

## ارائه مدل کجرفتاری مشتریان خدمات سازمان‌های مالی

ایمان عمویی<sup>۱</sup>، سید فتح‌الله امیری عقدایی<sup>۲\*</sup>، آذرنوش انصاری<sup>۳</sup>

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.

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

پذیرش: ۱۴۰۱/۳/۹

دریافت: ۱۴۰۰/۱۱/۵

### چکیده

کجرفتاری به‌عنوان رفتاری غیرعقلایی و غیرمنطقی، نوعی از رفتار و تصمیم‌گیری در بین مشتریان بازارها و سازمان‌ها به‌ویژه در بخش مالی و سرمایه‌گذاری است که شناخت ماهیت آن، همچنین عوامل مؤثر و پیامدهای آن می‌تواند به پیش‌بینی بهتر بازارها کمک کند. هدف پژوهش حاضر طراحی مدل کجرفتاری مشتریان این نوع سازمان‌ها (به‌طور خاص بازار سرمایه و بورس) می‌باشد. در این پژوهش سعی بر آن بوده است تا با بهره‌گیری از روش آمیخته کیفی- کمی (اکتشافی- تأییدی)، همچنین به‌کارگیری فن تحلیل مضمون مصاحبه‌ها (در بخش کیفی) و تحلیل داده‌ها و سنجش مدل پژوهش با کمک نرم‌افزارهای آماری SPSS 22 و Smart PLS 3 (در بخش کمی) مدلی از این پدیده ارائه شده تا شناخت بهتری از آن حاصل شود. جامعه پژوهش در بخش کیفی، خبرگان و مشتریان مطلع در زمینه پژوهش و در بخش کمی نیز تمام مشتریان خدمات بازار بورس را شامل شده است. همچنین در بخش کیفی پژوهش، نمونه ۱۱ نفری و در بخش کمی نیز ۱۷۶ نفر از مشتریان تهرانی سازمان بورس بررسی شدند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که کجرفتاری مشتریان به‌طور مستقیم متأثر از ۳ نوع سوگیری ذهنی بوده و ارزش‌های فرهنگی، شرایط و قوانین اقتصادی و عوامل سیاسی نیز بر شکل‌گیری سوگیری‌های ذهنی و در پی آن کجرفتاری مؤثر است. همچنین علاوه بر تعیین الگوهای کجرفتاری در



این بازار، پیامدهای بی‌ثباتی اقتصادی و هرج و مرج اجتماعی از جمله پیامدهای مهم و کلیدی کجرفتاری مشتریان خدمات سازمان‌های مالی شناخته شده است.

**واژه‌های کلیدی:** رفتار مشتری، کجرفتاری مشتریان، اقتصاد رفتاری، سوگیری ذهنی.

## ۱- مقدمه

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، بحث کجرفتاری مشتریان است. به همین منظور مطالعه‌های به نسبت زیادی نیز در حوزه کجرفتاری انجام شده است [۱]. واقعیت‌ها و نتایج ارائه‌شده به وسیله برخی نظریه‌ها آن است که برخی سوگیری‌های ذهنی/ رفتاری/ ابتکاری، به جای خردگرایی ارائه‌شده در نظریه‌های سنتی مالی، نقش مهمی در شکل‌گیری رفتار مشتریان خدمات سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی دارد. نظریه‌ها و ادبیات علمی روان‌شناسانه زیادی وجود دارد مبنی بر اینکه افراد اشتباهات سیستماتیکی را در طرز فکر خود مرتکب می‌شوند. آنها بیش از حد اعتماد به نفس دارند یا برخی از آنها وقایع گذشته را قابل پیش‌بینی می‌دانستند. این اولویت‌ها و سوگیری‌ها ممکن است باعث ایجاد تحریف در تصمیم‌گیری (یا همان کجرفتاری) شود [۲].

دلایلی وجود دارد که ضرورت و اهمیت انجام این پژوهش را آشکار می‌سازد، از جمله این دلایل برداشت‌های بسیار متنوع و متفاوتی است که از مفهوم کجرفتاری وجود دارد. در این پژوهش کجرفتاری مشتری رفتاری قابل پیش‌بینی و قانونی از سوی مشتریان به شمار می‌رود که روی دادن آن می‌تواند پیامدها و مشکلاتی را برای یک سازمان، یک صنعت و حتی اقتصاد یک کشور به دنبال داشته باشد. بنابراین با توجه به اینکه مطالعاتی که تاکنون به این مفهوم پرداخته‌اند، مدل مشخصی از این پدیده با مفهوم مورد نظر ارائه نداده‌اند، مسئله اصلی این پژوهش نبود مدلی جامع از کجرفتاری مشتریان خدمات سرمایه‌گذاری سازمان‌های مالی است، به طوری که با



بررسی عوامل مؤثر بر آن و همچنین پیامدهای اصلی این نوع رفتار در جامعه، بتوان تحلیل بهتری از آن ارائه کرد. به عبارت دیگر، کج رفتاری مشتریان خدمات سازمان‌های مالی به دلیل تأثیرگذاری بالا در شکل‌گیری ساختار اقتصادی کشور و داشتن پیامدهای گوناگون اقتصادی و اجتماعی، همچنین لزوم بررسی علل و عوامل شکل‌گیری آن و بررسی ماهیت آن عوامل (به‌طور خاص سوگیری‌های ذهنی و سایر عوامل کلان مؤثر) سبب شد تا بررسی این موضوع (به‌ویژه در چند سال گذشته) اهمیت پیدا کرده و با ارائه این مدل (ویژه مشتریان بورس) رویکرد دقیق‌تری به این پدیده داشته باشیم.

با این توضیحات، هدف اصلی پژوهش حاضر طراحی مدل کج رفتاری مشتریان خدمات سازمان‌های مالی شهر تهران می‌باشد.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### ۲-۱- کج رفتاری مشتریان

تصمیم‌گیری، یک فرایند شناختی و یک وظیفه انسانی است. انتخاب بهترین گزینه از گزینه‌های موجود از راه فرایندهای مختلف، به‌عنوان تصمیم‌گیری تعریف می‌شود [۳]. درحالی‌که چارچوب اصلی تئوری‌های اقتصاد کلاسیک مبتنی بر بیشینه‌کردن مطلوبیت انتظاری و ریسک‌گریزی است، مطالعه‌های تجربی از دنیای واقعی (و بررسی رفتار مصرف‌کننده) صحت و کاربردی بودن این تئوری‌ها را زیر سؤال برده و در سال‌های گذشته انتقادهای جدی به تئوری‌های مدرن اقتصادی و فرض انسان عقلایی وارد کرده است. این مطالعه‌ها نشان داده است که افراد در عمل، رفتاری متفاوت از آنچه که تئوری‌های اقتصادی از انسان عقلایی ترسیم می‌کنند، از خود بروز داده و گاهی وقت‌ها تصمیم‌های پیش‌بینی نشده اتخاذ می‌کنند [۴].

به عقیده سولومون رفتار منطقی و تصمیم‌گیری عقلایی مراحل دارد که عبارتند از تشخیص مسئله، جستجوی اطلاعات، ارزیابی گزینه‌ها، انتخاب محصول یا خدمات و رویداد نتایج. اما همواره تصمیم‌گیری‌ها از این رویه منطقی پیروی نمی‌کنند و یا به‌طور الزام در هر بخشی از فرایند، عقلانیت و منطق وجود ندارد، برای مثال این فرض که جستجوی اطلاعات به‌وسیله مشتریان فرایندی منطقی است، همواره صحیح نیست، به این مفهوم که مشتریان یا



مصرف‌کنندگان به‌طور معمول تمام گزینه‌های ممکن را ارزیابی نکرده و اطلاعات کاملی در این زمینه جمع‌آوری نمی‌کنند [۵]. بحثی که در حوزه رفتار غیرعقلایی یا کج‌رفتاری مشتریان خرد مطرح است آن است که سرمایه‌گذاران خرد به احتمال زیاد استراتژی‌های خلاف جهت بازار اتخاذ کرده و یا تجارت را به‌طور مکرر با مقادیر اندک پول و در دوره‌های کوتاه‌مدت انجام می‌دهند [۶].

