



<https://nmrj.ui.ac.ir/?lang=en>
New Marketing Reserch Journal
E-ISSN: 2228- 7744
Vol. 12, Issue 2, No.45, Summer 2022
Document Type: Research Paper
Received: 19/07/2021 Accepted: 19/02/2022

Designing a Model of Misbehavior due to Customers' Mental Biases in the Financial Industry: Bank and Stock Market Customers

Iman Amouei

PhD Candidate in Business Administration, Department of Management, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran
iman.amouei@ase.ui.ac.ir

Seyed Fathollah Amiri Aghdaie *

Associate Professor, Department of Management, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran
s.aghdaie@ase.ui.ac.ir

Azarnoush Ansari

Assistant Professor, Department of Management, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran
a.ansari@ase.ui.ac.ir

Abstract

Human behavior and decision-making processes have been the subject of studies by many researchers, especially in the field of marketing. Basically, the purpose of such studies is to identify the impact of psychological, behavioral, and cognitive aspects in decision making. In the framework of this view, a theoretical scientific framework was created that shows behavioral economics, which briefly aims to integrate psychological aspects in the decision-making process of economic and financial affairs. According to this study, the research conducted in this field aims to investigate the way people make decisions and how they interact or influence other people, organizations, markets, and society. On the other hand, the investment decision-making process (investor behavior) is influenced by various behavioral biases that deviate investors from rationality and cause irrational and illogical decisions. In fact, this field focuses on the behavior of investors and their decision-making process. Overconfidence, herding, anchoring, cognitive dissonance, availability bias, self-attribution, mental accounting, framing, and representative bias are a few of the biases that have a major impact on people's investment decisions.

The main goal of the current research is to identify and investigate the misbehavior of customers as a result of mental biases affecting them in the field of investment (in the bank and stock market),

*Corresponding author

2228- 7744/ © 2022 The Authors. Published by University of Isfahan

This is an open access article under the CC-BY-NC-ND 4.0 License (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>)



Doi: 10.22108/NMRJ.2022.129658.2502

which, based on existing studies and the reality of the capital market, is of great importance in the country's economic development. This research has been done using a mixed-methods approach (qualitative and quantitative). In the qualitative part, the research community includes experts (including professors and researchers in the field of customer behavior and behavioral economics, as well as managers and executive experts with membership in high levels of banking and stock exchange organizations) and informed customers (familiar with various investment methods and having at least 5 years of investment activity). Sampling has been done in a purposeful or judgmental way (using people who have sufficient expertise and necessary information in the field of research) with 17 people. Also, the theme analysis approach has been used to analyze and systematically code qualitative data and develop themes. The data collection method in this section is semi-structured in-depth interviews (to discover and confirm the final components and their relationships). The content validity ratio of CVR has been also measured for interview questions by using the opinions of 10 experts. According to Lawshes' opinion, after modifying, deleting, or merging questions with lower than acceptable CVR, the calculated CVR for the final questions of the questionnaire was larger than or equal to 0.65 (higher than 0.62). For measuring the reliability of the interviews Cohen's kappa coefficient and formula were also used, which was measured at 0.55 in this research, according to the guide table of Landis and Koch's was considered higher than average. In the quantitative part of the research, the statistical population is all clients of investment services of Tehran's Banks and Stock Exchange, and a sample of 384 people (based on Cochran's formula for unlimited societies) has been examined (351 people electronically and 33 people by paper and telephone for access to the desired sample were questioned). The method used for data analysis and model testing in this section is structural equation modeling, which was modeled and implemented using Amos software. The data collection tool was a 30-question Likert scale questionnaire. In order to confirm the construct validity, Bartlett's level of significance must be less than 5 percent, which in this study 'zero' is confirmed. The sampling adequacy statistic is 0.685. It should be noted that the reliability of the entire questionnaire was acceptable with a rate of 0.894, but the anchoring component was removed from the analysis due to an alpha of 0.6 (lower than 0.7).

The final result of the current research indicates the existence of 3 categories of mental biases among customers of the financial services industry, and a new group of factors called 'value or belief biases' was discovered and investigated for the first time in this research. In general, in this research, in addition to identifying 5 types of misbehavior among customers, all mental biases of financial service customers (stock market and bank) were categorized into three groups: judgmental or cognitive biases, sensory or preference biases, and value or belief biases.

Keywords: Customer Misbehavior, Mental Bias, Cognitive Bias, Sensory Bias, Belief Bias.

References

- Aigbovo O., & Ilaboya O. J. (2019). Does behavioural biases influences individual investment decisions. *Journal of Management Science Review*, 10(1), 68-89
- Barberis, N. (2002). *A survey of behavioral finance*. National Bureau of Economic Research.
- Costa, D. F., Carvalho, F. D. M., & Moreira, B. C. D. M. (2018). Behavioral economics and behavioral finance: A bibliometric analysis of the scientific fields. *Journal of Economic Surveys*, 33(1), 3-24.

- Grinblate, M., & Han, B. (2005). Prospect theory, mental accounting and momentum. *Journal of Financial Economics*, 78(2), 311–339.
- Hursh, S. R., & Roma, P. G. (2016). Behavioral economics and the analysis of consumption and choice. *Journal of Managerial and Decision Economics*, 37(4-5), 224–238.
- Jahanmiri, M., Roodposhti, F. R., & Nikoomaram, H. (2018). Anchoring bias a criterion for explain profitability of 52-weeks high and momentum strategies. *Pacific Business Review International Journal*, 10(7), 115-124.
- Joo, B. A., & Durri, K. (2017). Influence of overconfidence, optimism and pessimism on the rationality of the individual investors: An empirical analysis. *Pacific Business Review International Journal*, 9(12), 7-13.
- Kahneman, D., & Reipe, M. W. (2004). Aspects of investor psychology. *Journal of Portfolio Management*, 24(4), 52-64
- Karimi, K., & rahnamaroodposhti, F. (2015). *Behavioral biases and earning management*. PhD Thesis, Islamic Azad University, Science and Research Branch, Tehran.
- Koesrindartoto, P. D., Aaron, A., Yusgiantoro, I., Dharma, W. A., & Arroisi, A. (2020). Who moves the stock market in an emerging country–Institutional or retail investors?. *Journal of Research in International Business and Finance*, 51, 101061
- Liu, J., Jin, X., Wang, T., & Yuan, Y. (2015). Robust multi-period portfolio model based on prospect theory and ALMV-PSO algorithm. *Journal of Expert Systems with Applications*, 42(20), 7252-7262.
- Madaan, G., & Singh, S. (2019). An analysis of behavioral biases in investment decision-making. *International Journal of Financial Research*, 10(4), 55-67.
- Magoon, M., & Hursh, S. R. (2011). The behavioral economics of transportation travel time, mode choice and carbon impact. In *5th annual Behavior, Energy and Climate Change Conference (BECC)*. Washington, DC. Available at: [http://www.stanford.edu/group/peec/cgibin/docs/events/2011/becc/presentations/9%20The %20 Behavioral %20Economics %20-%20Mike %20Magoon .pdf](http://www.stanford.edu/group/peec/cgibin/docs/events/2011/becc/presentations/9%20The%20Behavioral%20Economics%20-%20Mike%20Magoon.pdf)
- Mertzanis, C., & Allam, N. (2018). Political instability and herding behaviour: Evidence from Egypt's stock market. *Journal of Emerging Market Finance*, 17(1), 29-59.
- Mushinada, V. N. C., & Veluri, V. S. S. (2018). Investors overconfidence behaviour at Bombay stock exchange. *International Journal of Managerial Finance*, 14(5), 613-632.
- Niehaus, G., & Shrider, D. (2014). Framing and the disposition effect: Evidence from mutual fund investor redemption behavior. *Journal of Quantitative Finance*, 14(4), 683-697.
- Pompian, M. (2012). *Behavioral finance and investor types: Managing behavior to make better investment decisions*. New York: John Wiley & Sons.
- Qawi, B. R. (2010). Behavioral finance: Is investor psyche driving market performance?. *The IUP Journal of Behavioral Finance*, 7(4), 7-19
- Razek, Y. H. (2011). An overview of behavioral finance and revisiting the behavioral life cycle hypothesis. *The IUP Journal of Behavioral Finance*, 8(3), 7-24.
- Rehan, R., & Umer, I. (2017). Behavioural biases and investor decisions. *Journal of Market Forces*, 12(2), 12-20.
- Rockenback, B. (2004). The behavioral relevance of mental accounting for the pricing of financial options. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 53(4), 513-527.

- Shafi, M. (2014). Determinants influencing individual investor behavior in stock market: A cross country research survey. *Arabian Journal of Business and Management Review*, 2(1), 60-71.
- Shah, S. Z. A., Ahmad, M., & Mahmood, F. (2018). Heuristic biases in investment decision-making and perceived market efficiency: A survey at the Pakistan stock exchange. *Journal of Qualitative Research in Financial Markets*, 10(1), 85-110.
- Shefrin, H. (2001). Some new evidence on eva companies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(1), 32-42.
- Shin, H., & Park, S. (2018). Do foreign investors mitigate anchoring bias in stock market? Evidence based on post-earnings announcement drift. *Pacific Basin Finance Journal*, 48, 224-240
- Singh, S. (2016). The role of behavioral finance in modern age investment. *Pacific Business Review International Journal*, 1(1), 234-240.
- ul Abdin, S. Z., Farooq, O., Sultana, N., & Farooq, M. (2017). The impact of heuristics on investment decision and performance: Exploring multiple mediation mechanisms. *Journal of Research in International Business and Finance*, 42, 674-688.
- Walters, D. J., Fernbach, P. M., Fox, C. R., & Sloman, S. A. (2016). Known unknowns: A critical determinant of confidence and calibration. *Journal of Management Science*, 63(12), 4298-4307.
- Yu, H., Dan, M. H., Ma, Q., & Jin, J. (2018). They all do it, will you? Event related potential evidence of herding behavior in online peer-to-peer lending. *Journal of Neuroscience Letters*, 681, 1-5.

مقاله پژوهشی

طراحی مدل کج رفتاری ناشی از سوگیری‌های ذهنی مشتریان در صنعت مالی؛ مطالعه موردی: مشتریان بانک و بورس

ایمان عمویی^۱، سید فتح الله امیری عقدایی^{۲*}، آذرنوش انصاری^۳

۱- دانشجوی دکتری بازاریابی، گروه مدیریت، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران

۲- دانشیار گروه مدیریت، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران

s.aghdaie@ase.ui.ac.ir

۳- استادیار گروه مدیریت، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران

چکیده

هدف اصلی پژوهش حاضر، شناسایی و بررسی کج رفتاری‌های مشتریان در نتیجه سوگیری‌های ذهنی مؤثر بر آنها در زمینه سرمایه گذاری (در بانک و بورس) است که براساس مطالعات موجود و واقعیت بازار سرمایه اهمیت زیادی در مسیر توسعه اقتصادی کشور دارد. این پژوهش به روش آمیخته (کیفی و کمی) انجام شده است. پس از مطالعه و گردآوری مصادیق کج رفتاری و سوگیری‌های ذهنی مؤثر بر کج رفتاری مشتریان و سرمایه گذاران از طریق منابع علمی و انجام مصاحبه‌های عمیق نیمه ساختاریافته با ۱۷ صاحب نظر و تحلیل آن به شیوه تحلیل مضمون، پرسشنامه‌ها بین مشتریان خدمات سرمایه گذاری (بانک و بورس) توزیع و جمع آوری شد که از طریق تحلیل عاملی اکتشافی و با کمک نرم افزارهای SPSS 22 و AMOS 24 داده‌های جمع آوری شده (۳۸۴ پرسشنامه) تحلیل شد. به عبارت دیگر، پس از تعیین مصادیق کج رفتاری مشتریان با کمک خبرگان، سوگیری‌های ذهنی که به وقوع این کج رفتاری‌ها در حوزه خدمات سرمایه گذاری منجر می شود، شناسایی و مطالعه و دسته بندی شدند. نتایج پژوهش حاضر حاکی از وجود ۳ دسته سوگیری ذهنی در بین مشتریان صنعت خدمات مالی است که گروه جدیدی از عوامل با عنوان «سوگیری‌های ارزشی یا اعتقادی» در این پژوهش برای نخستین بار کشف و بررسی شد. به طور کلی، در این پژوهش علاوه بر شناسایی ۵ نوع کج رفتاری در بین مشتریان، همه سوگیری‌های ذهنی مشتریان خدمات مالی (بورس و بانک) در سه گروه سوگیری‌های قضاوتی یا شناختی، سوگیری‌های حسی یا ترجیحی و سوگیری‌های ارزشی یا اعتقادی دسته بندی شدند.

