیری از اشتباهات و تکرار تصمیم‌گیری‌های نادرست شود (Osta et al., 2024)؛ ۸. سویه وضعیت موجود: مدیران ممکن است تمایل داشته باشند وضعیت

فعلی را حفظ کنند و از تغییر یا تصمیم‌گیری‌های جدید اجتناب کنند. این سویه می‌تواند منجر به از دست دادن فرصت‌های سرمایه‌گذاری جدید یا ادامه سرمایه‌گذاری در دارایی‌های کم‌بازده شود ([Ranjan, 2025](#))؛ ۹. سویه بازگشت به میانگین: مدیران ممکن است باور داشته باشند که عملکرد گذشته یک دارایی به میانگین تاریخی خود بازخواهد گشت و بر این اساس تصمیم‌گیری کنند. این سویه می‌تواند منجر به نادیده گرفتن روندهای جدید یا تغییرات ساختاری در بازار شود ([Osta et al., 2024](#))؛ ۱۰. سویه قاب‌بندی: مدیران ممکن است تحت تأثیر نحوه ارائه اطلاعات (قاب‌بندی) قرار گیرند و تصمیم‌گیری‌های آن‌ها بر این اساس تغییر کند. این سویه می‌تواند منجر به تصمیم‌گیری‌های نادرست شود، زیرا مدیران ممکن است به جای تمرکز بر ماهیت اطلاعات، تحت تأثیر نحوه ارائه آن قرار گیرند ([Hossain & Siddiqua, 2024](#)).

بررسی تحقیقات گذشته نشان می‌دهد که پژوهش‌های در زمینه سویه‌های رفتاری مدیران انجام شده است. برای مثال [لاکستوتین<sup>۱</sup> و همکاران \(۲۰۲۵\)](#) نشان دادند که تاثیرگذاری دو متغیر عملکرد گذشته و نوع مؤسس صندوق بر عملکرد جاری آن معنی‌دار است. [هوانگ و نام<sup>۲</sup> \(۲۰۲۵\)](#) بیان کردند که روش‌های سنتی که تا کنون برای ارزیابی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مورد استفاده قرار گرفته‌اند تنها به بررسی رفتار بازار و ترجیحات سرمایه‌گذاران می‌پردازند در صورتی که بعضی از شاخص‌ها از جمله هزینه‌های ارکان، هزینه پذیره نویسی و نقد شوندگی نیز برای سرمایه‌گذاران حائز اهمیت بوده و باید در محاسبات لحاظ شوند. [سوریانی<sup>۳</sup> و همکاران \(۲۰۲۴\)](#) نشان دادند که سرمایه‌گذاری‌های خطرپذیر ارتباط مثبتی با عملکرد مالی شرکت دارند و اهرم مالی نیز با همبستگی، رابطه‌ای منفی با عملکرد شرکت‌ها دارد. [آگودلو آگوری و آگودلو آگوری<sup>۴</sup> \(۲۰۲۴\)](#) بیان کردند که ریسک مورد انتظار در پرتفوی انتخابی بر اساس مدل رفتاری نسبت به ریسک مورد انتظار در پرتفوی انتخابی براساس مدل مارکویتز در دوران رونق رکود کمتر می‌باشد. [رحیمی و احمدی \(۱۴۰۲\)](#) در پژوهش خود نشان دادند که سویه‌های رفتاری مدیران بر هزینه‌های تحقیق و توسعه تاثیر مثبت و معناداری دارد. [بنافی و همکاران \(۱۴۰۲\)](#) در تحقیق خود نشان دادند که سویه‌های رفتاری مدیران (خودشیفتگی و بیش اطمینانی مدیران) موجب تشدید تاثیر منفی آنتروپی صورت‌های مالی بر بازده سهام می‌شود. از طرفی تمایل مدیران خودشیفته و بیش اطمینان به گزارشگری مالی جانبدارانه باعث کاهش کیفیت و اعتبار صورت‌های مالی به عنوان یکی از مهمترین منابع اطلاعاتی استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی شده و منجر می‌شود تاثیر منفی آنتروپی صورت‌های مالی بر بازده سهام تشدید شود. [ابراهیم‌نژاد و همکاران \(۱۴۰۱\)](#) بیان کردند که در کل بازه زمانی مورد مطالعه، رابطه معناداری بین هزینه‌های معاملاتی و عملکرد صندوق‌ها وجود ندارد. [جبل عاملی و همکاران \(۱۴۰۲\)](#) بیان کردند که ۱- تعیین حد ضرر واری از در نظر گرفتن مبانی رویکرد مالی رفتاری نیازمند در نظر گرفتن ظرفیت روانی معامله‌گر بوده و در صورت وجود اختلاف بین ظرفیت مالی و روانی فرد، معامله‌گر می‌بایست ظرفیت روانی خود را اولویت قرار دهد. ۲- نقص در عملکرد توانایی ذهنی سازی می‌تواند دلیل جابه‌جایی حد ضرر بدون توجیه و دلیل منطقی و مبتنی بر تخصص معامله‌گری حین معامله در معامله‌گران در نظر گرفته شود و با افزایش عملکرد این توانایی می‌توان از بروز مجدد این رفتار جلوگیری کرد. [دهیر<sup>۵</sup> و همکاران \(۲۰۲۱\)](#) نیز نشان دادند که خوش‌بینی و بیش اطمینانی مدیران بر لحن خوش‌بینانه گزارشگری مالی تاثیر معناداری دارد، اما کوتاه‌بینی مدیریت بر لحن خوش‌بینانه تاثیر ندارد. [پئون و آنتلو<sup>۶</sup> \(۲۰۲۱\)](#) سوگیری‌های رفتاری مؤثر بر تصمیمات مالی را در سه دسته اکتشافات، انتخاب‌ها (شامل چارچوب‌بندی و ترجیحات) و عوامل اجتماعی شناسایی کردند. [احمد<sup>۷</sup> و همکاران \(۲۰۱۷\)](#) علل و اثرات