منظور از رفتار غیرعقلایی یا کج‌رفتاری، انحراف از همین تصمیم‌گیری‌های درست و بهینه است. به‌طور معمول به‌دلیل محدودیت زمان و منابع شناخت، نمی‌توان داده‌های جمع‌آوری‌شده از محیط را به‌طور بهینه تجزیه و تحلیل کرد. بنابراین ذهن انسان به‌طور طبیعی از محاسبه‌های ساده و سرانگشتی استفاده می‌کند و ممکن است افراد در فرایند تفکر و تصمیم‌گیری دچار اشتباهاتی شوند [۷]. همچنین در بازارهای گوناگون به‌ویژه بازارهای مالی به‌طور کلی تورش‌های رفتاری یا سوگیری‌های ذهنی به‌جای عقل‌گرایی نقش مهمی در شکل‌گیری تصمیم‌های سرمایه‌گذاری انفرادی و رفتارهای غیرمنطقی (کج‌رفتاری) مردم ایفا می‌کنند. تصمیم‌گیری غیرعقلایی فردی ارتباط مهمی با سوگیری‌های ذهنی داشته و این سوگیری‌ها تأثیر مهمی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری فردی دارند [۲].

یکی از انواع کج‌رفتاری‌ها در انواع بازارها به‌ویژه بازارهای مالی، زمانی است که سرمایه‌گذاران به‌جای رفتار و تصمیم‌گیری منطقی بر مبنای تحلیل‌های خود، از سایر سرمایه‌گذاران پیروی می‌کنند و نظر دیگران، تصمیم سرمایه‌گذاری آنها را تغییر می‌دهد که به رفتار توده‌ای (گله‌ای) مشهور شده است. گاهی رفتار توده‌ای برای سرمایه‌گذارانی که دانش و تجربه کمتری دارند تا حدی عقلایی است، اما وجود رفتار توده‌ای گسترده در بازار ممکن است به نوسان‌های بازده و بی‌ثباتی بازار سرمایه منجر شود، برای مثال عمده سرمایه‌گذاران ایرانی در بورس تهران رفتارهای توده‌ای دارند؛ اما در دوره‌های ریزش بازار تا حدی منطقی‌تر عمل کرده و شدت رفتار توده‌ای خود را در سرمایه‌گذاری‌ها کاهش می‌دهند [۸]. به‌طور معمول استراتژی‌ها و رفتارهای معاملاتی مشتریان حوزه سرمایه‌گذاری متفاوت هستند. همان‌طور که بیان شد، سرمایه‌گذاران خرد معمولاً تجارت را به‌طور مکرر با مقادیر اندک پول و در دوره‌های کوتاه‌مدت انجام می‌دهند [۶]. همچنین سوگیری‌های مختلفی به‌ویژه فرآهمداری



و تمایل به هم‌رنگی بر تصمیم سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است و سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های خود دارای دانش محدود و مستعد خطاهای روانی هستند [۹]. تصمیم‌گیری فردی ارتباط مهمی با سوگیری‌های ذهنی از جمله تورش ادراکی داشته و این سوگیری تأثیر قابل توجهی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری فردی دارد و توصیه می‌شود که سرمایه‌گذاران فردی در مورد چگونگی غلبه بر نتایج سرمایه‌گذاری نامطلوب ناشی از تورش‌های رفتاری آموزش ببینند [۲]. بنابراین همان‌طور که شرح داده شد، کج رفتاری مشتریان تحت تأثیر عوامل گوناگونی روی می‌دهد که مهم‌ترین آنها سوگیری‌های ذهنی است. علاوه بر این عامل اساسی، عوامل مؤثر دیگری نیز هستند که در ادامه به آنها پرداخته می‌شود.

## ۲-۲- عوامل مؤثر بر کج رفتاری مشتریان

پدیده کج رفتاری به‌طور حتم تحت تأثیر عواملی است که شناسایی آنها تا حد زیادی به تدوین استراتژی‌های صحیح بازاریابی در صنعت خدمات سرمایه‌گذاری یا در سطح کلان‌تر تدوین استراتژی‌های اقتصادی بهتر در کشور کمک خواهد کرد.

### ۲-۲-۱- ارزش‌های فرهنگی

بسیاری از پژوهشگران برای بررسی ابعاد گوناگون ارزش‌های فرهنگی از مدل هافستد بهره می‌گیرند. به‌طور معمول قبل از راه‌اندازی کسب‌وکارها، بررسی بازارها و تبلیغات در آن، فرهنگ اقتصاد محلی آن جامعه تجزیه و تحلیل می‌شود [۱۰]. هافستد در سطح ملی پنج دسته از عوامل فرهنگی ارزشی را مطرح می‌کند که عبارتند از فردگرایی در برابر جمع‌گرایی، فاصله قدرت، اجتناب از تردید و دودلی، مردگرایی در مقابل زن‌گرایی و نگرش بلندمدت در مقابل نگرش کوتاه‌مدت [۱۱]. خودداری و افراط و بی‌قیدی نیز سال‌ها بعد (۱۹۹۱) به چارچوب مورد بررسی هافستد اضافه شد [۱۲]. بسیاری از پژوهشگران معتقدند که ارزش‌ها به‌عنوان معیارهایی عمل می‌کنند که وظیفه هدایت افکار و رفتارهای افراد را بر عهده دارند، برای مثال روکاج استدلال می‌کند که ارزش‌های فرهنگی به شیوه‌های مختلف رفتارهای انسان‌ها را هدایت می‌کنند و باعث می‌شوند تا افراد در مورد مسائل اجتماعی و سیاسی رویکردهای



خاصی را اتخاذ کنند [۱۳]. این گزاره‌ها مبین آن است که فرهنگ و ارزش‌های جامعه بر گرایش‌ها و سوگیری‌های ذهنی تأثیر داشته و رفتار را به سمت و سوی خاصی (که ممکن است براساس قواعد استاندارد اقتصادی نباشد) هدایت می‌کند.

## ۲-۲-۲- عوامل سیاسی

ارتباط عوامل سیاسی با فرهنگ و تصمیم‌های اقتصادی و اجتماعی افراد نیز در پژوهش‌های گوناگون مورد بحث قرار گرفته است. بارن و شوارتز (۱۹۹۸) با بررسی بعد دوم ایدئولوژی‌های سیاسی، یعنی محافظه‌کاری و لیبرالیسم اجتماعی و فرهنگی نشان دادند احزاب لیبرال که بر تساهل، گشودگی و استقلال شخصیتی تأکید می‌کنند، بیشتر برای افرادی که بر ارزش‌های جهان‌گرایی، خودفرمانی و انگیزش تقدم قائلند، مطلوب می‌باشد [۱۴]. به‌طورکلی، ارزش‌های فرهنگی در نقاط مختلف جهان به‌عنوان کانونی برای تعیین گرایش‌های سیاسی عمل می‌کنند [۱۵]. گاهی نظرها و تصمیم‌گیری‌های افراد در حوزه سیاسی، بیشتر از آنکه حاصل یک تجزیه و تحلیل عمیق و دقیق باشد، ناشی از سبک زندگی آنهاست. همین امر باعث شده است تا در امر بازاریابی، برخی خرده‌فروشان مواد غذایی با استفاده از این شرایط، با به تصویرکشیدن مؤثر محصولات و ادغام بازاریابی محصولات و بازاریابی سیاسی اقدام به تأثیر بر تصمیم‌گیری مشتریان کنند [۱۶]. از این مطالب استنباط می‌شود که عوامل سیاسی در تعامل با عوامل فرهنگی بر نگرش و ذهنیت افراد و همچنین رفتار آنها در حوزه‌های مالی و اقتصادی (و سرمایه‌گذاری) اثر می‌گذارد.