کلید واژه‌ها: کج رفتاری مشتریان، سوگیری ذهنی، سوگیری شناختی، سوگیری حسی، سوگیری اعتقادی

۱- مقدمه

موضوع و مسئله حاضر با توجه به شرایط پیچیده امروز در تصمیم‌گیری، و نقش و سهم رفتار مشتریان در تصمیمات مربوط به کسب و کار و امور سازمان‌های هدف انتخاب شده است. موفقیت شرکت‌ها و سازمان‌ها در پاسخ‌گویی به نیازهای مشتریان در گرو تحلیل درست و دقیق رفتار مشتریان و حتی پیش‌بینی صحیح آن است. یکی از مسائل مهم و تأثیرگذار در سیاست‌گذاری‌های کلان تنظیم بازار به ویژه بازارهای مالی، بحث کج‌رفتاری مشتریان است. البته عمده مطالعات مربوط به حوزه کج‌رفتاری در حیطه کارمندان (سوءرفتار کارمندان) انجام شده و تا به حال تعریف جامع و دقیقی از کج‌رفتاری مشتریان (با مفهوم رفتار غیرعقلایی) ارائه نشده است. بعضی از این تعاریف آن‌چنان متفاوت هستند که گاهی کج‌رفتاری مشتری، واقعیتی انکارناپذیر و طبیعی تعریف شده و گاهی مشکلی اساسی و غیرقانونی برای یک صنعت یا جامعه در نظر گرفته شده که باید با آن مقابله شود؛ بنابراین، با توجه به اینکه مطالعاتی که تاکنون به این مفهوم پرداخته‌اند، تقریباً بدون این رویکرد بوده‌اند و مدل مشخصی از این پدیده با مفهوم مورد نظر ارائه نداده‌اند، مسئله اصلی این پژوهش پرداختن به مصادیق کج‌رفتاری است؛ به طوری که با بررسی عوامل مؤثر بتوان تحلیل بهتری از آن ارائه کرد.

رفتار انسان و فرایندهای تصمیم‌گیری موضوع مطالعات بسیاری از پژوهشگران بوده است. اساساً هدف، تشخیص تأثیر جنبه‌های روان‌شناختی، رفتاری و شناختی در تصمیم‌گیری است. در چهارچوب این دیدگاه، یک چهارچوب علمی نظری ایجاد شد که مبنی

اقتصاد رفتاری است که به طور خلاصه هدف آن ادغام جنبه‌های روان‌شناختی در فرایند تصمیم‌گیری امور اقتصادی و مالی است. با توجه به این مطلب، پژوهش‌های انجام شده در این زمینه با هدف بررسی نحوه تصمیم‌گیری افراد و نحوه تعامل یا تأثیرگذاری آنها بر سایر افراد، سازمان‌ها، بازارها و جامعه است (کاستا و همکاران^۱، ۲۰۱۸). از طرف دیگر، سرمایه‌گذاران حقیقی (اشخاص)، به دلیل پس‌انداز مناسبشان نقشی مهم و اثرگذار در بازار سرمایه ایفا می‌کنند (شافی^۲، ۲۰۱۴). امروزه پژوهش‌ها در بازار سرمایه نسبت به چند دهه گذشته تغییر زیادی کرده است. برای مثال، از نظر واحد آنالیز، مشخص است که تمرکز تجزیه و تحلیل پژوهش‌های جاری از بازار کل به نوع خاصی از رفتار سرمایه‌گذار یا مشتریان تجاری تغییر یافته است. به عبارت دیگر، امروزه رفتار سرمایه‌گذاران خرد در بازار سرمایه بسیار مؤثر و میزان معاملات آنها نیز در اقتصاد زیاد است (کوزریندارتوتو و همکاران^۳، ۲۰۲۰).

حوزه اقتصاد رفتاری و به طور خاص، مالی رفتاری مطالعاتی را در بر می‌گیرد که چگونگی تأثیر روان‌شناسی بر بازارهای مالی و تصمیم‌گیری مالی را بررسی می‌کند (مادان و سینگ^۴، ۲۰۱۹ و شفرین^۵، ۲۰۰۱) و پدیده جدیدی در بازارهای مالی محسوب می‌شود که در پاسخ به موانع موجود در بازار مالی سنتی پدید آمده است؛ زیرا در بازارهای مالی سنتی، بازیگران کاملاً منطقی نبودند (باربریز^۶، ۲۰۰۲). این مطالعات حاکی از آن است که

1. Costa, Carvalho & Moreira
2. Shafi
3. Koesrindartotoa, Aarona, Yusgiantorob, Dharmaa & Arroisi
4. Madaan & Singh
5. Shefrin
6. Barberis

نشان دهد و بررسی کج رفتاری در چنین صنایعی (صنایع خدمات مالی و سرمایه‌گذاری) هم مورد تأکید پژوهشگران این حوزه است، هم اینکه فهم بهتر و پیش‌بینی آن در صنایع مالی یک کشور، به بهبود وضعیت اقتصاد آن کشور کمک بیشتری می‌کند. همچنین، بانک و بورس به‌عنوان محورهای اصلی سرمایه‌گذاری در ایران به‌عقیده بسیاری از کارشناسان و صاحب‌نظران، مدت زیادی است که از رفتارهای غیرعقلایی مردم رنج می‌برند. البته این خصوصیت منحصر به ایران نیست؛ اما پرداختن به مصادیق کج رفتاری، همچنین عوامل مؤثر بر آن، به‌ویژه سوگیری‌های ذهنی مؤثر بر آن به‌طور حتم به نتایج و ارائه راهکارهای کاربردی و مفید برای ارکان سیاست‌گذار و تصمیم‌گیر منجر می‌شود. بررسی‌های اولیه حاکی از آن است که عوامل گوناگون و شناخته‌نشده‌ای بر تصمیمات سرمایه‌گذاران ایرانی تأثیرگذارند که در این پژوهش سعی بر آن است تا با بررسی پژوهش‌های علمی موجود و مصاحبه‌های عمیق با خبرگان و مشتریان منتخب، به ارائه مدل جدیدی از سوگیری‌های ذهنی مؤثر بر کج رفتاری سرمایه‌گذاران پرداخته شود. با مطالعه پژوهش‌های گذشته مشخص می‌شود که سوگیری‌های ذهنی متنوع و گوناگونی بر رفتار غیرعقلایی مشتریان تأثیرگذار است؛ اما از آنجا که عمده پژوهش‌ها به‌طور کلی سوگیری‌ها را در فرایند تصمیم‌گیری بررسی کرده و صنعت مشخصی بررسی نشده است، این پژوهش در پی آن است که به‌طور خاص رفتار مشتریان در صنعت مالی (به‌عنوان یکی از صنایع پیشران اقتصاد کشور) را بررسی کند و کج رفتاری مشتریان و سوگیری‌های ذهنی در

ژنتیک انسانی به‌گونه‌ای است که باعث می‌شود در شرایط چالش‌برانگیز افراد بیشتر براساس احساسات عمل کنند تا براساس عقل (قاوی^۱، ۲۰۱۰).

در این پژوهش نیز با توجه به مدل‌ها و دسته‌بندی‌های متعدد و گوناگون پژوهشگران در سطح دنیا، ابعاد گوناگون سوگیری‌های ذهنی مشتریان و دسته‌بندی جدیدی از آن ارائه شده است که در بازار خدمات سرمایه‌گذاری ایران به آن توجه شده است. به‌عبارت دیگر، چالش اصلی و مورد بحث در این پژوهش، دست‌یابی به عوامل ذهنی یا سوگیری‌های ذهنی جدید مؤثر بر رفتار غیرمنطقی و غیرعقلایی مشتریان در خدمات سرمایه‌گذاری است؛ زیرا به نظر می‌رسد علاوه بر موارد ذکر شده در پژوهش‌های گوناگون، در هر کشور با فرهنگ و ساختار متفاوت، عوامل ذهنی متعدد و گوناگونی می‌تواند وجود داشته باشد که متناسب با آن کشور و فرهنگ بر ذهن و در نهایت رفتار مردم تأثیرگذار است. از آنجا که بررسی رفتار و متغیرهای روان‌شناختی مشتریان بازار سرمایه (به‌طور ویژه بورس و بانک به‌عنوان دو ارائه‌دهنده بزرگ خدمات سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران) اهمیت زیادی در حوزه‌های بازاریابی و اقتصاد رفتاری دارد، این پژوهش نیز به دنبال شناخت بهتر کج رفتاری مشتریان و همچنین شناسایی عوامل روان‌شناختی و سوگیری‌های ذهنی مؤثر بر کج رفتاری مشتریان این نوع خدمات پرداخته است. از این جهت خدمات صنعت مالی (بانک و بورس) برای مطالعه در این پژوهش انتخاب شده است که این نوع خدمات می‌تواند کج رفتاری مشتریان و تأثیر و پیامدهای آن را به‌وضوح

آزمایشگاهی بررسی شد و سعی بر آن بود که درک تقاضا و انتخاب مصرف کنندگان بهتر صورت پذیرد (هارش و روما^۱، ۲۰۱۶). بهره‌گیری عملی از این شیوه‌ها زمینه‌ای را برای پژوهش‌های آماری فراهم آورده تا پیامدهای سیاست‌های عمومی که به دنبال تأثیرگذاری بر رفتار اقتصادی مردم و تصمیم‌گیری مصرف کنندگان هستند، بررسی شود (هارش و روما، ۲۰۱۶؛ ماگون و هارش^۲، ۲۰۱۱).

این پژوهش نیز با بهره‌گیری از مفاهیم اقتصاد رفتاری، به‌ویژه مطالعاتی که در حوزه مالی رفتاری با موضوع سوگیری‌های ذهنی انجام گرفته است، سعی در تبیین اثرگذاری این سوگیری‌ها بر کج رفتاری مشتریان خدمات سرمایه‌گذاری دارد.

۲-۱- کج رفتاری

منظور از کج رفتاری، انحراف از تصمیم‌گیری‌های درست و بهینه است. به دلیل محدودیت زمان و منابع شناخت، نمی‌توان داده‌های جمع‌آوری شده از محیط را به‌طور بهینه تجزیه و تحلیل کرد؛ بنابراین، ذهن انسان به‌طور طبیعی از محاسبات ساده و سرانگشتی استفاده می‌کند. اگر از روش‌های ابتکاری به‌طور مناسب استفاده شود، ممکن است مؤثر واقع شود. در غیر این صورت، خطاها و کج رفتاری‌های اجتناب‌ناپذیری پیش خواهند آمد و ممکن است افراد در فرایند تفکر و تصمیم‌گیری دچار اشتباهاتی شوند (کریمی و رهنما رودپشتی، ۲۰۱۵). مطالعات مختلفی درباره انواع خطاهای ذهنی و ادراکی و همین‌طور نحوه تأثیر این

تصمیم‌گیری‌های مالی و سرمایه‌گذاری را تحلیل کند. باتوجه به مصاحبه‌های عمیق صورت گرفته، پژوهشگران در پی کشف عوامل جدید و سوگیری‌هایی بودند که در پژوهش‌های پیشین به آن پراخته نشده بود. همان‌طور که در ادامه نیز آمده است، باتوجه به ویژگی‌های فرهنگی و اعتقادی کشورمان، سوگیری ارزشی و اعتقادی به‌عنوان مؤلفه کشف شده در این پژوهش، تأثیر عمده‌ای بر کج رفتاری مشتریان خدمات سرمایه‌گذاری دارد که در این پژوهش برای نخستین بار به آن پرداخته شده و دسته‌بندی جدیدی از انواع سوگیری‌های ذهنی مؤثر بر مشتریان خدمات مالی و سرمایه‌گذاری ارائه شده است. همچنین، مصادیق کج رفتاری مشتریان در صنعت مالی برای نخستین بار با کمک مصاحبه‌های عمیق نیمه‌ساختاریافته با خبرگان و صاحب‌نظران در این پژوهش ارائه شده است که بیانگر رفتارهای غیرعقلایی مشتریان خدمات مالی یا سرمایه‌گذاران ایرانی است.

باتوجه به مطالب ذکر شده، پرسش اصلی این است که کدام سوگیری‌های ذهنی بر کج رفتاری در بین مشتریان خدمات سرمایه‌گذاری (بانک و بورس) تأثیر گذارند.