1. Lakštutienė

2. Hwang &amp; Nam

3. Suryani

4. Agudelo Aguirre &amp; Agudelo Aguirre

5. Dhir

6. Peón &amp; Antelo

7. Ahmad

سوگیری‌های رفتاری را نشأت گرفته از حوزه‌های روانشناسی، جامعه‌شناسی و زیست‌شناسی دانستند و [آرن<sup>۱</sup> و همکاران \(۲۰۱۶\)](#) نیز اطلاعات و فرهنگ را در سویه‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در صندوق‌های سرمایه مؤثر دانستند. مرور پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهد که اگرچه مطالعات متعددی به بررسی نقش عوامل رفتاری در تصمیمات مالی و عملکرد صندوق‌ها پرداخته‌اند، اما اغلب این پژوهش‌ها بر تعداد محدودی از سوگیری‌های خاص یا برخی ویژگی‌های ساختاری صندوق‌ها تمرکز داشته‌اند و کمتر به شناسایی مجموعه‌ای جامع از سویه‌های رفتاری مدیران پرداخته‌اند. علاوه بر این، بخش قابل توجهی از تحقیقات با رویکردهای کمی و مبتنی بر داده‌های ثانویه انجام شده‌اند که گرچه برای آزمون روابط آماری مناسب هستند، اما در شناسایی ابعاد عمیق‌تر و کمتر آشکار رفتار مدیران محدودیت دارند. همچنین در بسیاری از مطالعات، تمرکز اصلی بر رفتار سرمایه‌گذاران بوده و نقش مدیران صندوق‌ها به‌عنوان تصمیم‌گیرندگان کلیدی کمتر به‌صورت نظام‌مند بررسی شده است. از این‌رو، همچنان خلأ پژوهشی در زمینه شناسایی و طبقه‌بندی جامع سویه‌های رفتاری مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری احساس می‌شود که پژوهش حاضر تلاش داشت با بهره‌گیری از رویکرد کیفی و نظرات خبرگان، گامی در جهت پوشش این شکاف بردارد.

### ۳. روش شناسایی پژوهش

پژوهش حاضر از نوع هدف بنیادی و اکتشافی است و در مرحله گردآوری داده‌ها از نوع کتابخانه‌ای-میدانی با روش کیفی با رویکرد تحلیل محتوا است. شرکت‌کنندگان در این پژوهش ۲۰ نفر از خبرگان صندوق‌های سرمایه‌گذاری بودند که با روش هدفمند و مبتنی بر شرایط احراز خبرگی انتخاب شدند. شاخص‌های احراز خبرگی شرکت‌کنندگان شامل مدرک تحصیلی کارشناسی ارشد و بالاتر در حوزه موضوع، تسلط به موضوع و در دسترس بودن، سابقه بیش از ۵ سال مدیریت در صندوق‌های سرمایه‌گذاری، دارا بودن سوابق خط مشی‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری، تمایل به مشارکت در پژوهش و ارزش قائل بودن برای توافق گروهی و زمان کافی برای توجیه شدن در مورد ماهیت پژوهش بود.

در بخش اول پژوهش، داده‌ها و اطلاعات نظری مورد نیاز از طریق مطالعه و مرور نظام‌مند منابع کتابخانه‌ای گردآوری شده است. منابع مورد استفاده شامل کتاب‌های تخصصی در حوزه مالی و مالی رفتاری، مقالات علمی-پژوهشی منتشرشده در مجلات معتبر داخلی و خارجی، پایان‌نامه‌ها و رساله‌های دانشگاهی، گزارش‌های رسمی و همچنین منابع الکترونیکی و پایگاه‌های علمی معتبر بوده است. هدف از این بخش، تبیین چارچوب نظری تحقیق، شناسایی متغیرهای اصلی و دسته‌بندی سوگیری‌های رفتاری بر اساس پیشینه مطالعاتی بود. در بخش میدانی نیز که به صورت کیفی انجام شد، با بهره‌گیری از روش دلفی و مشارکت پانلی از خبرگان حوزه صندوق‌های سرمایه‌گذاری، به شناسایی و بومی‌سازی سویه‌های رفتاری مدیران پرداخته شد.

در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و شناسایی سویه‌های رفتاری مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری از تحلیل محتوا و پیاده‌سازی رویکرد دلفی استفاده شد. از تحلیل محتوای کیفی استفاده گردید تا الگوهای رفتاری و دسته‌بندی سوگیری‌ها به شکلی دقیق استخراج شوند و انتخاب روش دلفی نیز به دلیل توانایی آن در جمع‌آوری نظرهای متخصصان، دستیابی به اجماع علمی و پالایش مستمر شاخص‌ها در چندین دور متوالی بوده است. اولین گام، انجام یک مروری نظام‌مند بر ادبیات علمی و گزارش‌های صنعتی است. این کار شامل تعریف پرسش تحقیقاتی دقیق برای جستجو، تعیین پایگاه‌های داده (مانند Scopus، Web of Science، Google Scholar و پایگاه‌های داخلی مانند SID و IranDoc)، تعیین بازه زمانی مناسب و انتخاب کلیدواژه‌های ترکیبی فارسی و انگلیسی مرتبط با «سوگیری‌های رفتاری»، «رفتار مدیران»، «صندوق سرمایه‌گذاری» و «تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری» است. نتایج

جستجو بر اساس معیارهای آشکار وارد/حذف شدند (شامل زبان، نوع سند، مرتبط بودن موضوعی) و فرآیند انتخاب اسناد در قالب یک نمودار جریان مستندسازی گردید تا شفافیت و قابلیت بازتولید پژوهش حفظ شود. در گام بعدی منابع غیردانشگاهی و اسنادی بازار محور جمع‌آوری شدند؛ از جمله گزارش‌های نهادهای ناظر، اطلاعیه‌ها و صورت‌های مالی صندوق‌ها، پراسپکتوس‌ها، گزارش‌های تحلیلی موسسات مشاور سرمایه‌گذاری و مصاحبه‌های موجود با مدیران صندوق‌ها. این منابع کاربردی به پژوهش کمک کردند تا ابعاد رفتاری که در ادبیات نظری برجسته‌اند را با رفتار واقعی بازار وفق دهد و زمینه‌های بومی و نهادی مؤثر در شکل‌گیری سوگیری‌ها را شناسایی کند. مرحله تحلیل محتوا به‌عنوان موتور استخراج مفاهیم آغاز شد. در اینجا از رویکرد تحلیل محتوا کیفی ساختاریافته استفاده شد که به همین منظور ابتدا متن‌ها (مقالات، گزارش‌ها، مصاحبه‌ها) خوانده و با نوت‌برداری دقیق «واحد‌های معنایی» تعیین گردیدند؛ سپس با کدگذاری باز مفاهیم رفتاری استخراج شدند. این کدها به‌تدریج از طریق کدگذاری محوری به دسته‌ها و زیرمجموعه‌های منظم تبدیل شده و در نهایت با کدگذاری گزینشی به تم‌های کلیدی مربوط به سویه‌های رفتاری منتهی شدند.