## ۲-۲-۳- سوگیری‌های ذهنی (تورش‌های رفتاری)

فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری (رفتار سرمایه‌گذار) تحت تأثیر تورش‌های رفتاری مختلفی قرار می‌گیرد که سرمایه‌گذاران را از عقلانیت منحرف کرده و باعث تصمیم‌گیری غیرمنطقی و غیرعقلایی می‌شود [۱۷]. در حقیقت این حوزه بر رفتار سرمایه‌گذاران و فرایند تصمیم‌گیری آنها تمرکز دارد [۱۸]. فرااعتمادی<sup>۱</sup>، متحدشدن (همرنگی)<sup>۲</sup>،

1. Overconfidence  
2. herding



لنگرانداختن<sup>۱</sup>، ناهماهنگی شناختی<sup>۲</sup>، خطای دسترسی<sup>۳</sup>، خوداسنادی<sup>۴</sup>، حسابداری ذهنی<sup>۵</sup>، خطای شکل یا چارچوب‌گرایی<sup>۶</sup> و خطای نمایندگی<sup>۷</sup> موارد معدودی از تورش‌هایی هستند که تأثیر عمده‌ای بر تصمیم‌گیری در حوزه سرمایه‌گذاری افراد دارند. [۱۹]. همچنین برخی پژوهشگران به تعصب نمایندگی، لنگرانداختن، زیان‌گریزی، فرااعتمادی و خوش‌بینی به‌عنوان تورش‌های مؤثر در تصمیم‌های مالی تأکید کرده‌اند [۲۰]. پژوهش‌های مختلف نشان داده است که انسان‌ها به‌طور معمول در فرایند تصمیم‌گیری از الگوی منطقی منحرف می‌شوند. تصمیم‌گیرندگان با توجه به محدودیت زمان و در نظر گرفتن منابع، مجبور به اخذ تصمیم‌های ابتکاری و بازنمایی‌های ساده از بین گزینه‌های خود هستند [۲۱]. در ادامه به برخی سوگیری‌ها بیشتر پرداخته شده است:

- **سوگیری فرااعتمادی یا اعتماد بیش از حد:** واکنش زیادی که سرمایه‌گذاران در فرااعتمادی از خود نشان می‌دهند، با توجه به توانایی آنها در فهم و درک و پردازش اطلاعات است [۲۲]:
- **سوگیری تمایل به هم‌رنگی:** در این سوگیری سرمایه‌گذاران تمایل به محدود کردن تصمیم‌های خود و پیروی از دیگران دارند [۲۳]. این پدیده زمان شرایط متلاطم در بازارهای مالی، رفتار دیگران مشاهده می‌شود [۲۴]:
- **سوگیری لنگرانداختن:** این تورش نشان می‌دهد که گرایش معمول انسان‌ها، وابستگی گسترده‌ای به اولین اطلاعات دریافتی زمان تصمیم‌گیری دارد [۲۵]. لنگرانداختن تأثیر منفی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارد [۲۶]:
- **سوگیری ادراکی یا پس‌بینی:** این تورش زمانی اتفاق می‌افتد که مردم مواردی را که پیش‌تر اتفاق افتاده است، به نسبت قابل‌پیش‌بینی می‌دانند. در نتیجه ممکن است سود

---

1. anchoring  
2. cognitive dissonance  
3. availability bias  
4. self-attribution  
5. mental accounting  
6. framing  
7. representative bias



سرمایه‌گذاری خود را بیش از حد ارزیابی کنند، بنابراین دچار اعتمادبه‌نفس کاذب می‌شوند [۲۷]؛

- **سوگیری خوداسنادی:** در تورش خوداسنادی، افراد موفقیت‌ها را به جنبه‌های ذاتی خود مانند دوران‌دیشی یا استعداد نسبت می‌دهند درحالی‌که شکست‌ها را به عوامل بیرونی مانند بدشانسی نسبت می‌دهند [۲]؛
- **سوگیری ضرر و زیان‌گریزی:** درد ناشی از ضررکردن بیشتر از لذت کسب سود در همان مقدار پول است. مردم در این تورش ترجیح می‌دهند سرمایه دچار ضرر شده را نگه دارند حتی اگر شانسی در برگشت آن نباشد [۲]؛
- **سوگیری پشیمانی‌گریزی:** تورش پشیمانی‌گریزی یک تورش احساسی است که در آن مردم از ترس اینکه تصمیم‌گیری آنها نتیجه بدی داشته باشد، دست به عمل نمی‌زنند. این تورش سرمایه‌گذاران را از بازاری که به‌تازگی زیان‌های تندی داشته، دور نگه می‌دارد [۲۸].

### ۲-۳- پیامدهای کج‌رفتاری

پژوهش‌های بسیار کمی بر پیامدهای رفتارهای خلاف قواعد اقتصادی انجام شده است. برخی پژوهشگران بر این عقیده هستند که این نوع رفتار مردم پیامدهای حقوقی و اجتماعی به‌دنبال دارد و در پی بررسی کارایی و اثربخشی قوانین ملی و فراملی برآمده‌اند [۲۹]. همچنین یکی از پیامدهای رفتار غیرعقلایی در سرمایه‌گذاری به‌طور قطعی پیامدهای اقتصادی است. در بورس، وجود سرمایه‌گذاران احساس‌گرا می‌تواند تأثیرات مهمی بر قیمت‌گذاری دارایی داشته باشد و قیمت‌ها را از ارزش بنیادی دور کند [۳۰].

در ادامه به برخی پژوهش‌های انجام‌شده در حوزه رفتار مشتریان و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و همچنین عوامل مؤثر بر آن پرداخته شده است. برخی از مهم‌ترین آنها در جدول ۱ ارائه شده است:





جدول ۱. پیشینه پژوهش

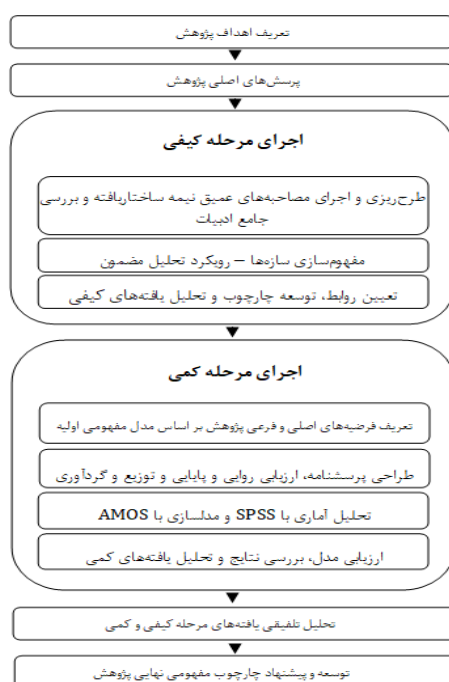
پژوهشگران (سال)	برخی بررسی‌ها و نتایج
[۳۸] شاهواروقی فراهانی (۱۳۹۹)	به عقیده پژوهشگر، جهت‌گیری‌های شناختی در ارتباط با نحوه تصمیم‌گیری افراد و تصمیم‌های آنها اثر می‌گذارد. این پژوهش بیان می‌دارد که چگونه مغز اطلاعات مالی را پردازش می‌کند و چطور تصمیم‌های افراد داخل آن شکل می‌گیرد.
[۸] وارث و همکاران (۱۳۹۹)	یافته‌های این پژوهش نشان داد که فرض وجود رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران در بازار تأیید شد و با در نظر گرفتن دوره‌های ریزش و صعود بازار به صورت جداگانه، رفتار توده‌ای در هر دو وضعیت مشاهده شد.
[۳۱] غبور باغبانی و بهبودی (۱۳۹۶)	نتایج این پژوهش نشان می‌دهد در مقوله فرهنگ، مؤلفه‌های نظام ارزشی، کانون کنترل، تحمل ابهام، عادت به سرمایه‌گذاری و افق زمانی در کنار شخصیت، سوگیری شناختی و سوگیری عاطفی، تصمیم‌های سرمایه‌گذاران را شکل می‌دهد.
[۲۰] کارتینی و نهاد (۲۰۲۱)	نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که عوامل روان‌شناختی به دو جنبه شناختی و عاطفی تفکیک شدند. از جنبه شناختی، تأثیر لنگرانداختن، نمایندگی، انزجار از زیان، اعتمادبه‌نفس بیش از حد و خوش‌بینی و از جنبه احساسی، تأثیر رفتار گله‌ای در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تحلیل شد.
[۹] مادان و سینگ (۲۰۱۹)	نتایج این پژوهش نشان داد که فراعتمادی و تمایل به هم‌رنگی بر تصمیم سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت دارد. نتیجه گرفته شد که سرمایه‌گذاران دارای دانش محدود و مستعد خطاهای روانی‌اند.
[۲] آیکوو و ایلابویا (۲۰۱۹)	نتایج نشان از آن بود که تصمیم‌گیری فردی ارتباط مهمی با تورش‌های نمایندگی، فراعتمادی، ضرر و زیان‌گریزی و پشیمانی‌گریزی ندارد. با این حال تورش ادراکی تأثیر قابل‌توجهی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری فردی دارد.
[۳۹] راجا رهان و عمران اومر (۲۰۱۷)	در این پژوهش سوگیری‌های رفتاری شامل اعتمادبه‌نفس بیش از حد، تفکر بیش از حد، سوگیری ادراکی و تعصب‌های شناختی شناسایی شدند. نتایج این پژوهش نشان داد که تورش‌های شناسایی‌شده تأثیر منفی بر تصمیم‌گیری مالی سرمایه‌گذاران می‌گذارد.
[۴۰] ریسیج و ژاوو (۲۰۱۷)	در این پژوهش در مورد تأثیر جانبداری از وضع موجود، منابع مالی، حسابداری ذهنی، دردسترس بودن، برتری‌داشتن، سادگی قوانین بر تصمیم‌های مصرف‌کننده بررسی‌هایی انجام شد.