۲- مفاهیم، دیدگاه‌ها و مبانی نظری

رشته‌های نسبتاً جدید اقتصاد رفتاری و مالی رفتاری، تلاش نظام‌مندی را برای به کارگیری علم رفتار جهت درک بهتر داده‌های اقتصادی و مالی انجام داده‌اند؛ به طوری که می‌توان گفت این تلاش‌ها را برای نخستین بار اسکینر (۱۹۵۳) انجام داده است. در این بررسی‌ها و مطالعات، مصرف طیف وسیعی از کالاهای در بین مصرف کنندگان در محیطی

1 . Hursh & Roma

2 . Magoon & Hursh

خطاها بر تصمیم‌گیری‌های اشتباه مالی انجام شده است که در این پژوهش به آنها نیز پرداخته می‌شود.

۲-۲- سوگیری‌های ذهنی (تورش‌های رفتاری)

فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری (رفتار سرمایه‌گذار) تحت تأثیر تورش‌های رفتاری مختلفی قرار می‌گیرد که سرمایه‌گذاران را از عقلانیت منحرف می‌کند و باعث تصمیم‌گیری غیرمنطقی و غیرعقلایی می‌شود (نیهاوس و شرایدر^۱، ۲۰۱۴). درحقیقت، این حوزه بر رفتار سرمایه‌گذاران و فرایند تصمیم‌گیری آنها تمرکز دارد (لیو و همکاران^۲، ۲۰۱۵). فرااعتمادی^۳، متحدشدن (هم‌رنگی)^۴، لنگرانداختن^۵، ناهماهنگی شناختی^۶، خطای دسترسی^۷، خوداسنادی^۸، حسابداری ذهنی^۹، خطای شکل یا چهارچوب‌گرایی^{۱۰} و خطای نمایندگی^{۱۱} موارد معدودی از تورش‌هایی هستند که تأثیر عمده‌ای بر تصمیم‌گیری در حوزه سرمایه‌گذاری افراد دارند (سینگ^{۱۲}، ۲۰۱۶). در ادامه به انواع خطاها و سوگیری‌های فکری و رفتاری اشاره می‌شود که در منابع علمی گوناگون ذکر شده است.

پمپین انواع تورش‌ها و سوگیری‌های ذهنی را در دو طبقه کلی شناختی و عاطفی دسته‌بندی کرده است:

1. Niehaus & Shrider
2. Liu, Jin, Wang & Yuan
3. Overconfidence
4. herding
5. anchoring
6. cognitive dissonance
7. availability bias
8. self-attribution
9. mental accounting
10. framing
11. representative bias
12. Singh

الف) خطاهای شناختی (ناشی از قضاوت‌ها و استدلال‌های نادرست): خطای اطمینان بیش‌ازحد، خطای دسترسی، خطای محافظه‌کاری، خطای حسابداری ذهنی، خطای پس‌بینی (ادراک پس از وقوع)، خطای ناهماهنگی شناختی، خطای تأیید و تصدیق، خطای خوداسنادی، خطای ابهام‌گریزی، خطای تازه‌گرایی، خطای چهارچوب‌گرایی، خطای نمایندگی، خطای تکیه‌کردن و سازش، خطای توهم کنترل؛

ب) خطاهای عاطفی (ناشی از بروز احساسات): خطای خودکنترلی، خطای خوش‌بینی و بدبینی، خطای پشیمان‌گریزی، خطای زیان‌گریزی، خطای بخشش، خطای وضع موجود (پمپین^{۱۳}، ۲۰۱۲).

کانمن و ریپ نیز تورش‌ها و سوگیری‌های ذهنی را در سه دسته و با ابعاد گوناگون معرفی کردند:

الف) خطاهای قضاوتی: خطای اطمینان بیش‌ازحد - خطای خوش‌بینی و بدبینی - خطای پس‌بینی (ادراک پس از وقوع) - خطای واکنش افراطی به وقایع تصادفی؛

ب) خطاهای ترجیحی: خطای توزین غیرخطی احتمالات - خطای ابهام در روند تغییرات ارزش - خطای استفاده از قیمت خرید به‌عنوان نقطه مرجع - خطای تمایل به دیدگاه کوتاه‌مدت به‌جای بلندمدت - خطای جذابیت در شرط‌بندی - خطای تمایل به تکرار ریسک و شرط‌بندی - خطای چهارچوب‌گرایی بسته؛

ج) خطاهای نتایج تصمیم: خطای پشیمان‌گریزی - خطای ضرر و زیان‌گریزی (کانمن و ریپ^{۱۴}، ۲۰۰۴).

همان‌طور که پیش‌تر به آن اشاره شد، بیش از ۲۰

الام^۵، ۲۰۱۸). رفتار هم‌رنگی، پدیده‌ای معمول در بازارهای مالی است. این پدیده، تمایلی رایج در طبیعت انسانی است که در هنگام شرایط متلاطم در بازارهای مالی، رفتار دیگران مشاهده و تقلید خواهد شد (یو و همکاران^۶، ۲۰۱۸).

۲-۲-۳- سوگیری لنگرانداختن: لنگرانداختن

یکی از موضوعاتی است که بیشترین پژوهش‌های حوزه روان‌شناسی در بحث تورش رفتاری در آن باب انجام شده است (شین و پارک^۷، ۲۰۱۸). این تورش به‌عنوان تورش شناختی تعریف می‌شود و نشان می‌دهد که گرایش معمول انسان‌ها، وابستگی گسترده‌ای به اولین اطلاعات دریافتی در هنگام تصمیم‌گیری دارد (سینگ، ۲۰۱۶؛ شین و پارک، ۲۰۱۸). پژوهش‌ها نشان می‌دهد که لنگرانداختن بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران یا معامله‌گران فردی تأثیر منفی دارد (شاه، احمد و محمود^۸، ۲۰۱۸). تورش لنگرانداختن معیاری برای تحلیل بازده سهام یا سودآوری است که با توجه به رویکرد رفتاری در شرایط نامطمئن بررسی می‌شود (جهانمیری^۹، ۲۰۱۸).

۲-۲-۴- سوگیری ادراکی یا پس‌بینی: این

تورش هنگامی اتفاق می‌افتد که مردم حوادث گذشته را پیش‌بینی‌شدنی، معقول و منطقی بدانند. مردم تمایل دارند پیش‌بینی‌های خود درباره آینده را دقیق‌تر از آنچه در واقعیت است، به خاطر بسپارند؛ زیرا نسبت به آنچه در واقع اتفاق افتاده است، نگاهی مغرضانه دارند. تورش ادراکی ناشی از انگیزش و شهود است و ممکن

نوع تورش رفتاری وجود دارد که با توجه به پژوهش‌های گوناگون و منابع علمی موجود، به برخی موارد به‌عنوان مهم‌ترین سوگیری‌ها و خطاهای ذهنی و رفتاری مشتریان خدمات سرمایه‌گذاری بیشتر پرداخته می‌شود.

۲-۲-۱- سوگیری فرااعتمادی یا اعتماد

بیش از حد: فرااعتمادی یک ویژگی روان‌شناختی است که تأثیر بسزایی در تصمیمات سرمایه‌گذاری فردی دارد. این تصمیمات می‌تواند در حوزه بازار سهام یا سایر سرمایه‌گذاری‌ها باشد (جو^۱، ۲۰۱۷). پژوهشگران استدلال می‌کنند که تورش فرااعتمادی با بی‌توجهی به ناشناخته‌ها ایجاد می‌شود (والترز و همکاران^۲، ۲۰۱۶). واکنش زیادی که سرمایه‌گذاران در فرااعتمادی از خود نشان می‌دهند، با توجه به توانایی آنها در فهم و درک و پردازش اطلاعات است (موشیندا و ولوری^۳، ۲۰۱۸). البته برخی پژوهشگران معتقدند که فرااعتمادی می‌تواند پیشگویی درستی از عملکرد سرمایه‌گذاران فردی داشته باشد و به دنبال آن ناهنجاری‌های بازار را پیش‌بینی کند (آبدین و همکاران^۴، ۲۰۱۷).

۲-۲-۲- سوگیری تمایل به هم‌رنگی: در

تورش تمایل به هم‌رنگی، سرمایه‌گذاران در انتخاب سرمایه‌گذاری به صورت منطقی عمل نمی‌کنند؛ از این رو، آنها تمایل به محدود کردن تصمیمات خود و پیروی از دیگران دارند. در شرایط آشفتگی بازار مانند وجود حباب قیمتی و شایعات، تمایل به هم‌رنگی تأثیر عمیق‌تری در رفتار مشتریان خواهد داشت (مرتزانیس و

5. Mertzanis & Allam

6. Yu, Dan, Ma & Jin

7. Shin, H., & Park

8. Shah, Ahmad & Mahmood

9. Jahanmiri

1. Joo

2. Walters, Fernbach, Fox & Sloman

3. Mushinada & Veluri

4. Abdin, Farooq, Sultana & Farooq

می‌دهند شدیداً از ضرر دوری کنند تا بخواهند سودی کسب کنند. در این تورش مردم ترجیح می‌دهند سرمایه‌دچار ضرر شده را نگه دارند؛ حتی اگر شانس‌ی در برگشت آن نباشد یا مقدار کمی بازگشت داشته باشد. در نتیجه، افراد ممکن است سرمایه‌گذاری دچار ضرر را بیشتر از آنچه توجیه تحلیلی و منطقی داشته باشد، نگه دارند (آیگبوو و ایلابویا، ۲۰۱۹).

۲-۲-۷- سوگیری پشیمانی گریزی: تورش پشیمانی گریزی یک تورش احساسی است که در آن مردم از ترس اینکه تصمیم‌گیری آنها نتیجه بدی داشته باشد، دست به عمل نمی‌زنند (رازک^۴، ۲۰۱۱).

۲-۳- پیشینه تجربی

برای فهم بهتر و نگاه کلی به سوگیری‌های ذهنی که تا به حال پژوهشگران مختلف ارائه کرده‌اند، در جدول زیر به جمع‌بندی مطالب و نتایج سایر پژوهش‌ها پرداخته شده است:

است حاصل استدلال تحت تأثیر احساسات باشد (پمپین، ۲۰۱۲).

۲-۲-۵- سوگیری خوداسنادی: در تورش خوداسنادی، افراد موفقیت‌ها را به جنبه‌های ذاتی خود مانند دوران‌دیشی یا استعداد نسبت می‌دهند؛ در حالی که شکست‌ها را به عوامل بیرونی مثل بدشانسی نسبت می‌دهند؛ بنابراین، در تورش خوداسنادی، افراد بعد از دوره سرمایه‌گذاری موفق، آن را از تیزهوشی خود می‌دانند تا از عوامل خارج از کنترل خود (آیگبوو و ایلابویا^۱، ۲۰۱۹).

۲-۲-۵- حسابداری ذهنی: حسابداری ذهنی چهارچوبی فراهم می‌کند تا تصمیم‌گیران بتوانند مجموعه‌ای از نقاط مرجع را برای هر حساب تهیه کنند، سود و زیان آن را تعیین کنند و سپس با استفاده از نظریه انتخاب تفاوت بین انواع حساب‌ها را مشاهده کنند و در نهایت تصمیم‌گیری کنند (گرینبلات و هان^۲، هان^۲، ۲۰۰۵). حسابداری ذهنی بر این دلالت دارد که افراد تمایل دارند تصمیم‌گیری درباره مسائل مختلف مالی را در حساب‌های ذهنی جداگانه انجام دهند. بدون در نظر گرفتن این فرض منطقی که بهتر است تمامی این تصمیم‌گیری‌ها را در یک پرتفوی اتخاذ کنند، حسابداری ذهنی عملاً تعامل بین تصمیم‌گیری‌های مختلف را نادیده می‌گیرد (روکن بک^۳، ۲۰۰۴).