در این پژوهش، ابتدا بر اساس تحلیل محتوای کیفی داده‌ها، چارچوب اولیه‌ای شامل ۱۲ معیار استخراج شد (جدول ۲). این چارچوب حاصل فرایند کدگذاری اولیه و دسته‌بندی مفاهیم مشابه در مرحله تحلیل داده‌ها بود. با این حال، با توجه به ماهیت تفسیری پژوهش‌های کیفی، به‌منظور افزایش اعتبار و دقت مفهومی نتایج، چارچوب اولیه در اختیار جمعی از خبرگان حوزه مربوطه قرار گرفت تا درباره جامعیت، شفافیت و تمایز مفهومی معیارها اظهارنظر کنند. بازخوردهای دریافت‌شده نشان داد که برخی از معیارها دارای همپوشانی مفهومی بوده یا از نظر دامنه معنا به یکدیگر نزدیک هستند؛ از این‌رو، برای افزایش انسجام نظری و جلوگیری از تکرار مفاهیم، تعدادی از دسته‌ها با یکدیگر ادغام شدند. همچنین در مواردی که یک معیار از دید خبرگان به‌عنوان زیرمؤلفه‌ای از یک مفهوم گسترده‌تر تلقی می‌شد، در قالب همان دسته کلان‌تر بازتعریف گردید. در مقابل، برخی معیارها نیز که از نظر خبرگان از قدرت تمایز مفهومی یا اهمیت تحلیلی کمتری برخوردار بودند، حذف شدند. در نتیجه این فرایند بازبینی و پالایش مفهومی، چارچوب نهایی شامل ۱۲ معیار اصلاح‌شده شکل گرفت (جدول ۴) که نسبت به چارچوب اولیه از انسجام مفهومی بیشتر، مرزبندی روشن‌تر میان دسته‌ها و انطباق بالاتر با دیدگاه‌های خبرگان برخوردار است. این فرایند بازبینی مبتنی بر نظر خبرگان، به‌عنوان یکی از راهبردهای تقویت اعتبار در پژوهش‌های کیفی، به ارتقای روایی محتوایی چارچوب نهایی کمک کرده است.

برای حفظ انسجام مفهومی، پژوهشگر یک نسخه اولیه از کدها و تعاریف عملیاتی تهیه کرد که شامل نام هر سویه، تعریف مفهومی، نشانه‌های متنی و نمونه‌های مستند از منابع است. این کدبوک به‌صورت تکرارشونده اصلاح شد، یعنی پس از یک دور کدگذاری نمونه‌ای از اسناد توسط پژوهشگر یا تیم کدگذاران، بازنگری انجام شده و تعاریف و مرزهای هر کد روشن‌تر گردید تا حد فاصل بین کدها کاهش یابد. به‌منظور تضمین قابلیت اتکا و ثبات کدگذاری، از چند کدگذار استفاده و میزان توافق بین آن‌ها محاسبه شد (مانند شاخص کاپا و درصد توافق).

#### ۴. تحلیل داده‌ها و یافته‌های پژوهش

در ابتدای یافته‌ها به‌منظور شناخت بهتر ترکیب نمونه مورد مطالعه، اطلاعات جمعیت‌شناختی خبرگان گردآوری و در جدول ۱ گزارش شده است.

## جدول ۱. ویژگی‌های جمعیت‌شناختی خبرگان مشارکت‌کننده در فرایند دلفی

Table 1. Demographic characteristics of experts participating in the Delphi process

متغیر	دسته‌بندی	تعداد	درصد
جنسیت	مرد	۱۶	۸۰
	زن	۴	۲۰
سطح تحصیلات	کارشناسی ارشد	۹	۴۵
	دکتری	۱۱	۵۵
سابقه کاری در بازار سرمایه	۵ تا ۱۰ سال	۷	۳۵
	۱۱ تا ۱۵ سال	۶	۳۰
	بیش از ۱۵ سال	۷	۳۵
حوزه فعالیت تخصصی	مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری	۸	۴۰
	تحلیلگری و مشاوره مالی	۶	۳۰
	دانشگاه و پژوهش	۶	۳۰

برای شناسایی سویه‌های رفتاری مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری در گام نخست از روش تحلیل محتوا استفاده شد. ابتدا نتایج کدگذاری‌های اولیه حاصل از تحلیل محتوا در جدول ۲ گزارش شده است.

## جدول ۲. طبقه‌بندی سویه‌های رفتاری مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری

Table 2. Classification of behavioral traits of investment fund managers

معیار کلان	سویه‌های رفتاری زیرمجموعه	توضیح مختصر
سوگیری‌های شناختی	اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد، اثر لنگر، نمایندگی ذهنی، خطای در دسترس بودن، خطای تأییدی، پندار کنترل و اثر چارچوب‌بندی	تصمیم‌گیری بر پایه پردازش ناقص اطلاعات و خطاهای ذهنی در قضاوت
سوگیری‌های هیجانی	گریز از زیان، خوش‌بینی افراطی، ترس، پشیمان‌گریزی، دلبستگی به دارایی‌ها، ریسک‌گریزی شدید و احساسات لحظه‌ای بازار	نقش هیجانات در تحریف ارزیابی ریسک و بازده
سوگیری‌های شخصیتی	خودشیفتگی مدیریتی، تمایل به اثبات تصمیمات قبلی، اجتناب از پذیرش اشتباه، رفتار تکانشی، کمال‌گرایی افراطی و تمایل به کنترل همه‌جانبه	اثر ویژگی‌های شخصیتی بر تصمیم‌گیری مالی
سوگیری‌های بازاری	رفتار گله‌ای، واکنش بیش‌ازحد به نوسانات شاخص، حساسیت شدید به سیاست‌های پولی/مالی، اتکا به پیش‌بینی‌های اقتصاددانان مشهور، اثر حباب قیمتی، ترس از عقب‌ماندن و سوگیری نسبت به بخش‌های خاص بازار	خطاهای تصمیم‌گیری ناشی از تفسیر رفتار کلی بازار
سوگیری‌های ریسکی	خوش‌بینی نسبت به توان مدیریت ریسک، عدم تقارن در پذیرش ریسک، تمایل به قمار در شرایط زیان، کم‌برآوردی ریسک شدید، اجتناب بیش‌ازحد از ریسک و ریسک‌پذیری بیش‌ازحد در دوران رونق	خطاهای ذهنی در درک و مدیریت ریسک
سوگیری‌های تجربی	اثر تجربیات قبلی موفق، اثر شکست‌های گذشته، یادگیری ناقص از بحران‌ها، الگوگیری از معاملات قبلی، تعمیم نادرست تجربیات و سوگیری بقا	تصمیم‌گیری تحت تأثیر حافظه و تجربه تاریخی مدیر
سوگیری‌های ارتباطی	سوءتفاهم در تفسیر پیام‌های بازار، استفاده از زبان مبهم در گزارش‌دهی، انتخاب گزینشی داده‌ها در ارتباطات، بزرگ‌نمایی موفقیت‌ها، پنهان‌سازی ناکامی و تبعیت از لحن غالب رسانه‌ها	ناشی از خطا یا تحریف در انتقال اطلاعات
سوگیری‌های زمانی	اولویت‌دهی به بازده کوتاه‌مدت، بی‌توجهی به چشم‌انداز بلندمدت، واکنش بیش‌ازحد به تغییرات روزانه بازار، بی‌صبری در انتظار بازده، اثر اخیرگی و غفلت از میانگین بلندمدت	تمایل به خطا در ارزیابی زمان و افق سرمایه‌گذاری
سوگیری‌های استراتژیک	فشار هنجاری، هم‌گرایی با رقبای صنعت، تقلید از مدیران موفق، اثر شایعات بازار و تبعیت از نظر اکثریت	تأثیر جمع و گروه بر تصمیم‌گیری فردی