باتوجه به اینکه در اغلب مطالعه‌ها و پژوهش‌های گذشته الگوهای کج رفتاری مشتریان (به‌ویژه کج رفتاری مشتریان سازمان‌های مالی و خدمات سرمایه‌گذاری)، همچنین دسته‌بندی مشخصی از انواع سوگیری‌های ذهنی و سایر عوامل مؤثر بر کج رفتاری ارائه نشده و پیامدهای رفتارهای غیرعقلایی نیز مورد توجه قرار نگرفته است. این پژوهش سعی در جبران این خلأ پژوهشی کرده و مدل نهایی بر این اساس تدوین شده است.



### ۳- روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ جهت‌گیری کلی از نوع توسعه‌ای و کاربردی است و اهداف توصیفی و اکتشافی دارد. همچنین جهت نیل به اهداف پژوهش، از روش آمیخته کیفی-کمی (اکتشافی-تأییدی) استفاده شده، به طوری که جنبه محوری آن کیفی است (شکل ۱).



شکل ۱. طرح کلی پژوهش

طرح کلی پژوهش در نمودار بالا شرح داده شده است. علاوه بر آن لازم به ذکر است که روش گردآوری داده‌ها در بخش کیفی، مصاحبه‌های عمیق نیمه ساختاریافته (جهت کشف و تأیید مؤلفه‌های نهایی و روابط آنها) و در بخش کمی پرسش‌نامه ۳۰ سؤالی طیف لیکرت بوده است.



**روایی و پایایی.** در بخش کیفی نسبت روایی محتوایی CVR<sup>1</sup> برای سؤال‌های مصاحبه با بهره‌گیری از نظرات ۱۰ نفر از خبرگان بزرگ‌تر یا مساوی ۰/۶۵ بوده است (بالتر از ۰/۶۲). جهت سنجش پایایی مصاحبه‌ها نیز از ضریب و فرمول کاپا کوهن بهره گرفته شد که در این پژوهش ۰/۵۵ بوده و براساس نظر لندیس و کوخ بالاتر از متوسط تلقی می‌شود. در بخش کمی نیز جهت تأیید روایی سازه، سطح معناداری بارتلت صفر (کمتر از ۰/۰۵) بوده و آماره کفایت نمونه‌برداری نیز در این پژوهش ۰/۶۸۵ می‌باشد. لازم به ذکر است که پایایی کل پرسش‌نامه با میزان ۰/۸۹۴ از مقدار قابل‌قبولی برخوردار بود، اما مؤلفه لنگرانداختن به دلیل آلفای ۰/۶ (پایین‌تر از ۰/۷) از بخش تحلیل حذف شد.

### ۳-۱- جامعه و نمونه پژوهش

در بخش کیفی، جامعه پژوهش شامل خبرگان و صاحب‌نظران دانشگاهی و اجرایی، همچنین مشتریان مطلع و کاملاً آشنا با بازارهای مالی و به‌طور خاص حوزه سرمایه‌گذاری و بورس می‌باشد. در بخش کمی نیز جامعه آماری عبارت است از تمام مشتریان خدمات سرمایه‌گذاری بازار بورس تهران. نمونه‌گیری در بخش کیفی این پژوهش به شیوه هدفمند (یا قضاوتی) بوده است که در مجموع ۱۱ صاحب‌نظر و مشارکت‌کننده مصاحبه عمیق شدند. در بخش کمی پژوهش نیز از شیوه نمونه‌گیری دردسترس استفاده شده و ۱۷۶ نفر از مشتریان بورس در شهر تهران بررسی شدند. براساس نظر لوهلین (۲۰۰۴) در مدلسازی معادلات ساختاری، حجم نمونه بین ۱۰۰ تا ۲۰۰ مطلوب ارزیابی می‌شود. در ادامه اطلاعات مربوط به مشارکت‌کنندگان در مصاحبه‌ها (بخش کیفی)، همچنین نمونه آماری (بخش کمی) آمده است.

### ۳-۲- ویژگی‌های جمعیت‌شناختی مشارکت‌کنندگان (برای مصاحبه)

افراد مصاحبه‌شونده ۱۱ صاحب‌نظر بوده‌اند که شامل ۲ کارشناس و پژوهشگر بورس، ۳ کارشناس مسائل اقتصادی (اقتصاد رفتاری) و ۶ نفر سرمایه‌گذار یا مشتری باتجربه بورس (بالای ۵ سال سابقه)، مطلع از بازار و شیوه‌های سرمایه‌گذاری می‌شدند.

1. Content Validity Ratio



لازم به ذکر است که با توجه به اهداف مصاحبه، هر مصاحبه به‌طور میانگین یک ساعت زمان برد و سؤال‌هایی از قبیل مصداق رفتارهای غیرعقلایی در حوزه بورس، سوگیری‌های ذهنی رایج در بین مشتریان خدمات بورس، عوامل مؤثر بر این سوگیری‌ها، پیامدهای این نوع رفتار در جامعه، راهکارهای پیشنهادی از دیدگاه هر صاحب‌نظر پرسش شدند. در ادامه اطلاعات بیشتری از مشارکت‌کنندگان و صاحب‌نظران آمده است (جدول ۲).