۲-۲-۶- سوگیری ضرر و زیان گریزی: درد ضرر کردن بیشتر از لذت کسب سود در همان مقدار پول است. در نظریه چشم‌انداز، تورش ضرر و زیان گریزی هنگامی اتفاق می‌افتد که مردم ترجیح

1. Aigbovo & Ilaboya
2. Grinblate & Han
3. Rockenback

4. Razek

جدول ۱: انواع سوگیری‌ها در پژوهش‌های گذشته

سوگیری	پژوهشگران	سوگیری	پژوهشگران
رویدادگرایی	کوپر، گوتیرز و مارکیوم (۲۰۰۵)	فرااعتمادی	کلارک و استمن (۲۰۰۰)، باربر و اودین (۲۰۰۱)، سینگ (۲۰۱۶)، پمپین (۲۰۱۲)، کانمن و ریپ (۲۰۰۴)
کوتاه‌نگری	بنارتزی و تالر (۲۰۰۴)	خوداسنادی	دان (۱۹۸۹)، گرویس و اودین (۲۰۰۱)، سینگ (۲۰۱۶)، پمپین (۲۰۱۲)
توان‌پنداری	فلنر (۲۰۰۴)	باورگرایی	استمن و فیشر (۲۰۰۰)
بهبینه‌بینی	لوت‌جی و من‌هاف (۲۰۰۴)	زبان‌گزینی	بنارتزی و تالر (۱۹۹۵)، پمپین (۲۰۱۲)، کانمن و ریپ (۲۰۰۴)
تازه‌گرایی	مانتیر (۲۰۰۳)	پشیمان‌گزینی	استمن و شفرین (۱۹۸۴)، پمپین (۲۰۱۲)، کانمن و ریپ (۲۰۰۴)
داشته‌بیش‌نگری	لیست (۲۰۰۳)	شکل‌گرایی	کانمن و تورسکی (۱۹۸۴)، سینگ (۲۰۱۶)، پمپین (۲۰۱۲)
حساب‌انگاری	دی‌ورز، چرچ، چاراپت و آکرت (۲۰۰۳)	هم‌رنگی	سینگ (۲۰۱۶)
ابهام‌گزینی	گراهام، هاروی و هانگ (۲۰۰۳)	لنگرانداختن	سینگ (۲۰۱۶)
آشناگرایی	سانتا کلارا و والکانوف (۲۰۰۳)	ناهماهنگی شناختی	سینگ (۲۰۱۶) و پمپین (۲۰۱۲)
دیرپذیری	مانتیر (۲۰۰۲)	ابهام‌گزینی	پمپین (۲۰۱۲)

میلیون مشاهده بود) نشان داده شد که راهبردها و رفتارهای معاملاتی آنها متفاوت هستند. یکی از نتایج این پژوهش حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران خرد به احتمال زیاد، راهبردهای خلاف جهت بازار و تجارت را به طور مکرر با مقادیر اندک پول و در دوره‌های کوتاه‌مدت انجام می‌دهند. مادان و سینگ نیز در سال ۲۰۱۹، با پژوهشی با عنوان «تحلیل تورش‌های رفتاری در تصمیمات سرمایه‌گذاری» به ارزیابی تأثیر سوگیری‌های ذهنی و رفتاری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در بورس ملی پرداختند و ۴ تورش رفتاری را بررسی کردند که شامل فرااعتمادی، لنگراندختن، اثر وضعی و تمایل به هم‌رنگی بود. نتایج پژوهش آنها نشان داد که فرااعتمادی و تمایل به هم‌رنگی بر تصمیم سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت دارد.

به‌طور کلی، عمده‌واردی که در پژوهش‌های گوناگون، بارها به آن اشاره شده و بررسی شده‌اند، در جدول بالا به آن اشاره شده است. همچنین، پژوهشگران مختلفی در سراسر جهان، موضوع سوگیری‌ها و تورش‌های رفتاری و اثرات آن بر تصمیم‌گیری مردم، به‌ویژه سرمایه‌گذاران را بررسی کرده‌اند که در ادامه به برخی از آن پژوهش‌ها و نتایج آنها اشاره می‌شود:

کوزریندارتوتو و همکارانش در سال ۲۰۲۰، در پژوهشی با عنوان «چه کسانی بر بازار سهام در یک کشور نوظهور تأثیر می‌گذارند، سرمایه‌گذاران نهادی یا سرمایه‌گذاران خرد؟» به این حوزه پرداختند که سرمایه‌گذاران خرد چه تأثیراتی در روند بازار سرمایه می‌گذارند. در این مطالعه (که شامل بیش از ۲۵۰

توصیفی و اکتشافی دارد. این پژوهش از روش آمیخته کیفی-کمی (اکتشافی-تأییدی) استفاده می‌کند؛ ولی جنبه محوری آن کیفی است؛ زیرا از نظر توالی در ابتدا از روش‌های کیفی برای شناسایی ابعاد، مفاهیم، عوامل، سازه‌ها و سنجه‌های پژوهش و همچنین استخراج چهارچوب مفهومی پژوهش استفاده شده است؛ اما در نهایت چهارچوب مفهومی پژوهش با استفاده از داده‌های گردآوری شده از طریق پرسشنامه آزمون شده است.

در بخش کیفی، جامعه پژوهشی عبارت‌اند از خبرگان (شامل استادان و پژوهشگران در حوزه رفتار مشتری و اقتصاد رفتاری، همچنین مدیران و کارشناسان اجرایی با عضویت در سطوح بالای سازمان‌های بانکی و بورس) و مشتریان مطلع (آشنا با شیوه‌های گوناگون سرمایه‌گذاری و دارای حداقل ۵ سال فعالیت سرمایه‌گذاری) و نمونه‌گیری به شیوه هدفمند یا قضاوتی (بهره‌گیری از افرادی که تخصص کافی و اطلاعات لازم در زمینه پژوهش را دارند) بوده و تعداد آن ۱۷ نفر بوده است. همچنین، رویکرد تحلیل مضمون برای تحلیل و کددهی نظام‌مند داده‌های کیفی و توسعه مضامین استفاده شده و روش گردآوری داده‌ها در این بخش نیز مصاحبه‌های عمیق نیمه‌ساختاریافته (برای کشف و تأیید مؤلفه‌های نهایی و روابط آنها) است. نسبت روایی محتوایی^۱ CVR نیز برای سؤالات مصاحبه و با بهره‌گیری از نظرات ۱۰ نفر از خبرگان اندازه‌گیری شد که با توجه به نظر لاوشه پس از اصلاح، حذف و یا ادغام سؤالات دارای CVR پایین‌تر از حد قابل قبول، CVR محاسبه شده برای سؤالات نهایی پرسشنامه بزرگ‌تر یا مساوی ۰.۶۵ بوده است (بالتر از ۰/۶۲). برای سنجش پایایی مصاحبه‌ها نیز از ضریب و

در پژوهشی دیگر، آیگبو و ایلابویا در سال ۲۰۱۹، در مقاله‌ای با عنوان «آیا سوگیری‌های ذهنی (تورش‌های رفتاری) بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شخصی تأثیرگذار است؟» به شیوه تجربی به مطالعه این موضوع پرداختند که تورش‌های رفتاری به جای عقل‌گرایی نقش مهمی در شکل‌گیری تصمیمات سرمایه‌گذاری انفرادی در نیجریه ایفا می‌کنند. این پژوهش که داده‌های آن با تکنیک نمونه‌گیری گلوله‌برفی جمع‌آوری شد، حاکی از آن بود که تصمیم‌گیری فردی ارتباط مهمی با تورش‌های نمایندگی، فرااعتمادی، ضرر و زیان‌گریزی و پشیمانی‌گریزی ندارد؛ با این حال، تورش ادراکی تأثیر زیادی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری فردی دارد. راجا رهان و عمران اوامر نیز در سال ۲۰۱۷، در مقاله‌ای با عنوان «سوگیری‌های ذهنی و تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری» بر این باور بودند که غیرمنطقی بودن سرمایه‌گذار امری اجتناب‌ناپذیر است. در این پژوهش تمایلات رفتاری و نقش آن در رفتار و تصمیم‌گیری مالی در بورس پاکستان ارزیابی شد. در نهایت، این پژوهش این نتیجه را به دنبال داشت که سوگیری‌های رفتاری شامل اعتماد به نفس بیش از حد، تفکر بیش از حد، سوگیری ادراکی و تعصبات شناختی شناسایی شدند. همچنین، نتایج این پژوهش نشان داد که تورش‌های شناسایی شده بر تصمیم‌گیری مالی سرمایه‌گذاران تأثیر منفی می‌گذارد.

۳- روش پژوهش

با در نظر گرفتن اهداف پژوهش حاضر، این پژوهش از لحاظ جهت‌گیری کلی از نوع پژوهش‌های توسعه‌ای محسوب می‌شود. راهبرد غالب این پژوهش توصیفی پیمایشی است و همچنین، این پژوهش اهداف

آخرین نسخه نرم‌افزار اسمارت پی.ال.اس مدل‌سازی و اجرا شده است. ابزار گردآوری داده‌ها نیز پرسشنامه ۳۰سؤالی طیف لیکرت بوده است. برای تأیید روایی سازه، سطح معناداری بارتلت باید مقداری کمتر از ۵درصد داشته باشد که در پژوهش حاضر صفر است و تأیید می‌شود و آماره کفایت نمونه‌برداری نیز در این پژوهش ۰.۶۸۵ است. گفتنی است که پایایی کل پرسشنامه با میزان ۰.۸۹۴ از مقدار قابل قبولی برخوردار بود؛ اما مؤلفه لنگرانداختن به دلیل آلفای ۰.۶ (پایین‌تر از ۰.۷) از بخش تحلیل حذف شد.

فرمول کاپا کوهن بهره گرفته شد که در این پژوهش ۰.۵۵ اندازه‌گیری شد که مطابق جدول راهنمای لن‌دیس و کوخ (بالاتر از متوسط) تلقی می‌شود. در بخش کمی نیز جامعه آماری کلیه مشتریان خدمات سرمایه‌گذاری بانک و بورس شهر تهران بوده و نمونه ۳۸۴ نفری (براساس فرمول کوکران برای جوامع نامحدود) بررسی شده است (۳۵۱ نفر به صورت الکترونیک و ۳۳ نفر به صورت کاغذی و تلفنی برای دستیابی به نمونه موردنظر مورد پرسش قرار گرفتند). روش تحلیل داده‌ها و آزمون مدل در این بخش، معادلات ساختاری مبتنی بر حداقل مربعات جزئی است که با استفاده از



شکل ۱: مراحل کلی پژوهش

۳-۱- بخش کیفی

در بخش کیفی پژوهش حاضر، باتوجه به مطالعات انجام شده و کشف عوامل ذهنی اثرگذار بر کج رفتاری مشتریان خدمات سرمایه گذاری، تمامی این مؤلفه‌ها از خبرگان پژوهش پرسیده شد و باتوجه به میزان تکرار، کاربردی بودن در جامعه ایرانی و میزان اثرگذاری، در نهایت سوگیری‌های ذهنی که به عنوان سوگیری‌های متداول و مهم در بین سرمایه گذاران ایرانی انتخاب شدند که عبارت‌اند از: سوگیری‌های ادراکی، تمایل به هم‌رنگی، خوداسنادی، سوگیری لنگرانداختن، نگاه کوتاه‌مدت، پشیمانی‌گریزی و ضرر و زیان‌گریزی.

در ادامه، به منظور کشف عوامل جدید و تأیید مؤلفه‌های مستخرج مصاحبه‌هایی انجام گرفت. چنان‌که علاوه بر موارد ذکر شده در بالا (و ۷ مصاحبه عمیق نیمه‌ساختاریافته با خبرگان علمی و اجرایی) در مصاحبه‌های انجام شده با ۱۰ نفر از مشتریان منتخب (۴ نفر مشتری بانک و ۶ نفر مشتری بورس)، دو مفهوم

جدید در بین سوگیری‌های ذهنی مشتریان خدمات سرمایه گذاری استخراج شد. این دو عامل از نظر خبرگان نیز تأیید شد. گفتنی است که مصاحبه‌ها تا رسیدن به اشباع نظری ادامه یافت و به همین دلیل، تعداد مصاحبه‌ها در بخش مشتریان با ده نفر (و در مجموع ۱۷ نفر) انجام شده است. الوانی، آذر و دانایی‌فرد (۱۳۹۶) معتقدند که در مطالعات کیفی نمونه‌ای بین ۵ تا ۲۵ نفر کافی است؛ هرچند بر لزوم اشباع نظری در مصاحبه‌ها تأکید شده است. هر مصاحبه به‌طور میانگین یک ساعت به طول انجامید و مشتریان با در نظر گرفتن دو شرط ۱. فعالیت بیش از ۵ سال در حوزه مربوطه و ۲. داشتن حداقل یکی از مصادیق کج رفتاری (که در ادامه به آن اشاره شده است) انتخاب شدند. جدول زیر مربوط به تحلیل مضمون مصاحبه‌ها و دو عامل جدید مستخرج از مصاحبه‌ها است.