معیار کلان	سویه‌های رفتاری زیرمجموعه	توضیح مختصر
سوگیری‌های سازمانی	تبعیت از سیاست نهادی، فشار مدیران بالادستی، اهداف کوتاه‌مدت سازمانی، تمرکز بر شاخص‌های عملکردی محدود، عدم تمایل به پذیرش ریسک به دلیل الزامات قانونی و سوگیری در گزارش‌دهی داخلی	تصمیمات ناشی از ساختار و فشارهای سازمانی
سوگیری‌های اخلاقی	تضاد منافع، تعارض نمایندگی، تمایل به پاداش کوتاه‌مدت، کم‌توجهی به حقوق سرمایه‌گذاران خرد، اولویت منافع شخصی بر منافع صندوق و سوگیری در افشای اطلاعات	رفتارهای ناشی از ملاحظات اخلاقی و انگیزشی
سوگیری‌های گزارش‌دهی و اطلاعاتی	استفاده بیش‌ازحد از داده‌های تاریخی، اتکای افراطی به اطلاعات داخلی، بی‌توجهی به داده‌های کلان اقتصادی، حساسیت بیش‌ازحد به اخبار فوری، اتکا به مدل‌های کمی بدون توجه به زمینه واقعی و استفاده گزینشی از اطلاعات	محدودیت یا تحریف ناشی از نوع دسترسی و پردازش اطلاعات

تحلیل محتوای انجام‌شده در این پژوهش، نقطه آغازین فرآیند شناسایی سویه‌های رفتاری مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری بود. در این مرحله با رویکرد تحلیل محتوای استقرایی، داده‌های متنی به کدها و سپس به مقولات مفهومی تبدیل شدند. در جریان این فرایند، واحد تحلیل به صورت جمله یا پاراگراف در نظر گرفته شد و کدگذاری در دو سطح باز و محوری صورت پذیرفت. پس از استخراج کدهای اولیه، با تجمیع و تلفیق مفاهیم مشابه، چهارچوبی با دوازده معیار کلان شکل گرفت که هر یک بازتاب‌دهنده یک بعد مهم از خطاهای تصمیم‌گیری مدیران صندوق‌ها است. این معیارها طیفی از سوگیری‌های شناختی و هیجانی تا سازمانی، اخلاقی، اطلاعاتی و شخصیتی را در بر می‌گیرند و نشان می‌دهند که رفتار مدیران نه تنها از منطق اقتصادی، بلکه از ساختارهای ذهنی، اجتماعی و روان‌شناختی نیز متأثر است. در ادامه در جدول ۳ میزان توافق مشاهده‌شده میان دو پژوهشگر و شاخص‌های مرتبط با آن ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج پایایی کدگذاری بین دو پژوهشگر

Table 3. Coding reliability results between two researchers

تفسیر	مقدار	شاخص
کل سویه‌های رفتاری شناسایی شده	۸۰	تعداد کل واحدهای تحلیل بررسی شده
کد یکسان یا هم‌خانواده	۶۲	تعداد توافقی‌ها
کد متفاوت	۱۸	تعداد اختلاف‌ها
نسبت توافق به کل	۰.۷۷	نرخ توافق ساده
بر اساس توزیع احتمالاتی کدها	۰.۲۱	توافق مورد انتظار (Pe)
بر اساس داده واقعی	۰.۷۷	توافق مشاهده‌شده (Po)
توافق قوی	۰.۷۱	شاخص کاپای کوهن (K)

بر اساس نتایج جدول ۳، میزان توافق مشاهده‌شده میان دو پژوهشگر برابر با ۰.۷۷ است که نشان‌دهنده سطح بالایی هماهنگی در کدگذاری است. پس از تعدیل توافق بر اساس شانس تصادفی ( $P_e=0.21$ )، شاخص کاپای کوهن برابر با ۰.۷۱ محاسبه شد. بر مبنای معیارهای لندیس و کوچ [۱۸]، این مقدار در محدوده توافق قوی قرار می‌گیرد. این یافته حاکی از آن است که فرایند کدگذاری از انسجام، دقت و پایایی بالایی برخوردار بوده و نتایج حاصل، بازتاب‌دهنده برداشت‌های مشترک پژوهشگران از داده‌هاست.

پس از شناسایی اولیه ۸۰ سویه رفتاری در قالب ۱۲ معیار اصلی، داده‌های گردآوری‌شده به خبرگان انتخاب‌شده ارائه شد. از خبرگان خواسته شد بر اساس طیف لیکرت پنج‌درجه‌ای (از کاملاً بی‌اهمیت تا بسیار مهم) میزان اهمیت هر سویه را در مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری ارزیابی کنند. در هر راند، داده‌های جمع‌آوری‌شده تحلیل و نتایج به