جدول ۲. اطلاعات جمعیت‌شناختی مصاحبه‌شوندگان

سمت و جایگاه/ حوزه فعالیت اصلی			درجه تحصیلی		
درصد	تعداد	سطح	درصد	تعداد	مدرک
۳۶٪	۴	مدرس یا پژوهشگر دانشگاهی	۳۶٪	۴	دکتری و دانشجوی دکتری
۴۶٪	۵	مدیر اجرایی/ صاحب کسب‌وکار	۲۸٪	۳	ارشد و دانشجوی ارشد
۱۸٪	۲	سرمایه‌گذار باتجربه	۳۶٪	۴	کارشناسی و سایر
۱۰۰٪	۱۱	جمع	۱۰۰٪	۱۱	جمع

### ۳-۳- ویژگی‌های جمعیت‌شناختی نمونه آماری (پرسش‌نامه)

افراد پاسخ‌دهنده از نظر سنی به سه گروه (۱۸ تا ۳۵ سال، بین ۳۵ تا ۶۰ سال، بیشتر از ۶۰ سال) تقسیم شدند. بیشترین فراوانی مربوط به گروه سنی ۱۸ تا ۳۵ سال بوده است که نشان می‌دهد عمده مشتریان را جوانان تشکیل می‌دهند. در این پژوهش مردان ۶۷/۸ درصد و زنان ۳۲/۲ درصد از افراد پاسخ‌دهنده را شامل می‌شوند. همچنین ۵۹/۳ درصد مشتریان تحصیلات لیسانس و ۲۳/۷ درصد فوق لیسانس داشتند که به ترتیب بیشترین فراوانی را نشان می‌دهد. علاوه بر آن بیشترین فراوانی مربوط به مشتریانی با سابقه کمتر از ۵ سال (۶۵/۳ درصد) است که نشان از تازه‌وارد بودن بخش زیادی از سرمایه‌گذاران بوده است، به این معنا که عمده پاسخ‌دهندگان (حدود دو سوم آنها) طی پنج سال گذشته مشتری خدمات بازار سرمایه (بورس) شده‌اند. این نتایج با دعوت گسترده مردم به سرمایه‌گذاری در بورس در سال‌های گذشته و ایجاد تعداد زیادی کد بورسی نیز تناسب دارد.



## ۴- یافته‌های پژوهش

### ۴-۱- بخش کیفی

در مرحله کیفی با در نظر گرفتن سؤال‌های اصلی پژوهش و با استفاده از رویکرد تحلیل مضمون، نسبت به مفهوم‌سازی و تعیین روابط بین متغیرها و استخراج چارچوب نهایی یکپارچه پژوهش اقدام شد.

### ۴-۱-۱- الگوهای کج رفتاری

در این بخش به سؤال اول پژوهش پاسخ داده شده است: کج رفتاری مشتریان خدمات سازمان‌های مالی (بورس) شامل چه الگوهایی می‌باشد؟ (جدول ۳).

جدول ۳. مضامین مرتبط با الگوهایی کج رفتاری در بین مشتریان بورس

مضامین پایه	نمونه متن‌های مصاحبه	فراوانی	مرجع ادبیات پژوهش
خریدوفروش بی‌اساس	فروش سهام در زمان اعلام سودآوری شرکت - خرید سهام زمان اعلام ضرر	۴	حاصل مصاحبه
خرید و فروش بدون اطلاع کافی	سرمایه‌گذاری بدون بررسی صورت‌های مالی - خرید و فروش فقط با تحلیل تکنیکال - خرید باتوجه به سیگنال‌های متفرقه	۱۱	حاصل مصاحبه
خرید و فروش بی‌موقع	فروش سهام با اولین نزول - خرید و فروش سهم با داغ شدن شایعه‌ها حول یک شرکت	۷	حاصل مصاحبه
خریدوفروش عاداتی	خریدوفروش روزانه سهم - نوسان‌گیری - خریدهای کوتاه‌مدت	۱۰	حاصل مصاحبه
رفتار گله‌ای (توده‌وار)	ورود به صف‌های طولانی خرید یا فروش - خرید براساس سیگنال‌های گروهی	۱۱	[۳۱؛ ۸؛ ۳۲]

### ۴-۱-۲- عوامل مؤثر بر کج رفتاری

در این بخش به سؤال دوم پژوهش پاسخ داده شده است: چه متغیرهایی بر کج رفتاری مشتریان خدمات سازمان‌های مالی (بورس) تأثیرگذار است؟



در این بخش، عوامل مؤثر در قالب چهار گروه تعیین شدند که عبارتند از سوگیری‌های ذهنی، عوامل سیاسی، شرایط و تحولات اقتصادی و ارزش‌های فرهنگی. سوگیری‌های ذهنی پس از استخراج از ادبیات علمی، از راه مصاحبه‌ها جمع‌بندی و عوامل نهایی تعیین شدند. عوامل سیاسی، شرایط و تحولات اقتصادی نیز از راه مصاحبه‌ها و با تطبیق با ادبیات پژوهش مشخص شدند. ارزش‌های فرهنگی نیز برگرفته از مدل هافستد بوده است که در مصاحبه‌ها تأیید شد. در ادامه شرح کوتاه مصاحبه‌ها آمده است (جدول ۴).

جدول ۴. مضامین مرتبط با سوگیری‌های ذهنی

مضامین پایه	نمونه متن‌های مصاحبه	فراوانی	مرجع ادبیات پژوهش
تقدیرگرایی	تصمیم به خواست خدا - قرارگرفتن در زمان و جای مناسب و تقدیر خوب - تصمیم درست با نیت درست	۹	حاصل مصاحبه
شبهه‌گریزی	معاملات بدون شک و شبهه - نرفتن دنبال رانت - سود براساس کارکرد درست سرمایه	۵	حاصل مصاحبه
ضرر و زیان‌گریزی	ضرر نکردن بهتر از سودکردن است - ضرر منفور است.	۵	[۲؛ ۲۱؛ ۳۳؛ ۱۷]
پشیمانی‌گریزی	به عقب برنگشتن - دوست‌نداشتن پشیمانی - بدون خطرپذیری جلورفتن	۳	[۳۳؛ ۲۷؛ ۲۸؛ ۳۴]
نگاه کوتاه‌مدت	آینده برای آینده است - آینده قابل‌پیش‌بینی نیست - نباید منتظر فردا بود.	۱۰	[۱؛ ۲۷]
سوگیری خوداسنادی	کسی بهتر از خودم کمک نمی‌کند - حس بهتر فهمیدن شرایط - من همیشه موفقم.	۴	[۲؛ ۲۷؛ ۱۹]
سوگیری ادراکی	همیشه درست پیش‌بینی کردن - ادعای بالا بودن دانش و فهم شرایط	۵	[۲۱؛ ۲۷؛ ۱۹]
تمایل به هم‌رنگی	مردم بهتر می‌فهمند - تا نباشد چیزی که مردم نگویند چیزها - رفتن مردم در صف‌های طولانی بی‌دلیل نیست.	۱۱	[۲۳؛ ۳۵؛ ۱۹]
لنگرانداختن	گرفتن سرخط - بگن "ف" رفتم فرحزاد - راه را باید تا انتها رفت.	۴	[۲۱؛ ۲۵؛ ۱۹]



سوگیری تقدیرگرایی و شبهه‌گزینی مفاهیم کاملاً جدیدی هستند که در این پژوهش به آن توجه شده است. این موارد با تمامی مفاهیمی که تا به حال در پژوهش‌های گوناگون بررسی شدند، تفاوت دارد. هرچند بین شبهه‌گزینی با مؤلفه ابهام‌گزینی در پژوهش پمپین (۲۰۱۲) شباهت‌هایی وجود دارد، اما شبهه‌گزینی بار ارزشی و اعتقادی دارد (جدول‌های ۵ و ۶).