جدول ۲: بخشی از تحلیل تم مصاحبه‌ها

ردیف	برخی جملات کلیدی مستخرج از مصاحبه‌ها	مصاحبه‌شونده	مفهوم جدید	مفهوم کلی
۱	<ul style="list-style-type: none"> - من گاهی بعد از چند بار تلاش که سهم موردنظر را نمی‌توانم بخرم، بی‌خیال می‌شوم. می‌گویم شاید خواست خداست. - یک‌بار به‌طور اتفاقی در بانکی که برای نقد کردن چک رفته بودم، با شنیدن حرف‌های یکی از مشتریان تشویق شدم تا در آن بانک حساب سپرده بلندمدت باز کنم. بعداً فهمیدم تقدیر خدا بود و جای خوب و زمان مناسبی سرمایه‌گذاری کرده بودم. - معمولاً هر جا بخواهم سرمایه‌گذاری کنم، خیلی تحقیق نمی‌کنم. اصول یک کاری اگر درست باشد و نیت من هم درست باشد، بقیه را خدا درست می‌کند. 	<ul style="list-style-type: none"> مصاحبه‌شونده ۳ مصاحبه‌شونده ۸ مصاحبه‌شونده ۱۰ 	تقدیرگرایی	سوگیری ارزشی یا اعتقادی
۲	<ul style="list-style-type: none"> - معمولاً دنبال معاملاتی نمی‌روم که شک و شبهه‌ای در آن باشد. - سهمی که رانت داشته باشد یا یک عده رانت‌خوار برایش برنامه داشته باشند، حتی اگر سودآور باشد، نمی‌خرم؛ چون سودش می‌شود همان پول شبهه‌ناک که من سر سفره زن و بچه‌ام نمی‌برم. - اگر صندوق دار بانکم به من بگوید سود فلان حساب سپرده قطعی و در آغاز سپرده گذاری پرداخت می‌شود، به هیچ‌عنوان حاضر به ادامه فعالیت در آن بانک نیستم. به نظرم سودش درست نیست. 	<ul style="list-style-type: none"> مصاحبه‌شونده ۱ مصاحبه‌شونده ۳ مصاحبه‌شونده ۷ 	شبهه‌گریزی	

شد، مفهوم شبهه‌گزیزی است. این مفهوم نیز با تمامی مفاهیمی که تا به حال در پژوهش‌های گوناگون بررسی شدند، تفاوت دارد. هرچند بین این مؤلفه با مؤلفه ابهام‌گزیزی در پژوهش پمپین شباهت‌هایی وجود دارد، بار ارزشی و اعتقادی «شبهه» بیشتر و بالاتر است.

تقدیرگرایی مفهوم کاملاً جدیدی است که برای نخستین بار به آن توجه شده است. این مؤلفه عمدتاً ریشه اعتقادی دارد و مردم معمولاً هنگام مواجهه با شرایطی که منطقی عقلانی ندارد و شرایط پیش‌آمده را خواست خدا می‌دانند، از واژه تقدیر استفاده می‌کنند. مؤلفه دوم که برای اولین بار در این پژوهش کشف

جدول ۳: مضامین مرتبط با سوگیری‌های ذهنی

مضامین پایه	نمونه متن‌های مصاحبه	تعداد فراوانی	مراجع پیشینه پژوهش
تقدیرگرایی	تصمیم به خواست خدا - خرید با توکل - قرار گرفتن در زمان و جای مناسب و تقدیر خوب - تصمیم درست با نیت درست - هر چه پیش آید، خوش آید	۹	حاصل مصاحبه
شبهه‌گزیزی	معاملات بدون شک و شبهه - نرفتن دنبال رانت - سود براساس کارکرد درست سرمایه	۵	حاصل مصاحبه
ضرر و زیان‌گزیزی	ضرر نکردن بهتر از سود کردن است - ضرر ذاتاً منفور است	۵	بنارتزی و تالر (۱۹۹۵)، ریتز (۲۰۰۳)، پمپین (۲۰۱۲)، کانمن و ریپ (۲۰۰۴)، گرادینارو (۲۰۱۴)، آیگبووو و ایلابویا (۲۰۱۹)
پشیمانی‌گزیزی	به عقب برنگشتن - دوست نداشتن پشیمانی - بدون ریسک جلورفتن	۳	استتمن و شفرین (۱۹۸۴)، پمپین (۲۰۱۲)، کانمن و ریپ (۲۰۰۴)، رازک (۲۰۱۱)
نگاه کوتاه‌مدت	آینده برای آینده است - آینده قابل پیش‌بینی نیست - نباید منتظر فردا بود	۱۰	بنارتزی و تالر (۲۰۰۴)
سوگیری خوداَسنادی	کسی بهتر از خودم کمک نمی‌کند - حس بهتر فهمیدن شرایط - من همیشه موفقم	۴	دان (۱۹۸۹)، گرویس و اودین (۲۰۰۱)، سینگ (۲۰۱۶)، پمپین (۲۰۱۲)، آیگبووو و ایلابویا (۲۰۱۹)
سوگیری ادراکی	همیشه درست پیش‌بینی کردن - ادعای بالا بودن دانش و فهم شرایط	۵	گرادینارو (۲۰۱۴)، سینگ (۲۰۱۶)، پمپین (۲۰۱۲)
تمایل به هم‌رنگی	معمولاً مردم بهتر می‌فهمند - تا نباشد چیزی، مردم نگویند چیزها - رفتن مردم در صف‌های طولانی بی‌دلیل نیست	۱۳	فیلیپاس و همکاران (۲۰۱۳)، سینگ (۲۰۱۶)، مرتزانیس و الام (۲۰۱۸)
لنگرانداختن	گرفتن سرخط - بگن «ف» رفتن فرحزاد - راه رفته را باید تا انتها رفت	۴	گرادینارو (۲۰۱۴)، سینگ (۲۰۱۶)، شین و پارک (۲۰۱۸)

نفر از کارشناسان و خبرگان (بورس، بانک و حوزه اقتصاد رفتاری) به صورت زیر آمده است:

همچنین نمونه‌ها و مصادیق کج‌رفتاری در بین مشتریان خدمات سرمایه‌گذاری براساس مصاحبه با ۷

جدول ۴: مصادیق کج رفتاری در بورس و بانک

مصادیق کج رفتاری در بانک	مصادیق کج رفتاری در بورس
سرمایه گذاری در حساب‌های پس انداز با سود سالانه کمتر	فروش سهام در زمان اعلام سودآوری شرکت
سپرده گذاری بیشتر مردم در زمان تورم بالاتر	خرید سهام بدون داشتن اطلاعات کافی
انتخاب مؤسسات به جای بانک در شرایط سود برابر	خرید سهام در حال سقوط / فروش سهام در حال رشد
نگهداشت سرمایه در حساب با وجود کاهش سود سپرده	ورود به صف خرید یا فروش با دیدن صف‌های طولیل
بستن حساب سپرده سرمایه گذاری با وجود لزوم پرداخت زیان	خرید و فروش‌های دائمی، روزانه و کوتاه مدت

۵. سوگیری خود اِسنادی بر کج رفتاری مشتریان بورس / بانک تأثیر دارد؛

۶. سوگیری پشیمانی گریزی بر کج رفتاری مشتریان بورس / بانک تأثیر دارد؛

۷. سوگیری ضرر و زیان گریزی بر کج رفتاری مشتریان بورس / بانک تأثیر دارد؛

۸. سوگیری تقدیر گرایی بر کج رفتاری مشتریان بورس / بانک تأثیر دارد؛

۹. سوگیری شبهه گریزی بر کج رفتاری مشتریان بورس / بانک تأثیر دارد.

در ادامه، این فرضیه‌ها بررسی و نتایج تحلیل داده‌ها در بخش کمی اشاره شده است.

برای توزیع پرسشنامه، نمونه‌ای از بین افراد در دسترس در شهر تهران انتخاب شد که باتوجه به وجود جامعه نامحدود (و باتوجه به فرمول کوکران برای تعداد نمونه جامعه نامحدود) تعداد نمونه ۳۸۴ نفر در نظر گرفته شد. پس از توزیع و جمع‌آوری پرسشنامه‌ها (فیزیکی و الکترونیکی)، ۳۸۴ پرسشنامه صحیح و قابل استناد گردآوری شد که از این بین، ۱۷۶ پرسشنامه را مشتریان بورس و ۲۰۸ پرسشنامه را مشتریان بانک پاسخ دادند. توضیح این نکته لازم است که برای پاسخ به سؤالات پرسشنامه، افراد باید در ابتدا مشخص می‌کردند که به‌طور عمده از خدمات کدام نهاد

نمونه‌های کج رفتاری در هر یک از بازارهای خدمات سرمایه گذاری در جدول بالا آمده است. هیچ یک از این رفتارها در منطق اقتصادی جایی ندارد و در بانک و بورس رفتار غیر منطقی و غیر عقلایی به شمار می‌رود.

۳-۲- بخش کمی

در بخش کمی برای تأیید فرضیه‌هایی که در بخش کیفی شکل گرفت، تحلیل‌های لازم انجام شد. فرضیه‌هایی که در این بخش به بررسی آنها پرداخته می‌شود، عبارت‌اند از:

فرضیه‌های اصلی

فرضیه اصلی: سوگیری‌های ذهنی بر کج رفتاری مشتریان بورس / بانک تأثیر دارد.

فرضیه‌های فرعی

۱. سوگیری ادراکی بر کج رفتاری مشتریان بورس / بانک تأثیر دارد؛

۲. سوگیری لنگر انداختن بر کج رفتاری مشتریان بورس / بانک تأثیر دارد؛

۳. سوگیری تمایل به هم‌رنگی بر کج رفتاری مشتریان بورس / بانک تأثیر دارد؛

۴. سوگیری نگاه کوتاه مدت بر کج رفتاری مشتریان بورس / بانک تأثیر دارد؛

۳-۲-۱- یافته‌های پژوهش

در ادامه نتایج حاصل از تحلیل پرسشنامه‌ها آمده است. ویژگی‌های جمعیت‌شناختی پاسخ‌دهندگان عبارت‌اند از:

سرمایه‌پذیر استفاده می‌کنند. در صورتی که مثلاً شخصی خود را مشتری عمده بانک معرفی می‌کند (کسی که بیشتر سرمایه خود را در بانک پس‌انداز و سرمایه‌گذاری کرده است) باید در بخش مربوط به مصادیق کج‌رفتاری مشتریان (۳ سؤال)، صرفاً با توجه به آن نهاد به سؤالات پاسخ می‌داده است.

جدول ۵: داده‌های جمعیت‌شناختی

ویژگی‌ها	توضیحات	بورس (درصد)	بانک (درصد)	کل (درصد)
جنسیت	مرد	۶۷.۶	۵۱.۴	۵۹.۷
	زن	۳۲.۴	۴۸.۶	۴۰.۳
سن	۱۸ تا ۳۵ سال	۵۲.۳	۲۱.۱	۳۶.۹
	۳۵ تا ۶۰ سال	۴۴.۳	۳۱.۳	۳۷.۸
	بیشتر از ۶۰ سال	۳.۴	۴۷.۶	۲۵.۳
درآمد	کمتر از ۳ میلیون	۷.۴	۱۶.۴	۲۰.۲
	۳ تا ۵ میلیون	۴۰.۹	۴۱.۸	۴۱.۲
	۵ تا ۱۰ میلیون	۲۷.۸	۲۴.۵	۲۶.۲
تحصیلات	بیشتر از ۱۰ میلیون	۲۳.۹	۱۷.۳	۱۲.۴
	زیر دیپلم	۰	۱۰.۶	۵.۲
	دیپلم و فوق‌دیپلم	۱۷	۲۹.۸	۲۳.۲
تأهل	لیسانس	۵۹.۱	۳۶.۵	۴۸.۱
	فوق‌لیسانس و بالاتر	۲۳.۹	۲۳.۱	۲۳.۶
شغل	مجرد	۳۶.۴	۳۱.۳	۳۳.۹
	متاهل	۶۳.۶	۶۸.۷	۶۶.۱
سابقه سرمایه‌گذاری	کارمند یا درآمد ثابت	۳۳	۵۹.۱	۴۵.۹
	آزاد یا درآمد متغیر	۶۷	۴۰.۹	۵۴.۱
سابقه سرمایه‌گذاری	کمتر از ۵ سال	۶۵.۳	۱۶.۳	۴۱.۲
	۵ تا ۱۰ سال	۲۳.۹	۳۴.۶	۲۹.۲
	بیشتر از ۱۰ سال	۱۰.۸	۴۹.۱	۲۹.۶

۳-۲-۲- تحلیل عاملی اکتشافی

مشتریان و به‌دلیل استخراج ۲ عامل جدید حاصل از مصاحبه‌ها، با کمک نرم‌افزار SPSS 22 تحلیل

به‌منظور دسته‌بندی عوامل مؤثر بر کج‌رفتاری

KMO در این پژوهش مقدار مناسبی (بالای ۰.۶) را دارد. همچنین، نتایج آزمون کرویت بارتلت نیز معنی دار (پایین تر از ۰.۰۵) است و نشان می‌دهد که بین متغیرها همبستگی معنی داری وجود دارد. شاخص‌های مذکور به‌طور کلی برای تمامی متغیرهای پژوهش اندازه‌گیری شد و باتوجه به مقادیر به دست آمده، در نهایت، روایی سازه متغیرها تأیید شد.