خبرگان بازخورد داده شد تا در صورت تمایل نظرات خود را اصلاح کنند. معیار اجماع در این پژوهش رسیدن به میانگین بالاتر از ۳.۵ و انحراف معیار کمتر از ۱ در ارزیابی سویه‌ها بود. در راند نخست، ۲۰ خبره پرسشنامه دلفی را تکمیل کردند. نتایج نشان داد از میان ۸۰ سویه رفتاری شناسایی شده، تعداد ۵۴ سویه توانستند معیار اجماع اولیه (میانگین  $\leq 3.5$ ) را کسب کنند. در راند دوم، نتایج و میانگین نظرات راند اول به خبرگان بازخورد داده شد. سپس از آنان خواسته شد بار دیگر به ارزیابی سویه‌ها بپردازند. در این مرحله، تعداد ۶۸ سویه رفتاری توانستند معیار اجماع را کسب کنند و فقط ۱۲ سویه خارج از دامنه اجماع باقی ماندند. در راند سوم، تمرکز بر تثبیت نهایی اجماع و حذف موارد مبهم بود. نتایج نشان داد در این مرحله ۷۲ سویه رفتاری در قالب ۱۲ معیار نهایی مورد توافق خبرگان قرار گرفت و تنها ۸ سویه از فرایند حذف شدند. برای مثال، زیرمعیار «دلبستگی به دارایی‌ها» در مرحله تحلیل اولیه به عنوان یکی از نشانه‌های رفتاری مطرح شد، اما اکثر خبرگان معتقد بودند که این مفهوم در عمل بیشتر به عنوان مصداقی از نگرش‌های گسترده‌تر مدیریتی یا محافظه‌کاری سازمانی قابل تبیین است و به تنهایی یک بعد مستقل محسوب نمی‌شود. به بیان دیگر، از نظر خبرگان، دلبستگی به دارایی‌ها بیشتر نتیجه یا جلوه‌ای از سایر گرایش‌های مدیریتی است تا یک معیار متمایز؛ از این رو، نگه‌داشتن آن به عنوان یک زیرمعیار مستقل می‌توانست به همپوشانی مفهومی در چارچوب منجر شود. به طور مشابه، زیرمعیار «تمایل به کنترل همه‌جانبه» نیز در مرحله بازبینی خبرگان مورد بحث قرار گرفت. برخی خبرگان اشاره کردند که گرچه گرایش به کنترل گسترده در تصمیم‌گیری‌ها می‌تواند در برخی سازمان‌ها مشاهده شود، اما این ویژگی معمولاً در قالب ابعاد گسترده‌تری همچون سبک مدیریت، تمرکز تصمیم‌گیری یا سازوکارهای حکمرانی سازمانی قابل توضیح است. از این رو، به اعتقاد آنان، طرح آن به عنوان یک زیرمعیار مستقل ممکن است مرز مفهومی روشنی با سایر معیارها نداشته باشد و باعث تداخل در تفسیر نتایج شود. بر همین اساس و با هدف حفظ انسجام مفهومی چارچوب نهایی و جلوگیری از تکرار مفاهیم، این زیرمعیار نیز در نسخه نهایی مدل حذف شد.

به منظور اطمینان از میزان اجماع و همگرایی نظر خبرگان در سه راند اجرای پانل دلفی، از ضریب هماهنگی کندال استفاده شد که مقدار این شاخص در راند اول ۰.۴۶، در راند دوم ۰.۶۳ و در راند سوم ۰.۷۸ به دست آمد که مقدار این شاخص در راند سوم در سطح توافق قوی قرار می‌گیرد. نتایج تحقیق نشان داد که سویه‌های رفتاری مؤثر بر عملکرد صندوق‌ها در مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری شامل ۱۲ معیار سوگیری‌های شناختی (شش زیرمعیار)، سوگیری‌های هیجانی (پنج زیرمعیار)، سوگیری‌های شخصیتی (پنج زیرمعیار)، سوگیری‌های بازاری (پنج زیرمعیار)، سوگیری‌های ریسکی (پنج زیرمعیار)، سوگیری‌های تجربی (چهار زیرمعیار)، سوگیری‌های ارتباطی (چهار زیرمعیار)، سوگیری‌های زمانی (چهار زیرمعیار)، سوگیری‌های استراتژیک (چهار زیرمعیار)، سوگیری‌های سازمانی (چهار زیرمعیار)، سوگیری‌های اخلاقی (چهار زیرمعیار) و سوگیری‌های اطلاعاتی (پنج زیرمعیار) می‌باشد که نتایج آن در جدول ۴ گزارش شده و درخت تصمیم طراحی شده برای پژوهش حاضر در شکل ۱ نشان داده شده است.

جدول ۴. معیارها و زیرمعیارهای سویه‌های رفتاری مدیران با کدگذاری استاندارد

Table 4. Criteria and subcriteria of managers' behavioral traits with standard coding

ردیف	معیار اصلی	کد	زیرمعیارها (سویه‌های رفتاری)
۱	سوگیری‌های شناختی	C1	اثر لنگر
		C2	نمایندگی ذهنی
		C3	خطای دسترس‌پذیری
		C4	ساده‌سازی بیش از حد
		C5	اعتماد به نفس بیش از حد
۲		C6	پایداری باورها
		E1	گریز از زیان
		E2	خوش‌بینی افراطی

واکنش هیجانی	E3	سوگیری‌های هیجانی	
ترس از عقب‌ماندگی	E4		
هیجان‌زدگی در تصمیم‌گیری	E5		
کمال‌گرایی	P1	سوگیری‌های شخصیتی	۳
خودشیفتگی مدیریتی	P2		
ریسک‌گریزی شخصیتی	P3		
لجاجت در تصمیم‌گیری	P4		
اجتناب از پذیرش اشتباه	P5		
پیروی از روند بازار	M1	سوگیری‌های بازاری	۴
رفتار گله‌ای	M2		
بیش‌واکنشی به اخبار	M3		
اتکای بیش از حد به تحلیل تکنیکال	M4		
غفلت از عوامل بنیادی	M5		
ریسک‌پذیری بالا	R1	سوگیری‌های ریسکی	۵
اجتناب از ریسک	R2		
عدم تعادل ریسک-بازده	R3		
تمایل به سرمایه‌گذاری پرریسک	R4		
کم‌آوردی ریسک	R5		
یادگیری ناقص از تجربیات گذشته	X1	سوگیری‌های تجربی	۶
وابستگی به تجربه شخصی محدود	X2		
عدم توجه به شواهد جدید	X3		
سوگیری بقا	X4		
تأثیرپذیری از شایعات	L1	سوگیری‌های ارتباطی	۷
وابستگی به شبکه‌های غیررسمی	L2		
نفوذ روابط شخصی	L3		
تأثیر گروه همکاران بر تصمیم	L4		
تمرکز بر کوتاه‌مدت	T1	سوگیری‌های زمانی	۸
بی‌توجهی به بلندمدت	T2		
تأخیر در تصمیم‌گیری	T3		
ترجیح حال بر آینده	T4		
انتخاب استراتژی‌های محافظه‌کارانه	S1	سوگیری‌های استراتژیک	۹
تمایل به تنوع‌بخشی افراطی	S2		
غفلت از فرصت‌های نوآورانه	S3		
اتکای بیش از حد به استراتژی گذشته	S4		
فشارهای نهادی	O1	سوگیری‌های سازمانی	۱۰
تضاد منافع سازمانی	O2		
تأثیر سیاست‌های داخلی	O3		
نفوذ ذی‌نفعان عمده	O4		
تضاد منافع فردی	H1	سوگیری‌های اخلاقی	۱۱
اجتناب از پذیرش مسئولیت	H2		
جانبداری شخصی	H3		
تصمیم‌گیری مبتنی بر منافع خاص	H4		
انتخاب گزینشی داده‌ها	I1	سوگیری‌های گزارش‌دهی و اطلاعاتی	۱۲
عدم شفافیت در گزارش‌دهی	I2		
تأخیر در افشای اطلاعات	I3		
تفسیر جانبدارانه داده‌ها	I4		