جدول ۵. مضامین مرتبط با عوامل سیاسی

مضامین پایه	نمونه متن‌های مصاحبه	فراوانی	مرجع ادبیات پژوهش
سیاست‌های داخلی	سیاسی شدن جامعه - سیاست‌زدگی - سیاست اشتباه تصمیم‌گیران - مجازات سرمایه‌گذاران کلان	۱۱	[۳۶؛ ۱۵]
سیاست‌های جهانی	ارتباط ضعیف سیاسی با سایر کشورها - سایه تحریم - افت‌وخیز ارتباط‌ها - تهدیدهای جنگی	۱۰	[۳۷]

جدول ۶. مضامین مرتبط با شرایط و تحولات اقتصادی

مضامین پایه	نمونه متن‌های مصاحبه	فراوانی	مرجع ادبیات پژوهش
قوانین و برنامه‌های اقتصادی	حمایت‌نکردن از سرمایه‌گذاران - شعاری‌شدن برنامه‌های اقتصادی - قوانین نوپدید (خلق‌الساعه)	۱۱	حاصل مصاحبه
روابط اقتصادی جهانی	خروج سرمایه‌گذاران خارجی یا تهدیدهای جهانی اقتصادی - ابهام‌های وضعیت برجام - ارتباط‌های گسترده تجاری - قراردادهای جهانی	۹	حاصل مصاحبه

باتوجه به مصاحبه‌های عمیق انجام‌شده علاوه بر عوامل فرهنگی (که در ادبیات به آن اشاره و در مصاحبه‌ها تأیید شده است)، عوامل اقتصادی و سیاسی نیز در شکل‌گیری سوگیری‌های ذهنی و کج رفتاری مشتریان خدمات سازمان‌های مالی مؤثر است. لازم به ذکر است که ابعاد موردنظر در ارزش‌های فرهنگی شامل فردگرایی، ابهام‌گزینی، بی‌قیدی، مردسالاری، قدرت‌گرایی و گرایش کوتاه‌مدت، در مصاحبه با صاحب‌نظران تأیید شدند و مؤلفه جدیدی به آن اضافه نشد.



#### ۴-۱-۳- پیامدهای کج رفتاری

در ادامه جدول مربوط به مصاحبه‌های مرتبط با این سؤال آمده است: کج رفتاری مشتریان خدمات سازمان‌های مالی چه پیامدهایی به دنبال دارد؟ (جدول ۷).

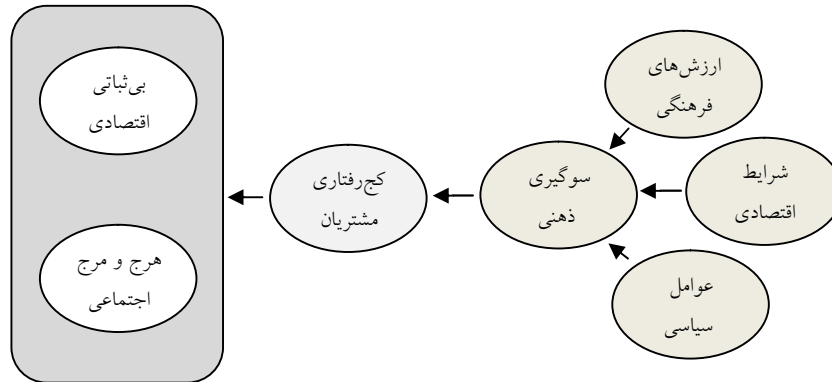
جدول ۷. مضامین مرتبط با پیامدهای کج رفتاری

مضامین پایه	نمونه متن‌های مصاحبه	فراوانی	مرجع ادبیات پژوهش
شیوع ناهنجاری‌های رفتاری	پیامدهای ناگوار اجتماعی - ناهنجاری‌های حاکم بر جامعه - رفتارهای ناپایدار اجتماعی	۸	حاصل مصاحبه
تضعیف ارزش‌های اجتماعی و فرهنگی	رنگ‌باختن ارزش‌ها - کم‌رنگ‌شدن اعتقادات مردم	۷	حاصل مصاحبه
بروز خشونت‌های فردی و گروهی	احتمال شورش‌های خیابانی - خشن‌شدن جامعه - هجوم به مؤسسه‌های مالی	۱۰	حاصل مصاحبه
تصمیم‌های متزلزل گرفتن، اشتباه و بی‌فایده	گرفتن تصمیم‌های بدتر - تصمیم‌های نمایشی - تزریق مسکن‌های موقت - تزلزل در سیاست‌گذاری	۵	[۲۹]
به هم ریختگی معادله‌ها و تعادل اقتصادی	تحول شاخص‌های اساسی - غیرقابل‌پیش‌بینی‌شدن اقتصاد - تغییر ناگهانی متغیرهای اقتصادی	۸	[۲۹؛ ۳۰]
بحران‌های مالی و اقتصادی	بدترشدن وضع معیشت مردم - بحران‌های هولناک اقتصادی - عمل نکردن به پیشنهادهای سیاست‌گذاران	۱۱	[۲۹]

لازم به ذکر است که براساس تحلیل عاملی تأییدی انجام‌شده در بخش کمی پژوهش (با بهره‌گیری از داده‌های پرسش‌نامه‌ای)، شکل‌گیری مفاهیم در الگوی زیر نمایان است. براساس نتایج حاصل از تحلیل مضمون داده‌های گردآوری‌شده در مرحله کیفی پژوهش و نتایج بررسی پژوهش‌های پیشین، سازه‌های پژوهش و ابعاد آنها، همچنین روابط بین سازه‌ها، سپس چارچوب مفهومی اولیه پژوهش تعیین شد. لازم به ذکر است که متغیرهای جدید حاصل از



مصاحبه‌ها (به‌ویژه دو مورد سوگیری ذهنی و عوامل اقتصادی) به‌عنوان نوآوری پژوهش در این مدل ارائه شده است (شکل ۲).



شکل ۲. مدل مفهومی پژوهش

#### ۴-۲- بخش کمی

در مرحله کمی، چارچوب مفهومی پژوهش که در مرحله کیفی شکل گرفت، با استفاده از داده‌های گردآوری‌شده از راه پرسش‌نامه در چارچوب معادلات ساختاری- روش حداقل مربعات جزئی، در نرم‌افزار Smart PLS 3 مدل‌سازی شد و چارچوب مفهومی پژوهش از نظر مدل اندازه‌گیری، مدل ساختاری و همچنین برازش کلی مدل، آزمون شدند. لازم به ذکر است که در این بخش نخست تحلیل عاملی اکتشافی با هدف دسته‌بندی متغیرهای سوگیری (انواع سوگیری‌های ذهنی) انجام گرفت، به‌طوری‌که ۸ سوگیری ذهنی تأییدشده در بازارهای مالی در نهایت با این شیوه به سه دسته اصلی تقسیم‌بندی شدند. در ادامه از تحلیل عاملی تأییدی نیز بهره گرفته شد و ارتباط هر یک از عوامل مؤثر بر سوگیری با در نظر گرفتن زیرمجموعه‌های خود سنجش شد.

**تحلیل عاملی اکتشافی.** در این مطالعه، سوگیری‌های هشت‌گانه در تحلیل عاملی اکتشافی دسته‌بندی شدند. شاخص KMO مقدار ۰/۶۶۴ (بالای ۰/۵) و نتایج آزمون کرویت بارتلت نیز



معنادار و ۰/۰۰ (پایین‌تر از ۰/۰۵) است که نشان می‌دهد که بین متغیرها همبستگی معناداری وجود دارد (جدول ۸).

جدول ۸. شرح واریانس کلی

مجموع چرخش مجذورات بارهای عاملی			مقادیر ویژه اولیه			عناصر
درصد تجمعی	درصدی از واریانس	کل	درصد تجمعی	درصدی از واریانس	کل	
۲۶/۰۴۹	۲۶/۰۴۹	۲/۰۸۴	۳۳/۷۷۶	۳۳/۷۷۶	۲/۷۰۲	۱
۴۹/۷۱۸	۲۳/۶۶۹	۱/۸۹۴	۵۷/۰۲۴	۲۳/۲۴۸	۱/۸۶۰	۲
۷۰/۵۵۲	۲۰/۸۳۴	۱/۶۶۷	۷۰/۵۵۲	۱۳/۵۲۹	۱/۰۸۲	۳
			۷۸/۸۰۶	۸/۲۵۴	۰/۶۶۰	۴
			۸۶/۱۱۱	۷/۳۰۵	۰/۵۸۴	۵
			۹۲/۱۹۷	۶/۰۸۶	۰/۴۸۷	۶
			۹۶/۸۰۹	۴/۶۱۳	۰/۳۶۹	۷
			۱۰۰/۰۰۰	۳/۱۹۱	۰/۲۵۵	۸

همان‌طور که مشاهده می‌شود، در شرح واریانس کلی نیز سه عامل کلی قابلیت تبیین واریانس‌ها را دارند (جدول ۹).