عاملی اکتشافی انجام گرفت. در این مطالعه، تعداد متغیرهای مستقل ۹ مورد بود که ۱ مورد باتوجه به پایین بودن آلفای کرونباخ حذف شد و ۸ مورد باقی مانده (باتوجه به دسته‌بندی‌های موجود در منابع علمی و پژوهش‌های داخلی و خارجی) در تحلیل اکتشافی دسته‌بندی شدند.

کفایت اندازه نمونه و روایی سازه با استفاده از آزمون‌های KMO و بارتلت تعیین می‌شود. شاخص

جدول ۶: شرح واریانس کلی

عناصر	مقادیر ویژه اولیه			مجموع استخراج مجذورات بارهای عاملی			مجموع چرخش مجذورات بارهای عاملی		
	کل	درصدی از واریانس	درصد تجمعی	کل	درصدی از واریانس	درصد تجمعی	کل	درصدی از واریانس	درصد تجمعی
۱	2.814	35.173	35.173	2.814	35.173	35.173	2.166	27.080	27.080
۲	1.877	23.462	58.635	1.877	23.462	58.635	1.953	24.415	51.495
۳	1.101	13.760	72.395	1.101	13.760	72.395	1.672	20.900	72.395
۴	.603	7.542	79.937						
۵	.547	6.838	86.775						
۶	.459	5.732	92.507						
۷	.354	4.426	96.932						
۸	.245	3.068	100.000						

۵۰ درصد، تحلیل عاملی اکتشافی را قابل قبول کرده است.

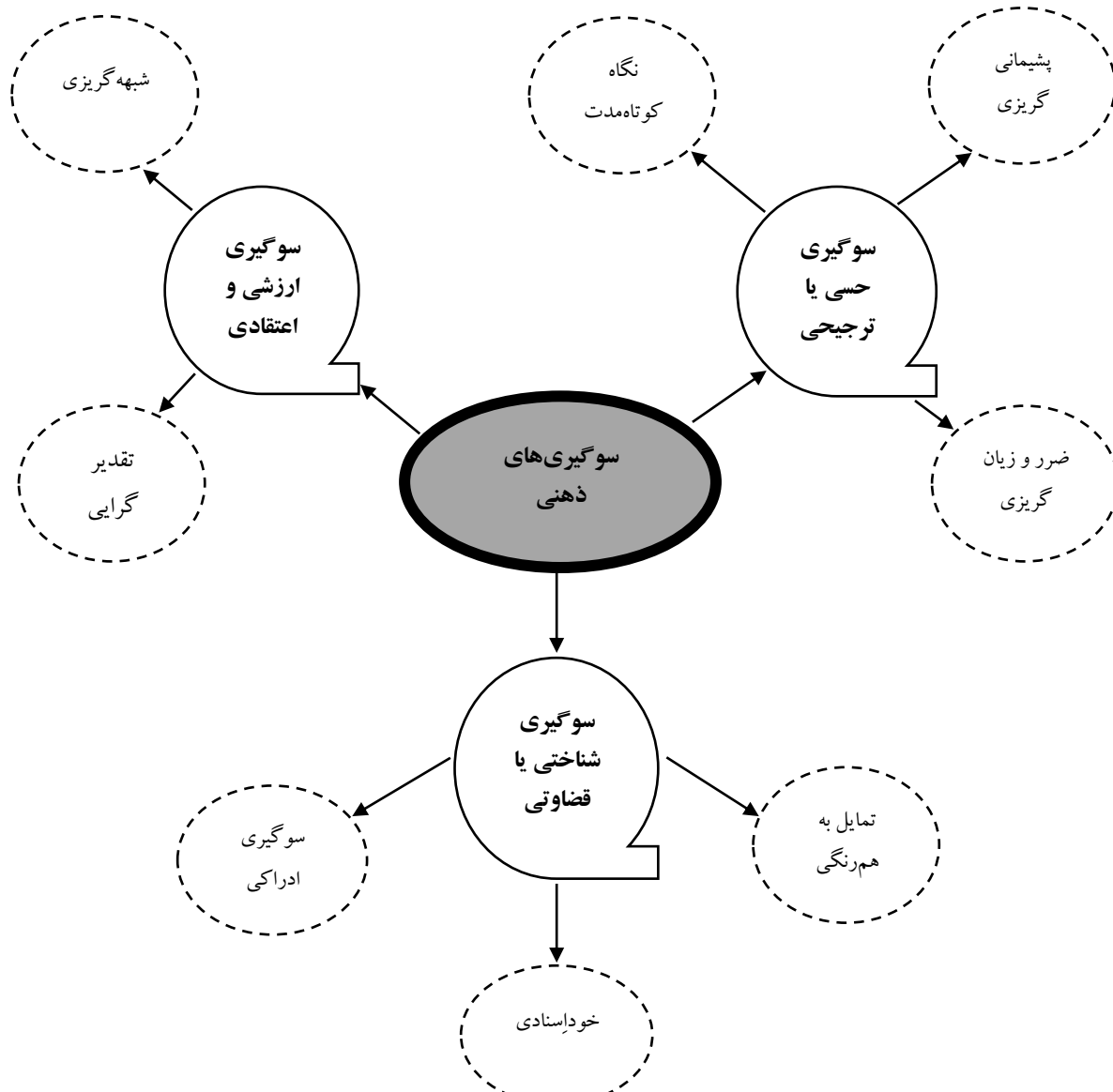
همان‌طور که مشاهده می‌شود سه عامل کلی قابلیت تبیین واریانس‌ها را دارند. در قسمت «مجموع چرخش مجذورات بارهای عاملی» درصد تجمعی بالاتر از

جدول ۷: ماتریس عناصر چرخش یافته

	عناصر		
	۱	۲	۳
تمایل به هم‌رنگی	.884		
خوداسنادی	.837		
ادراکی	.770		
ضرر و زیان		.814	
پشیمانی‌گریزی		.809	
نگاه کوتاه‌مدت		.771	
تقدیرگرایی			.884
شبهه‌گریزی			.838

به منظور تأیید مدل ساخته شده از تحلیل عاملی تأییدی از نرم افزار AMOS 24 استفاده شد. در شکل زیر شبکه مضامین استخراج شده از نتایج مصاحبه ها و پیشینه پژوهش (پس از دسته بندی از طریق تحلیل عاملی) به شرح زیر ترسیم شده است.

جدول بالا سهم متغیرها را در دسته های کلی بعد از چرخش نشان می دهد. هر متغیر در دسته ای قرار می گیرد که با آن عامل همبستگی بالا و معنی داری داشته باشد. این جدول نشان می دهد که هر ۸ متغیر مقادیر قابل قبولی برای قرار گرفتن در هر کدام از دسته بندی ها دارند. پس از تحلیل عاملی اکتشافی

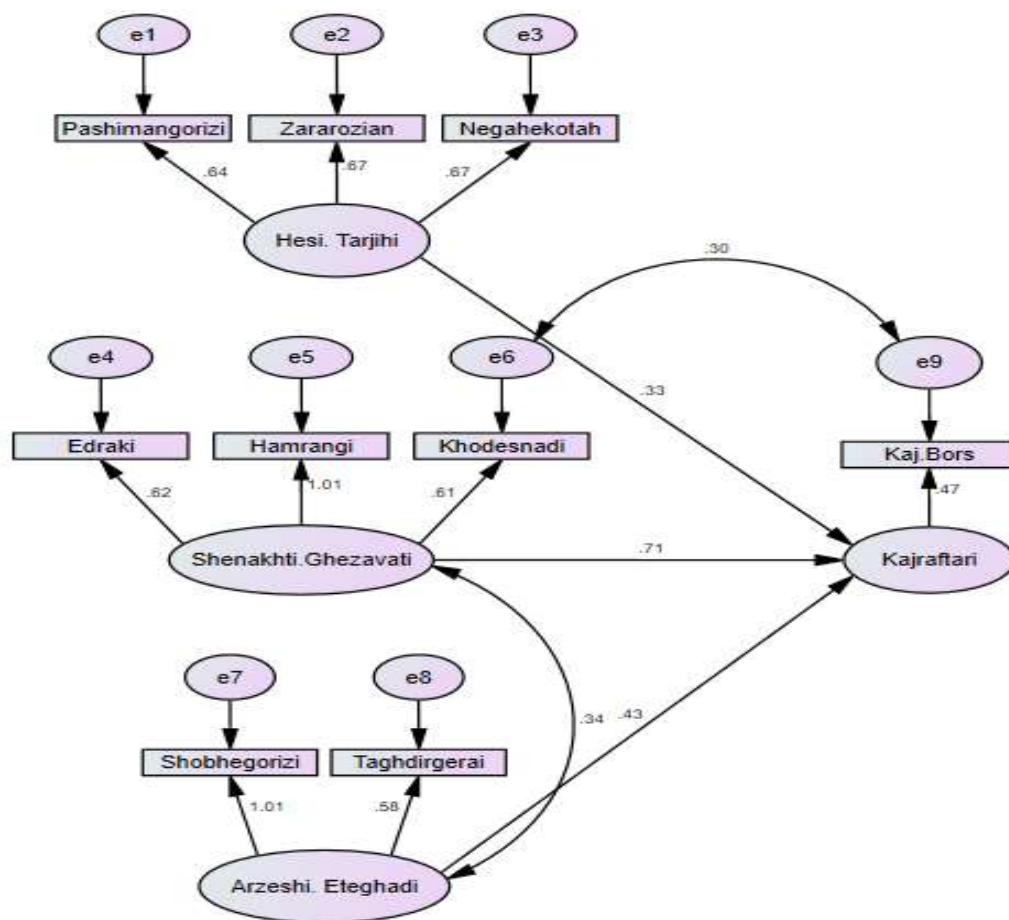


شکل ۲: شبکه مضامین ابعاد سوگیری های ذهنی مؤثر بر کج رفتاری مشتریان

بر کج رفتاری مشتریان بورس به صورت زیر است:

۳-۳- مدل معادلات ساختاری پژوهش برای مشتریان بورس

مدل معادلات ساختاری تأثیر سوگیری های ذهنی



شکل ۳: مدل تأثیر سوگیری‌های ذهنی بر کج رفتاری مشتریان بورس

شاخص برازش این مدل نیز از قرار زیر است:

جدول ۸: مقادیر شاخص‌های برازش مدل (مشتریان بورس)

شاخص‌های برازش	نام شاخص	مقدار شاخص	مقدار مطلوب
CMIN /df	کای اسکوتر هنجار شده به درجه آزادی	۲.۹۲۵	مقدار بین ۱ تا ۳
GFI	شاخص نیکویی برازش	۰.۹۲۶	بیش از ۰.۹
CFI	شاخص برازش تطبیقی	۰.۹۰۲	بیش از ۰.۹
IFI	شاخص برازش افزایشی	۰.۹۰۵	بیش از ۰.۹
PNFI	شاخص برازش مقتصد هنجار شده	۰.۵۵۱	بیش از ۰.۵
RMSEA	ریشه میانگین مربعات خطای برآورد	۰.۱۰۰	کمتر از ۰.۱

مؤلفه‌های مدل پژوهش در بین مشتریان بورس مشاهده می‌شود.