شکل ۱. درخت تصمیم معیارهای سویه‌های رفتاری مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری

## ۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

پژوهش حاضر با هدف شناسایی سویه‌های رفتاری مؤثر بر عملکرد صندوق‌ها در مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری انجام شد. نتایج تحقیق نشان دادند که سویه‌های رفتاری مؤثر بر عملکرد صندوق‌ها در مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری شامل ۱۲ معیار سوگیری‌های شناختی، سوگیری‌های هیجانی، سوگیری‌های شخصیتی، سوگیری‌های بازاری، سوگیری‌های ریسکی، سوگیری‌های تجربی، سوگیری‌های ارتباطی، سوگیری‌های زمانی، سوگیری‌های استراتژیک، سوگیری‌های سازمانی، سوگیری‌های اخلاقی و سوگیری‌های گزارش‌دهی و اطلاعاتی می‌باشد. قرار گرفتن سوگیری‌های هیجانی در مدل به دلیل اهمیت محوری هیجانات در تصمیم‌گیری مالی است. پژوهش‌های مالی رفتاری نشان داده‌اند که احساساتی نظیر ترس، طمع، خوش‌بینی افراطی و گریز از زیان، محرک‌های قدرتمندی هستند که رفتار سرمایه‌گذاران و مدیران را شکل می‌دهند. شخصیت مدیران نیز یکی از عوامل پنهان اما مؤثر بر تصمیم‌گیری است. مدیرانی که ویژگی‌هایی مانند خودشیفتگی مدیریتی یا کمال‌گرایی افراطی دارند، تمایل بیشتری به اتخاذ تصمیم‌های غیرمنطقی از خود نشان می‌دهند. مدیران صندوق‌ها در بستر بازاری عمل می‌کنند که سرشار از سیگنال‌های قوی و ضعیف است. پدیده‌هایی چون رفتار گله‌ای و پیروی از روند بازار ریشه در نظریه‌های اقتصاد رفتاری دارند و نشان می‌دهند افراد در بازارهای مالی به شدت تحت تأثیر حرکت جمعی و روندها قرار می‌گیرند. این امر به همگن‌سازی پرتفوی‌ها و افزایش ریسک سیستماتیک منجر می‌شود که مستقیماً عملکرد صندوق را تضعیف می‌کند. در خصوص سوگیری‌های ریسکی نیز می‌توان بیان کرد که مدیرانی که به‌طور افراطی به سرمایه‌گذاری پرتفوی‌ها می‌آورند یا عدم تعادل ریسک-بازده را نادیده می‌گیرند، احتمال شکست بیشتری دارند. اگرچه یادگیری از تجربه یکی از منابع مهم تصمیم‌گیری است، اما سوگیری‌های ناشی از تجربه محدود یا وابستگی بیش‌ازحد به موفقیت‌های گذشته می‌تواند مضر باشد. بر اساس تئوری یادگیری، افراد از تجربه‌های گذشته برای تصمیم‌های آینده استفاده می‌کنند، اما این فرآیند اغلب ناقص است. وابستگی بیش‌ازحد به موفقیت‌های پیشین یا نادیده گرفتن شکست‌ها به تصمیم‌های نادرست منجر می‌شود. مدیران صندوق‌ها در شبکه‌ای از روابط شخصی، سازمانی و غیررسمی عمل می‌کنند. نفوذ شایعات، توصیه‌های شبکه‌های غیررسمی و فشار گروه همکاران می‌تواند منجر به تصمیم‌های اشتباه شود.

یکی دیگر از مهم‌ترین عوامل در مدیریت سرمایه‌گذاری، افق زمانی تصمیم‌گیری است. تمرکز بر کوتاه‌مدت و بی‌توجهی به بلندمدت باعث می‌شود مدیران صندوق‌ها استراتژی‌های سودآوری پایدار را از دست بدهند. اگرچه در مدل نهایی این دسته تأثیر ضعیف‌تری داشتند، اما همچنان اهمیت نظری دارند؛ چرا که با یافته‌های نظریه ترجیح حال بر آینده همسو هستند. سوگیری‌های استراتژیک اغلب مانع نوآوری و بهره‌گیری از فرصت‌های جدید می‌شوند. همچنین، سوگیری‌های سازمانی شامل فشارهای نهادی و تضاد منافع داخلی، نقش مهمی در محدود کردن استقلال تصمیم‌گیری مدیران ایفا می‌کنند. پژوهش‌های حاکمیت شرکتی نیز تأیید می‌کنند که ساختارهای قدرت درون‌سازمانی می‌توانند اثر منفی قابل توجهی بر عملکرد صندوق‌ها داشته باشند. در نهایت در خصوص سوگیری‌های اخلاقی و اطلاعاتی می‌توان بیان کرد که تضاد منافع فردی، اجتناب از مسئولیت یا انتخاب گزینشی داده‌ها، منجر به از دست رفتن اعتماد سرمایه‌گذاران می‌شود و در بلندمدت بازدهی صندوق را کاهش می‌دهد. نظریه‌های اقتصاد اطلاعات و پژوهش‌های مربوط به افشای مالی نشان می‌دهند که شفافیت و صداقت در گزارش‌دهی از عوامل حیاتی عملکرد مثبت هستند.