جدول ۹. ماتریس عناصر چرخش یافته

عناصر			
۳	۲	۱	
۰/۸۸۱			تقدیرگرایی
۰/۸۳۴			شبه‌گزینی
		۰/۸۸۷	تمایل به هم‌رنگی
		۰/۸۱۶	خوداسنادی
		۰/۷۴۵	ادراکی
	۰/۷۴۱		نگاه کوتاه‌مدت
	۰/۸۰۲		ضرر و زیان‌گزینی
	۰/۸۰۰		پشیمانی‌گزینی



جدول بالا نیز سهم متغیرها را (با مقادیر قابل قبول) در دسته‌های کلی بعد از چرخش نشان می‌دهد. پس از تحلیل عاملی اکتشافی به منظور تأیید مدل ساخته شده از تحلیل عاملی تأییدی استفاده شد. باتوجه به داده‌های جدول‌های بالا، سوگیری‌های ذهنی در سه گروه دسته‌بندی می‌شوند (جدول ۱۰).

جدول ۱۰. سازه‌ها، ابعاد و شاخص‌ها

شاخص	ابعاد	سازه
پشیمان‌گزیزی	سوگیری حسی یا ترجیحی	سوگیری‌های ذهنی
ضرر و زیان‌گزیزی		
نگاه کوتاه‌مدت		
ادراکی	سوگیری شناختی یا قضاوتی	
تمایل به هم‌رنگی		
خود اسنادی		
تقدیرگرایی	سوگیری ارزشی یا اعتقادی	
شبهه‌گزیزی		

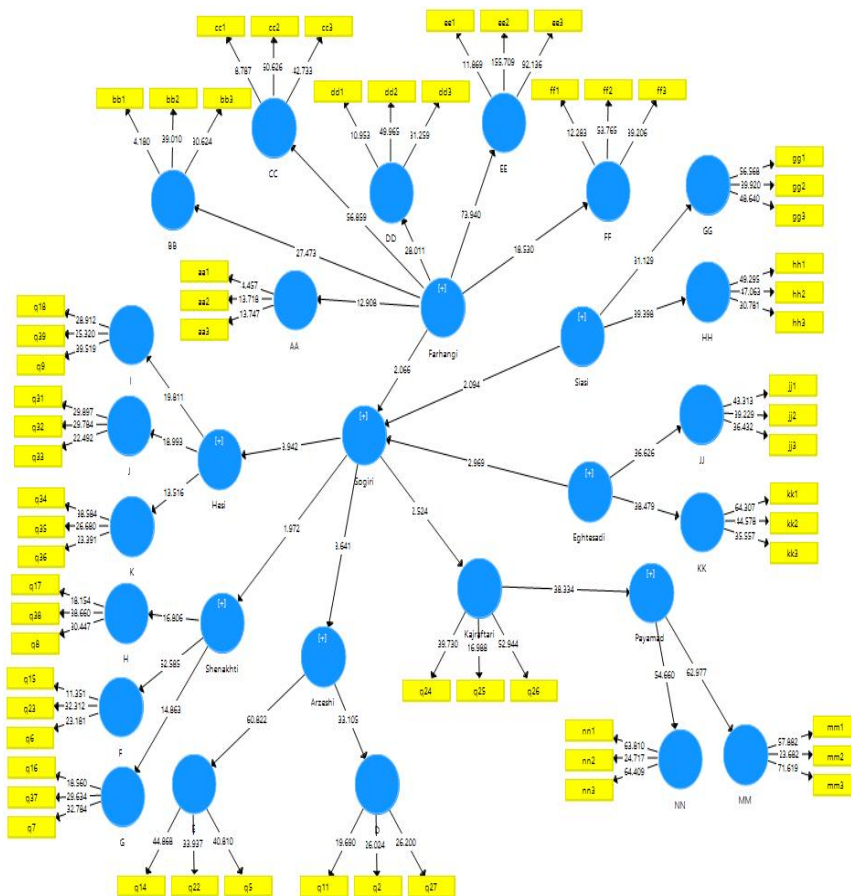
#### ۴-۲-۱- ارزیابی و تحلیل برازش مدل اندازه‌گیری و مدل ساختاری

تمامی بارهای عاملی برای داده‌ها مقداری بیشتر از  $0/4$  دارند که (براساس معیار هالند (۱۹۹۹)) قابل قبول و نشان‌دهنده پایایی قوی تمام متغیرهای مشاهده‌پذیر است. مقادیر آلفای کرونباخ تمام متغیرهای مدل بیش از  $0/7$  است که برازش مناسب مدل اندازه‌گیری را از این نظر نشان می‌دهد. خروجی نرم‌افزار مقادیر AVE اندازه‌گیری شده برای تمامی سازه‌های مرتبه اول را بالای  $0/5$  نشان می‌دهد. همچنین باتوجه به ماتریس فورنل و لارکر، تمامی متغیرها قابل قبول هستند و برای شاخص HTMT تمامی متغیرها مقداری کمتر از  $0/9$  دارند (از حذف مواردی که نزدیک به  $0/9$  داشتند، چشم‌پوشی شد).

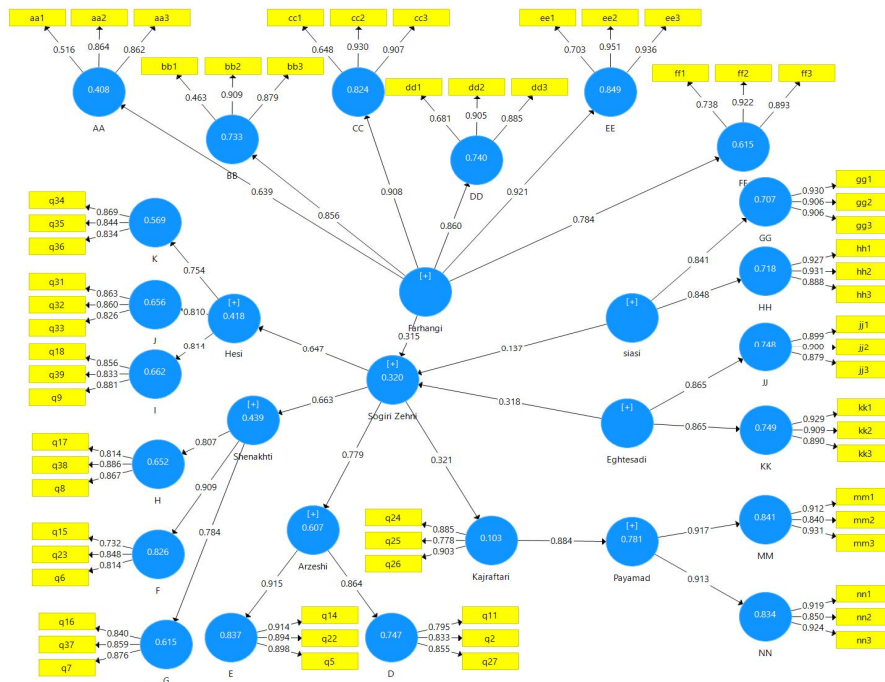


### ۴-۲-۲- مدل‌سازی ساختاری

مقادیر قدر مطلق معناداری و ضرایب استاندارد در ادامه آمده است (شکل‌های ۳ و ۴).



شکل ۳. مقادیر معناداری (T-VALUE)



شکل ۴. مقادیر ضرایب استاندارد

در ادامه به بررسی فرضیه‌ها پرداخته می‌شود (جدول ۱۱).