شاخص‌های برازش، همگی از تأیید مدل معادلات ساختاری با مقادیر مطلوب در بین مشتریان بورس حکایت دارد. همچنین، در جدول زیر، تأیید روابط

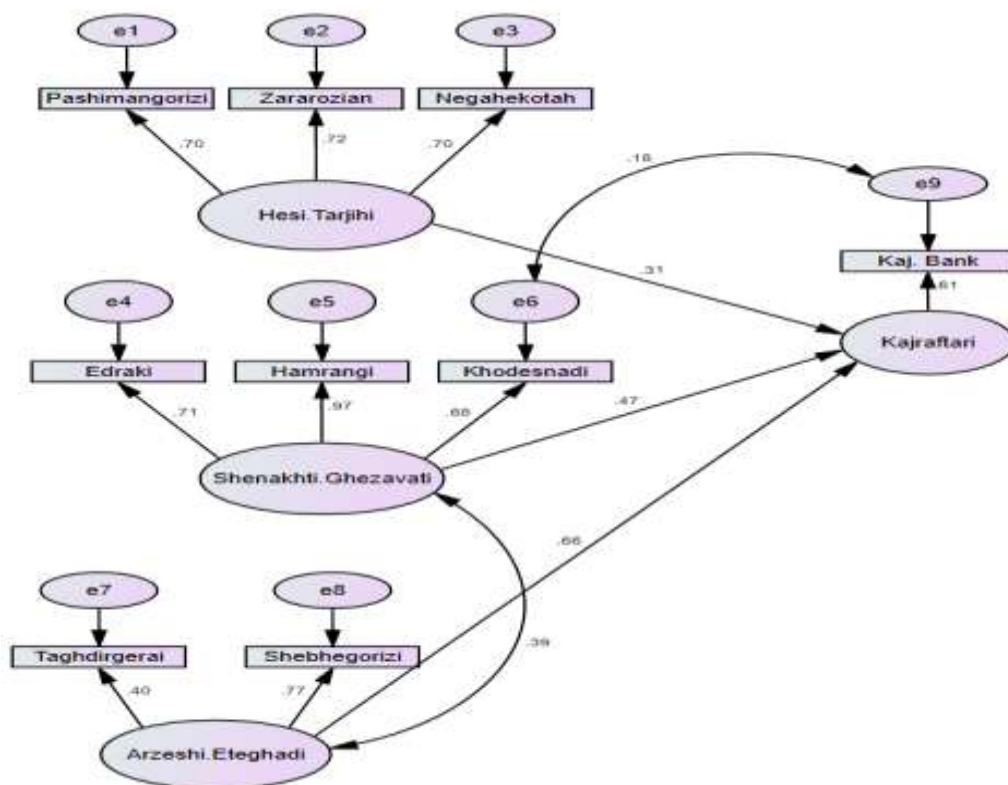
جدول ۹: بررسی روابط مؤلفه‌های مدل (مشتریان بورس)

خطای استاندارد	نسبت بحرانی	سطح معناداری	برآورد	ضریب استاندارد	روابط مدل
۰.۱۳۲	۴.۲۰۹	۰.۰۰۰	۰.۵۵۶	۰.۷۱	شناختی یا قضاوتی ----- کج رفتاری
۰.۱۳۱	۱.۹۸۱	۰.۰۴۸	۰.۲۵۹	۰.۳۳۳	حسی و ترجیحی ----- کج رفتاری
۰.۰۸	۲.۲۹۱	۰.۰۲۲	۰.۱۸۳	۰.۴۳	ارزشی یا اعتقادی ----- کج رفتاری
			۱.۰۰۰	۰.۶۲۸	پشیمانی‌گریزی ----- حسی یا ترجیحی
۰.۱۶۷	۵.۵۳۲	۰.۰۰۰	۰.۹۲۵	۰.۶۷۵	ضرر و زیان‌گریزی ----- حسی یا ترجیحی
۰.۱۹۳	۵.۵۳۴	۰.۰۰۰	۱.۰۶۶	۰.۶۷۴	نگاه کوتاه‌مدت ----- حسی یا ترجیحی
			۱.۰۰۰	۰.۶۲۴	ادراکی ----- شناختی یا قضاوتی
۰.۲۲	۷.۳۰۷	۰.۰۰۰	۱.۶۱۰	۱.۰۱۲	تمایل به هم‌رنگی ----- شناختی یا قضاوتی
۰.۱۲۶	۷.۴۳۸	۰.۰۰۰	۰.۹۳۸	۰.۶۱۲	خوداِسنادی ----- شناختی یا قضاوتی
			۱.۰۰۰	۱.۰۱	شبهه‌گریزی ----- ارزشی یا اعتقادی
۰.۱۴۸	۳.۸۰۷	۰.۰۰۰	۰.۵۶۴	۰.۵۸۲	تقدیرگرایی ----- ارزشی یا اعتقادی

۳-۴- مدل معادلات ساختاری پژوهش برای مشتریان بانک

مدل معادلات ساختاری تأثیر سوگیری‌های ذهنی بر کج رفتاری مشتریان بانک نیز به صورت زیر است:

مقادیر سطح معنی داری که همگی کمتر از ۰.۰۵ هستند، نشان‌دهنده روابط معنی دار مؤلفه‌های مدل است.



شکل ۴: مدل تأثیر سوگیری‌های ذهنی بر کج رفتاری مشتریان بانک

شاخص برازش این مدل نیز از قرار زیر است:

جدول ۱۰: مقادیر شاخص های برازش مدل (مشتریان بانک)

مقدار مطلوب	مقدار مدل ساختاری	شاخص های برازش
مقدار بین ۱ تا ۳	۲.۹۶۹	CMIN /df
بیش از ۰.۹	۰.۹۳۴	GFI
بیش از ۰.۹	۰.۹۱۹	CFI
بیش از ۰.۹	۰.۹۲۱	IFI
بیش از ۰.۵	۰.۵۶۶	PNFI
کمتر از ۰.۱	۰.۰۹۸	RMSEA

باتوجه به جدول بالا نیز مشاهده می شود که مطلوب است و مدل تأیید می شود. شاخص های برازش مدل برای مشتریان بانک نیز

جدول ۱۱: بررسی روابط مؤلفه های مدل (مشتریان بانک)

فرضیه ها	ضریب استاندارد	برآورد	سطح معناداری	نسبت بحرانی	خطای استاندارد
حسی و ترجیحی — کج رفتاری	۰.۳۱۳	۰.۲۸۹	۰.۰۰۵	۲.۸۲۲	۰.۱۰۲
شناختی یا قضاوتی — کج رفتاری	۰.۴۷۳	۰.۴۱۱	۰.۰۰۰	۳.۴۰۹	۰.۱۲۰
ارزشی یا اعتقادی — کج رفتاری	۰.۶۵۸	۰.۹۹۲	۰.۰۰۰	۳.۳۳۶	۰.۲۹۸
پشیمانی گریزی — حسی یا ترجیحی	۰.۶۹۸	۱.۰۰۰			
زیان گریزی — حسی یا ترجیحی	۰.۷۱۵	۰.۹۲۳	۰.۰۰۰	۷.۲۲۵	۰.۱۲۸
نگاه کوتاه مدت — حسی یا ترجیحی	۰.۷۰۱	۱.۰۰۶	۰.۰۰۰	۷.۲۱۷	۰.۱۳۹
ادراکی — شناختی یا قضاوتی	۰.۷۱۵	۱.۰۰۰			
تمایل به هم رنگی — شناختی یا قضاوتی	۰.۹۷۵	۱.۳۶۵	۰.۰۰۰	۱۰.۴۱۰	۰.۱۳۱
خودا سنادی — شناختی یا قضاوتی	۰.۶۸۲	۰.۹۲۸	۰.۰۰۰	۹.۶۶۶	۰.۰۹۶
شبه گریزی — ارزشی یا اعتقادی	۰.۷۶۶	۱.۰۰۰			
تقدیرگرایی — ارزشی یا اعتقادی	۰.۳۹۶	۱.۷۸۲	۰.۰۰۱	۳.۲۳۴	۰.۵۵۱

همچنین، در مدل معادلات ساختاری مشتریان بانک نیز مقادیر سطح معنی داری که همگی کمتر از ۰.۰۵ هستند، نشان دهنده روابط معنی دار مؤلفه های مدل است.

۴- نتیجه گیری و پیشنهادها

باتوجه به منابع علمی پژوهش و نتایج سایر پژوهش ها، همچنین، بررسی میدانی صورت گرفته، می توان دسته بندی نهایی انواع سوگیری های ذهنی

سرمایه گذاران ایرانی را جامع ترین دسته بندی عنوان کرد. هرچند تاکنون دسته بندی های متفاوتی در این حوزه ارائه شده است، با کشف عوامل جدید حاصل از مصاحبه ها، نوع جدیدی از سوگیری ها معرفی شد و این امر نتایج حاصل را از سایر بررسی ها متمایز کرده است. آنچه نتایج این پژوهش نشان می دهد ویژگی های سرمایه گذاران در ایران در دو بخش بازار بورس و بانک، با یکدیگر متفاوت است؛ به طوری که مشتریان

بورس به طور درخور توجهی جوان تر از مشتریان بانکی بوده‌اند و سابقه کمتری نیز در امر سرمایه‌گذاری داشته‌اند. البته باتوجه به مورد توجه قرار گرفتن و تبلیغات گسترده برای ورود به بورس و سودآوری زیاد آن در بازه زمانی انجام این پژوهش و هجوم سرمایه‌گذاران و سرمایه‌ها به این سمت در سال‌ها و ماه‌های اخیر، این وضعیت طبیعی به نظر می‌رسد؛ زیرا سرمایه‌گذاری در بورس ریسک‌پذیری، آگاهی و سواد سرمایه‌گذاری بالاتری نیاز دارد که افراد جوان تر بیشتر از سایرین از این قابلیت‌ها برخوردارند. همچنین، باتوجه به نتایج تحلیل داده‌ها، افراد با شغل آزاد یا درآمد متغیر بیشتر به سمت بورس متمایل شده‌اند که این امر نیز می‌تواند نشان‌دهنده آن باشد که درآمدهای اتفاقی یا پیش‌بینی نشده می‌تواند در سرمایه‌گذاری و نوع رفتار مشتریان تأثیرگذار باشد. البته این سه ویژگی، یعنی جوان بودن، سابقه کمتر و درآمد متغیر، ظاهراً سبب شده تا کج رفتاری در بین مشتریان خدمات سرمایه‌گذاری بورس متداول تر باشد.

باتوجه به بررسی منابع علمی و پژوهش‌های موجود، همچنین، مصاحبه‌های انجام گرفته از خبرگان و کارشناسان، سوگیری‌های ذهنی شناسایی شدند که به کج رفتاری مشتریان خدمات سرمایه‌گذاری در ایران به ویژه بورس و بانک منجر شده‌اند. این سوگیری‌های ذهنی که باتوجه به دسته‌بندی‌های موجود و همچنین حاصل از نتایج پژوهش حاضر شکل گرفته است، عبارت‌اند از: عوامل شناختی یا قضاوتی (سوگیری‌های ناشی از قضاوت‌ها و استدلال‌های نادرست)، عوامل حسی یا ترجیحی (سوگیری‌های ناشی از بروز احساسات یا ترجیحات شخصی) و عوامل ارزشی یا اعتقادی (سوگیری‌های ناشی از اعتقادات مذهبی یا ارزش‌های اخلاقی). باتوجه به مدل‌سازی جداگانه برای

بورس و بانک و با در نظر گرفتن میزان و شدت تأثیرگذاری هریک از عوامل بر کج رفتاری در بین مشتریان این دو گروه، تأثیر هریک از دسته عوامل در دو گروه به این شرح است.

• مشتریان بورس: ۱. سوگیری‌های شناختی/قضاوتی؛ ۲. سوگیری‌های ارزشی/اعتقادی؛ ۳. سوگیری‌های حسی/ترجیحی.

• مشتریان بانک: ۱. سوگیری‌های ارزشی/اعتقادی؛ ۲. سوگیری‌های شناختی/قضاوتی؛ ۳. سوگیری‌های حسی/ترجیحی.