نتایج تحقیق حاضر با بخشی از نتایج تحقیقات [لاکستوتین و همکاران \(۲۰۲۵\)](#)، [هوآنگ و نام \(۲۰۲۵\)](#)، [بنافی و همکاران \(۱۴۰۲\)](#) و [رحیمی و احمدی \(۱۴۰۲\)](#) همسو می‌باشد. [لاکستوتین و همکاران \(۲۰۲۵\)](#) به نقش عملکرد گذشته و ویژگی‌های شخصیتی مؤسس صندوق بر عملکرد صندوق تأکید داشتند. [هوآنگ و نام \(۲۰۲۵\)](#) در پژوهش خود نشان دادند که روش‌های سنتی که تا کنون برای ارزیابی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مورد استفاده قرار گرفته‌اند تنها به بررسی رفتار بازار و ترجیحات سرمایه‌گذاران پرداختند، در حالی که رفتارهای مدیران در ابعاد مختلف شخصیتی، بازاری و تجربه‌ای نیز از اهمیت بالایی برخوردار است. [بنافی و همکاران \(۱۴۰۲\)](#) خودشیفتگی و بیش اطمینانی مدیران را از جمله سویه‌های رفتاری مدیران دانستند و [رحیمی و احمدی \(۱۴۰۲\)](#) نیز نشان دادند که سویه‌های رفتاری مدیران بر هزینه‌های تحقیق و توسعه تأثیر مثبت و معناداری دارد.

پژوهش حاضر ضمن تأیید نقش پررنگ عوامل رفتاری در عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری، اهمیت نگاه ترکیبی به تصمیمات مدیران را برجسته می‌سازد؛ به این معنا که ترکیب ابزارهای مهندسی مالی با تحلیل‌های رفتاری می‌تواند فاصله بین تصمیمات واقعی و تصمیمات بهینه را کاهش دهد. بدین ترتیب، این پژوهش می‌تواند برای مدیران صندوق‌ها، سرمایه‌گذاران، نهادهای ناظر و سیاست‌گذاران مالی، راهنمای ارزشمندی برای بهبود فرآیند تصمیم‌گیری و ارتقای عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری فراهم آورد که در این راستا پیشنهادهای اعم از آموزش مدیران در خصوص خطاهای شناختی رایج (مثل اثر لنگر و نمایندگی ذهنی)؛ برگزاری کارگاه‌های مدیریت هیجان و طراحی مکانیسم‌های نظارتی برای جلوگیری از تصمیم‌گیری‌های احساسی به‌ویژه در شرایط پرنوسان بازار؛ استفاده از آزمون‌های روان‌سنجی و ارزیابی ویژگی‌های شخصیتی مدیران پیش از انتصاب در سمت مدیریت صندوق؛ طراحی چارچوب‌های مدیریت ریسک رفتاری و الزام به رعایت نسبت‌های مشخص ریسک-بازده در تصمیمات سرمایه‌گذاری؛ ارتقای سیستم‌های بازخورد در صندوق‌ها به‌طوری که تصمیمات گذشته به‌طور دقیق تحلیل و ارزیابی شوند، نه صرفاً بر اساس تجربه فردی؛ تقویت کانال‌های رسمی اطلاع‌رسانی و کاهش وابستگی مدیران به شبکه‌های غیررسمی یا روابط شخصی؛ استفاده از مدل‌های ارزیابی بلندمدت و تشویق مدیران به طراحی استراتژی‌های پایدار به جای تصمیمات کوتاه‌مدت؛ ایجاد فرهنگ نوآوری در تصمیم‌گیری و پرهیز از اتکای بیش از حد به استراتژی‌های گذشته یا تنوع‌بخشی افراطی؛ آموزش اخلاق حرفه‌ای و طراحی سازوکارهای نظارت بیرونی برای کاهش تضاد منافع فردی و سازمانی و توسعه سامانه‌های گزارش‌دهی شفاف، دقیق و به‌روز برای جلوگیری از انتخاب گزینشی داده‌ها یا تأخیر در افشا ارائه می‌شود. با وجود تلاش برای انجام نظام‌مند مراحل پژوهش، نتایج این مطالعه با برخی محدودیت‌ها نیز همراه است که توجه به آن‌ها در تفسیر یافته‌ها ضروری است. نخست، استفاده از روش دلفی اگرچه یکی از رویکردهای معتبر برای دستیابی به اجماع خبرگان در موضوعات اکتشافی محسوب می‌شود، اما ماهیت آن مبتنی بر قضاوت‌های تخصصی است و ممکن است تحت تأثیر برداشت‌ها و تجربیات فردی خبرگان قرار گیرد. دوم، جامعه خبرگان این پژوهش شامل ۲۰ نفر از

متخصصان حوزه صندوق‌های سرمایه‌گذاری بود که با وجود برخورداری از تجربه و دانش تخصصی، همچنان نماینده تمام دیدگاه‌های موجود در صنعت مدیریت دارایی نیستند و احتمال دارد برخی دیدگاه‌های متفاوت در نمونه‌های گسترده‌تر آشکار شود. سوم، چارچوب استخراج‌شده در این پژوهش بر پایه تحلیل کیفی و اجماع خبرگان شکل گرفته و هنوز در قالب یک مدل کمی مورد آزمون تجربی قرار نگرفته است؛ از این رو، میزان اثرگذاری و روابط میان سویه‌های شناسایی‌شده بر عملکرد واقعی صندوق‌ها نیازمند بررسی‌های تجربی بیشتر است. بر این اساس، پیشنهاد می‌شود پژوهش‌های آتی با بهره‌گیری از روش‌های کمی، چارچوب ارائه‌شده را در نمونه‌های بزرگ‌تر از مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مورد آزمون قرار دهند و از تکنیک‌هایی مانند مدل‌یابی معادلات ساختاری یا تحلیل عاملی برای اعتبارسنجی ساختار مفهومی سویه‌ها استفاده کنند. همچنین انجام مطالعات تطبیقی در میان انواع مختلف صندوق‌های سرمایه‌گذاری یا در بازارهای مالی متفاوت می‌تواند به بررسی میزان تعمیم‌پذیری نتایج کمک کند. افزون بر این، ترکیب داده‌های رفتاری مدیران با داده‌های واقعی عملکرد صندوق‌ها در دوره‌های زمانی مختلف می‌تواند درک دقیق‌تری از نحوه تأثیر سویه‌های رفتاری بر نتایج سرمایه‌گذاری فراهم آورد و زمینه توسعه مدل‌های پیش‌بینانه در این حوزه را مهیا سازد.

**تعارض منافع.** برای ارائه مطالب و نگارش این مقاله هیچ‌گونه کمک مالی از هیچ فرد، نهاد و سازمانی دریافت نشده است و نتایج و دستاوردهای این مقاله به نفع یا ضرر سازمان یا فردی خاص نخواهد بود. حضور نویسندگان در این پژوهش به عنوان شاهدی بی‌طرف ولی متخصص بوده است و نویسندگان هیچ‌گونه تعارض منافی ندارند.

## Reference

1. Agudelo Aguirre, R. A., & Agudelo Aguirre, A. A. (2024). Behavioral finance: Evolution from the classical theory and remarks. *Journal of Economic Surveys*, 38(2), 452-475.
2. Ahmad, Z., Ibrahim, H., & Tuyon, J. (2017). Institutional investor behavioral biases: syntheses of theory and evidence. *Management Research Review*, 40(5), 578-603.
3. Aren, S., Aydemir, S. D., & Şehitoğlu, Y. (2016). Behavioral biases on institutional investors: a literature review. *Kybernetes*, 45(10), 1668-1684.
4. Bahadoran Baghbadorani, A., Shajari, H. and Torabi, T. (2025). Identification and Validation of Barriers and Enabling Factors for Successful Implementation of Privatization through Exchange-Traded Funds (ETFs). *Financial Management Perspective*, 15(2), 125-148. [In Persian]
5. Banafi, M., Mousavi, S. E. and Ghayouri Moghadam, A. (2023). Investigating the effect of management behavioral strains on the relationship between financial statements entropy and stock returns. *Journal of Accounting Advances*, 15(1), 119-146. [In Persian]
6. Damoori, D., Momeni Safari Koochi, Z. and Ansari Samani, H. (2025). The Effect of Overconfidence of the Manager and Internal Financing on the Scale of Investment Efficiency. *Financial Management Perspective*, 14(48), 119-139. [In Persian]
7. Dhir, A., Koshta, N., Goyal, R. K., Sakashita, M., & Almotairi, M. (2021). The impact of managers' behavioral aspects on the optimistic tone of financial reporting. *Journal of Cleaner Production*, 280, 124269.
8. Ebrahim Nejad, A., Barakchian, S. M. and Moradian, H. (2022). Mutual Fund Transaction Costs and Their Effect on Funds Performance. *Financial Research Journal*, 24(1), 37-60. [In Persian]
9. Farhang, M. J., Setayesh, M., Valipour, H. and Tabibi, S. J. (2026). Examining the Picking and Timing skills of managers of mutual investment funds in Iran: Panel Smooth Transition Regression (PSTR). *Journal of Investment Knowledge*, 15(60), 141-167. [In Persian]
10. Golestani rad, M., Maleki Choobari, M. and kheradyar, S. (2025). Investigating The Partners Of Auditing Institutions Behavioral Biases and its effect On Professional Doubt and The Auditors' Opinions Quality In The Framework Of A Mixed Approach. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 16(61), 315-330. [In Persian]
11. Goyal, K., Kumar, S., & Xiao, J. J. (2021). Antecedents and consequences of Personal Financial Management Behavior: a systematic literature review and future research agenda. *International journal of bank marketing*, 39(7), 1166-1207.

12. Hossain, T., & Siddiqua, P. (2024). Exploring the influence of behavioral aspects on stock investment decision-making: a study on Bangladeshi individual investors. *PSU Research Review*, 8(2), 467-483.
13. Hwang, H. D., & Nam, H. (2025). Evaluating the performance of mutual funds using data envelopment analysis. *Economics Letters*, 250, 112258.
14. Jabal Ameli, A., Ebrahim Pourborujeni, M., Farzi, H. (2023). Mentalization and loss threshold in behavioral finance with Jabal Ameli chart approach. *First Conference on Applied Humanities Research in Management, Industrial Engineering, Economics and Accounting*. England, Leeds. [In Persian]
15. Karami Ardali, K., Marzban, H., Samadi, A. H. and nazemi, A. (2023). Role of Mutual funds in Economic Growth in Iran. *Economic Research and Perspectives*, 23(2), 67-90. [In Persian]
16. Kaviani, M., Fakhrehosseini, S. F. and Jafari, M. (2025). Analysis of feedback Trading of exchange-traded funds with emphasis on price Premium and price Discount in the Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, (Online publication). [In Persian]
17. Lakštutienė, A., Sutiene, K., Kabasinskas, A., Malakauskas, A., & Kopa, M. (2025). Investigating the impact of investment fund characteristics on their performance. *Engineering Economics*, 36(1), 96-112.
18. Landis, J. R., & Koch, G. G. (1977). An application of hierarchical kappa-type statistics in the assessment of majority agreement among multiple observers. *Biometrics*, 363-374.
19. Mabaso, C. M., & Manuel, N. (2024). Performance management practices in remote and hybrid work environments: An exploratory study. *SA Journal of Industrial Psychology*, 50(1), 1-13.
20. Majumdar, S., & Chandra, A. (2025). Behavioral traits of fund managers: a systematic literature review. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 17(1), 136-164.
21. Ofir, M., & Wiener, Z. (2025). Investor sophistication and the effect of behavioral biases in structured products investment. In *Behavioral Finance: Beyond the Basics* (pp. 93-129).
22. Osta, S., Parsafard, B. and Sheikhi, H. (2024). Investigating the Synchronization between the Return of Mutual Funds and Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Knowledge*, 11(3), 111-127. [In Persian]
23. Peón, D., & Antelo, M. (2021). The effect of behavioral biases on financial decisions. *ruc.udc.es*, 7(4), 5-24.
24. Rahimi, A. and Ahmadi, S. J. (2023). The effect of managers' behavioral patterns on research and development costs. *Journal of Accounting and Management Vision*, 6(85), 130-141. [In Persian]
25. Ranjan, R. (2025). Behavioural Finance in Banking and Management: A Study on the Trends and Challenges in the Banking Industry. *Asian Journal of Economics, Business and Accounting*, 25(1), 374-386.
26. Razavi, S. A. and Javadi, S. M. (2023). Evaluation of the performance of the Refinery Fund: Examining the challenges and providing solutions. *Monetary & Financial Economics*, 30(26), 243-279. [In Persian]
27. Sheikhy Parikhani, R. and Shariat Nalkiashari, B. (2025). The relationship between investor sentiment and the risk and performance of investment funds. *Journal of Accounting and Management Vision*, 7(98), 114-136. [In Persian]
28. Shi, C. (2025). Behavioral Finance and Factor Investing. *Available at SSRN 5137986*.
29. Suryani, L., Danang, D., & Rozikin, K. (2024). Explaining the relationship between financial leverage and risky investments with fund performance. *Journal of Engineering, Electrical and Informatics*, 3(3), 62-81.
30. Yang, Y., Obrenovic, B., Kamotho, D. W., Godinic, D., & Ostic, D. (2024). Enhancing job performance: The critical roles of well-being, satisfaction, and trust in supervisor. *Behavioral sciences*, 14(8), 688.