گفتنی است که سوگیری‌ها و تورش‌های رفتاری ۸ گانه نهایی از طریق تحلیل عاملی اکتشافی به سه دسته تقسیم‌بندی شدند و دو دسته‌بندی «شناختی» و «حسی» در منابع گذشته، به ویژه مطالعاتی که پمپین پایه‌گذار آن بود، ذکر شده بود. در مقایسه نتایج این پژوهش با پژوهش‌های پیشین، دسته‌بندی جدید «اعتقادی یا ارزشی» به عنوان نوآوری این پژوهش ارائه شده است و مؤلفه‌های تشکیل‌دهنده آن یعنی شبهه‌گریزی و تقدیرگرایی به عنوان بخش اکتشافی این پژوهش، از طریق مصاحبه با مشتریان تبیین و مفهوم‌سازی شد. در عمده پژوهش‌های ذکر شده در این مقاله، سوگیری‌های شناختی و قضاوتی، همچنین حسی و ترجیحی بارها ارزیابی و تأیید شد. دسته سوگیری‌های ارزشی یا اعتقادی با مفهوم جدید تابه‌حال در پژوهش‌های دیگر ذکر نشده بود و وجود آن باتوجه به شرایط فرهنگی جامعه ایران (و سایر جوامع با رویکرد ارزشی و مذهبی) و وجود رویکرد ارزشی بخش بزرگی از جامعه نسبت به معاملات مالی، دور از ذهن نبود.

همچنین، در مقایسه با پژوهش‌های گذشته، کوزریندارتوتو و همکارانش (۲۰۲۰) نشان دادند که سرمایه‌گذاران خرد به احتمال زیاد راهبردهای خلاف

شده است:

با شناسایی مصادیق کج رفتاری در بازارهای مالی، پیشنهاد می‌شود از طریق تعریف معیارها و شاخص‌های کمی و دقیق، کج رفتاری مشتریان در دوره‌های گوناگون ارزیابی شود تا سیاست‌گذاران اقتصادی براساس آن ارزیابی‌ها تصمیمات اصولی‌تر و منطقی‌تری اتخاذ کنند. مسلماً با مشخص شدن الگوی رفتاری مشتریان براساس این شاخص‌ها روند تصمیم‌گیری‌های مشتریان در دوره‌های زمانی گوناگون (به‌ویژه در بورس) آشکار خواهد شد و وضعیت روشن‌تری از کج رفتاری‌های اقتصادی عیان می‌شود. برای نمونه برای ارزیابی شاخص «رفتار گله‌ای» هر بانک می‌تواند ارزیابی کند که بعد از هر شایعه پیرامون بانک چند درصد مشتریان اقدام به بستن حساب می‌کنند و این نرخ در طی یک دوره پایش شود تا میزان اعتمادسازی بانک برای مشتریان نشان داده شود. برای ارزیابی شاخص «سرمایه‌گذاری بدون اطلاع کافی»، بانک (یا بانک مرکزی) می‌تواند با طراحی فرم نحوه‌آشنایی با بانک، دلیل سرمایه‌گذاری فرد را جویا شود و سالانه درصد مشتریانی را که به دلیل تبلیغات بانک جذب آن شده‌اند، مورد توجه قرار دهد.

در نتیجه تعیین سوگیری‌های ذهنی مؤثر بر کج رفتاری نیز پیشنهاد می‌شود برای جلوگیری از اشتباهاتی که ممکن است در پیش‌بینی رفتار مشتریان اتفاق بیفتد، لازم است برخی از خطاهای ذهنی از قبل ارزیابی شود و برنامه‌ریزی‌های لازم انجام گیرد. برای نمونه، پیشنهاد می‌شود بانک‌ها به منظور کاهش شبهه و تردیدها، کپی نسخه قراردادها را سرمایه‌گذاری را در اختیار مشتریان قرار دهند (در حال حاضر این الزام وجود ندارد). یا سازمان بورس (از طریق کارگزاری‌ها) به منظور پایداری و ثبات بیشتر در امر سرمایه‌گذاری

جهت بازار اتخاذ کرده و تجارت را به‌طور مکرر با مقادیر اندک پول و در دوره‌های کوتاه‌مدت انجام می‌دهند. سوگیری نگاه کوتاه‌مدت از جمله سوگیری‌هایی است که در پژوهش حاضر نیز تأیید شده است. مادان و سینگ (۲۰۱۹) نیز ۴ تورش رفتاری را بررسی کرده بودند که شامل فرااعتمادی، لنگراندختن، اثر وضعی و تمایل به هم‌رنگی بود و نتایج پژوهش آنها هم‌سو با پژوهش حاضر نشان داد که فرااعتمادی و تمایل به هم‌رنگی بر تصمیم سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت دارد. همچنین، لنگراندختن نیز در این پژوهش تأیید نشد. نتایج پژوهش آیگبو و ایلابویا (۲۰۱۹) نیز حاکی از آن بود که تصمیم‌گیری فردی ارتباط مهمی با تورش‌های نمایندگی، فرااعتمادی، ضرر و زیان‌گریزی و پشیمانی‌گریزی ندارد؛ با این حال، تورش ادراکی تأثیر زیادی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری فردی دارد. تأثیر تورش ادراکی در این پژوهش تأیید نشد؛ اما فرااعتمادی، ضرر و زیان‌گریزی و پشیمانی‌گریزی نیز برخلاف پژوهش موردبررسی تأثیرگذار بود که این یافته ممکن است ناشی از اختلافات فرهنگی ایران با کشورهای همچون نیجریه باشد. راجا رهان و عمران اوامر (۲۰۱۷) هم که سوگیری‌ها در بین مشتریان بورس را بررسی کرده بودند، سوگیری‌های رفتاری شامل اعتماد به نفس بیش‌ازحد، تفکر بیش‌ازحد، سوگیری ادراکی و تعصبات شناختی را شناسایی کردند و بیان کردند که این تورش‌های شناسایی شده بر تصمیم‌گیری مالی سرمایه‌گذاران تأثیر منفی می‌گذارد. علاوه بر فرااعتمادی و سوگیری ادراکی که در پژوهش حاضر نیز تأیید نشد، به نظر می‌رسد تعصبات نیز بار ارزشی دارد و می‌تواند با سوگیری‌های ارزشی و اعتقادی این پژوهش هم‌تراز تلقی شود.

پیشنهادهای کاربردی این پژوهش نیز در ادامه ارائه

6. Hursh, S. R. & Roma, P. G. (2016). Behavioral economics and the analysis of consumption and choice. *Managerial and Decision Economics*, 37, 224-238.
7. Jahanmiri, M. (2018). Anchoring bias a criterion for explain profitability of 52-weeks high and momentum strategies. *Pacific Business Review International*, 10(7), 115-124.
8. Joo, B. A. K. (2017). Influence of overconfidence, optimism and pessimism on the rationality of the individual investors: An empirical analysis. *Pacific Business Review International*, 9(12), 7-13.
9. Kahneman, D. and Reipe, M. (2004). Aspects of investor psychology. *Journal of Portfolio Management*, 52-64.
10. Karimi, K. & rahnamaroodposhti, F. (2015). Behavioral biases and earning management. Ph.D. thesis. Oloom tahghighat university. Tehran.
11. Koesrindartotoa, Deddy P., Aarona, Aurelius. Yusgiantorob, Inka. A. Dharmaa, Wirata. Arroisi, Abdurrohman. (2020). Who moves the stock market in an emerging country – Institutional or retail investors? *Research in International Business and Finance*, 51, 101061
12. Liu, J., Jin, X., Wang, T., & Yuan, Y. (2015). Robust multi-period portfolio model based on prospect theory and ALMV-PSO algorithm. *Expert Systems with Applications*, 42(20), 7252-7262.
13. Madaan, G., & Singh, S. (2019). An analysis of behavioral biases in investment decision-making. *International Journal of Financial Research*, 10(4), 55-67.
14. Magoon, M. & Hursh, S. R. (2011). *The behavioral economics of transportation travel time, mode choice and carbon impact*. Presented at the 5th annual Behavior, Energy and Climate Change Conference (BECC). Washington, DC. Available at: <http://www.stanford.edu/group/peec/cgibin/docs/events/2011/becc/presentations/9%20The%20Behavioral%20Economics%20-%20Mike%20Magoon.pdf>
15. Mertzanis, C. & Allam, N. (2018). Political instability and herding behaviour: evidence from Egypt's stock market. *Journal of*

مردم، برای مشتریانی که سرمایه خود را (به‌هردلیلی از جمله ترس از ضرر بیشتر) زودتر از مدت مشخص (برای مثال ۳ ماه) از حساب کاربری خود خارج می‌کنند (یا بخش عمده‌ای از سهام خود را می‌فروشند) جرائمی را در نظر بگیرد.

همچنین، از آنجاکه این پژوهش در بازه زمانی اوج گیری کرونا انجام گرفت و در این مدت انتقال نقدینگی مردم به سمت بازار بورس در حجم بالا رخ داده، ممکن است کج رفتاری‌های گسترده همراه با سوگیری‌های ناشی از این پدیده به‌طور بیش از اندازه‌ای صورت گرفته باشد و این بازه زمانی خاص به بروز رفتارهای غیرعقلایی بیشتری منجر شده باشد؛ بنابراین، برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود که در زمان ثبات نسبی و به دور از هیجانات بازار بورس نیز این رفتارها بررسی شود و با این نتایج مقایسه شود تا براساس آن بتوان راهکارهای دقیق‌تر و کاربردی‌تری ارائه کرد.

منابع

1. Abdin, S. Z., Farooq, O., Sultana, N., & Farooq, M. (2017). The impact of heuristics on investment decision and performance: Exploring multiple mediation mechanisms. *Research in International Business and Finance*, 42, 674-688.
2. Aigbovo O., & Ilaboya O. J. (2019). Does behavioural biases influences individual investment decisions. *Management Science Review*, 10(1), 68-89
3. Barberis, N. (2002). A survey of behavioral finance. *Journal Bureau of Economic Research*.
4. Costa, D. F., Carvalho, F. de M., & Moreira, B. C. de M. (2018). Behavioral economics and behavioral finance: A bibliometric analysis of the scientific fields. *Journal of Economic Surveys*.
5. Grinblate, M. Han, B. (2005). Prospect theory, mental accounting and momentum. *Journal of Finaneial Economics*, 78, 311-39.

- Business Review International*, 1(1), 234-240.
28. Walters, D. J., Fernbach, P. M., Fox, C. R., & Slovic, S. A. (2016). Known unknowns: A critical determinant of confidence and calibration. *Management Science*.
29. Yu, H., Dan, M. H., Ma, Q. & Jin, J. (2018, May). They all do it, will you? Event related potential evidence of herding behavior in online peer-to-peer lending. *Neuroscience Letters*, 681, 1-5.
- Emerging Market Finance*, 17(1), 29-59.
16. Mushinada, V. N. C. & Veluri, V. S. S. (2018). Investor's overconfidence behaviour at Bombay Stock Exchange. *International Journal of Managerial Finance*, 14(5), 613-632.
17. Niehaus, G., & Shrider, D. (2014). Framing and the disposition effect: Evidence from mutual fund investor redemption behaviour. *Quantitative Finance*, 14(4), 683-697.
18. Pompian, M. (2012). *Behavioural finance and investor types: Managing behaviour to make better Investment Decisions*. New York: John Wiley & Sons.
19. Qawi, B. R. (2010). Behavioral finance: Is investor psyche driving market performance? *The IUP Journal of Behavioral Finance*, 7(4), 7-19.
20. Razek, Y. H. (2011). An overview of behavioural finance and revisiting the behavioural Life cycle hypothesis. *The IUP Journal of Behavioural Finance*, 8(3), 7-24.
21. Rehan, R. & Umer, I. (2017). Behavioural biases and investor decisions. *Market Forces*, 12(2), 12-20.
22. Rockenback, B. (2004). The behavioral relevance of mental accounting for the pricing of economic behavior & organization. *Journal of Economic behavior & Organization*, 53(4), 513-527.
23. Shafi, M. (2014). Determinants influencing individual investor behavior in stock market: a cross country research survey. *Arabian Journal of Business and Management Review*, 2(1), 60-71.
24. Shah, S. Z. A., Ahmad, M. & Mahmood, F. (2018). Heuristic biases in investment decision-making and perceived market efficiency: A survey at the Pakistan stock exchange. *Qualitative Research in Financial Markets*, 10(1), 85-110.
25. Shefrin, H. (2001). Some new evidence on eva companies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(1), 32-42.
26. Shin, H., & Park, S. (2018). Do foreign investors mitigate anchoring bias in stock market? Evidence based on post-earnings announcement drift. *Pacific Basin Finance Journal*, 48, 224-240
27. Singh, S. (2016). The role of behavioral finance in modern age investment. *Pacific*