جدول ۱۱. فرضیه‌ها و تأثیر روابط

فرضیه‌ها	تأثیر روابط	معناداری	P Values	نتیجه
فرضیه اصلی اول	عوامل فرهنگی بر سوگیری ذهنی	۲/۰۶۶	۰/۰۳۹	قبول
فرضیه فرعی اول	فردگرایی بر سوگیری ذهنی	۱۲/۹۰۸	۰/۰۰۰	قبول
فرضیه فرعی دوم	ابهام‌گریزی بر سوگیری ذهنی	۲۷/۴۷۳	۰/۰۰۰	قبول
فرضیه فرعی سوم	بی‌قیدی بر سوگیری ذهنی	۵۶/۸۵۹	۰/۰۰۰	قبول
فرضیه فرعی چهارم	مردسالاری بر سوگیری ذهنی	۲۸/۰۱۱	۰/۰۰۰	قبول
فرضیه فرعی پنجم	قدرت‌گرایی بر سوگیری ذهنی	۷۳/۹۴۰	۰/۰۰۰	قبول
فرضیه فرعی ششم	گرایش کوتاه مدت بر سوگیری ذهنی	۱۸/۵۳۰	۰/۰۰۰	قبول



نتیجه	P Values	معناداری	تأثیر روابط	فرضیه‌ها
قبول	۰/۰۳۷	۲/۰۹۴	عوامل سیاسی بر سوگیری ذهنی	فرضیه اصلی دوم
قبول	۰/۰۰۰	۳۱/۱۲۹	سیاست داخلی بر سوگیری ذهنی	فرضیه فرعی اول
قبول	۰/۰۰۰	۳۹/۳۹۸	سیاست خارجی بر سوگیری ذهنی	فرضیه فرعی دوم
قبول	۰/۰۰۳	۲/۹۶۹	عوامل اقتصادی بر سوگیری ذهنی	فرضیه اصلی سوم
قبول	۰/۰۰۰	۳۶/۶۲۶	روابط اقتصادی بر سوگیری ذهنی	فرضیه فرعی اول
قبول	۰/۰۰۰	۳۸/۴۷۹	قوانین اقتصادی بر سوگیری ذهنی	فرضیه فرعی دوم
قبول	۰/۰۴۲	۲/۰۳۸	عوامل اقتصادی بر کج رفتاری	فرضیه فرعی سوم
قبول	۰/۰۱۲	۲/۵۲۴	سوگیری ذهنی بر کج رفتاری	فرضیه اصلی چهارم
قبول	۰/۰۰۰	۳/۶۴۱	سوگیری ارزشی بر کج رفتاری	فرضیه فرعی اول
قبول	۰/۰۰۰	۳/۹۴۲	سوگیری حسی بر کج رفتاری	فرضیه فرعی دوم
قبول	۰/۰۴۹	۱/۹۷۲	سوگیری شناختی بر کج رفتاری	فرضیه فرعی سوم
قبول	۰/۰۰۰	۳۸/۳۳۴	پیامدهای کج رفتاری	فرضیه اصلی پنجم
قبول	۰/۰۰۰	۶۲/۹۷۷	پیامدهای اقتصادی کج رفتاری	فرضیه فرعی اول
قبول	۰/۰۰۰	۵۴/۶۶۰	پیامدهای اجتماعی کج رفتاری	فرضیه فرعی دوم

از آنجا که مقادیر فرضیه‌ها بر اساس معیار قدر مطلق معناداری و P Value قابل قبول هستند، همه فرضیه‌ها تأیید شدند.

## ۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

پژوهش حاضر، با هدف طراحی مدل کج رفتاری مشتریان خدمات سازمان‌های مالی انجام شده است. از این رو با توجه به پژوهش‌های گوناگون در بسیاری از کشورها و جوامع مشخص شد که کج رفتاری مشتریان امری طبیعی ارزیابی شده و این پدیده در جوامع پیشرفته و توسعه یافته نیز روی می‌دهد. با توجه به مدل ارائه شده، کج رفتاری مشتریان خدمات سازمان‌های مالی (مورد مطالعه: بورس) تحت تأثیر عوامل متعدد و گوناگونی نظیر عوامل فرهنگی، اقتصادی و سیاسی، همچنین سوگیری‌های ذهنی مشتریان رخ می‌دهد. بر اساس نتایج، الگوهای کج رفتاری در بین مشتریان بازار سرمایه و سازمان‌های مالی شامل خرید و فروش بی‌اساس، خرید و فروش بدون اطلاع کافی، خرید و فروش بی‌موقع، خرید و فروش عادی و رفتار گله‌ای (توده‌وار)



می‌باشد. در بین الگوهای شناسایی شده، تنها رفتار گله‌ای در پژوهش‌های پیش‌گفته به‌عنوان رفتار غیرعقلایی شناسایی شده بود که غیورباغبانی و بهبودی (۱۳۹۶)، تیلر (۲۰۱۵) و وکیلی‌فرد، فروغ‌نژاد و خوشنود (۱۳۹۲) در پژوهش‌های خود این نوع رفتار را تحلیل کردند. همچنین سوگیری ارزشی و اعتقادی (سوگیری جدید)، سوگیری شناختی و قضاوتی و سوگیری حسی و ترجیحی، سه دسته سوگیری ذهنی هستند که در بین مشتریان خدمات سرمایه‌گذاری شناخته شدند. لازم به ذکر است که عامل سوگیری ارزشی و اعتقادی به‌عنوان نوآوری این پژوهش بوده است و مشخص شد که در کج رفتاری مشتریان خدمات سرمایه‌گذاری سازمان‌های مالی تأثیر زیادی داشته است.

همچنین در مقایسه با پژوهش‌های گذشته، کوزریندارتوتو و همکارانش (۲۰۲۰) نشان دادند که سرمایه‌گذاران خرد به احتمال زیاد استراتژی‌های خلاف جهت بازار اتخاذ کرده‌اند 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 کردند که شامل فراعتمادی، اثر وضعی و تمایل به هم‌رنگی بود. نتایج پژوهش آنها هم‌راستا با پژوهش حاضر نشان داد که فراعتمادی و تمایل به هم‌رنگی بر تصمیم سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت دارد. نتایج پژوهش آیگبو و ایلابویا (۲۰۱۹) نیز نشان از آن بود که تصمیم‌گیری فردی ارتباط مهمی با تورش‌های نمایندگی، فراعتمادی، ضرر و زیان‌گریزی و پشیمانی‌گریزی ندارد. باین حال تورش ادراکی تأثیر بسیاری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری فردی دارد. تأثیر تورش ادراکی در این پژوهش تأیید شد اما فراعتمادی، ضرر و زیان‌گریزی و پشیمانی‌گریزی نیز برخلاف پژوهش بررسی شده تأثیرگذار بود که این یافته ممکن است ناشی از اختلاف‌های فرهنگی ایران با کشورهای هم‌چون نیجریه باشد. در پژوهش راجا رهان و عمران اوامر (۲۰۱۷) نیز سوگیری‌ها در بین مشتریان بورس بررسی شده بود و سوگیری‌های رفتاری شامل اعتمادبه‌نفس بیش از حد، تفکر بیش از حد، سوگیری ادراکی و تعصبات شناختی را شناسایی کردند و بیان کردند که این تورش‌های شناسایی شده تأثیر منفی بر تصمیم‌گیری مالی سرمایه‌گذاران می‌گذارد. علاوه بر فراعتمادی و سوگیری ادراکی که در پژوهش حاضر نیز تأیید شد، به‌نظر می‌رسد تعصب‌ها نیز بار ارزشی



(غیرعقلایی و ناشی از باورها) دارد و می‌تواند با سوگیری‌های ارزشی و اعتقادی این پژوهش هم‌تراز تلقی شود. همچنین در بخش پیامدها، یکی از مهم‌ترین پیامدهایی که هم در برخی پژوهش‌ها از جمله وکیلی، فروغ‌نژاد و خوشنود (۱۳۹۲)، نصیری و کامیابی (۱۳۹۸) و بلووا (۲۰۱۵) به آن اشاره شده و هم در مصاحبه‌های عمیق انجام شده است، پیامدهای اقتصادی یا به عبارت بهتر بی‌ثباتی اقتصادی است. این پیامد شامل سه زیرگروه است که عبارتند از: گرفتن تصمیمات متزلزل و اشتباه اقتصادی، به هم ریختگی معادله‌ها و تعادل اقتصادی و همچنین بحران‌های مالی و اقتصادی. همین‌طور پیامدهای اجتماعی یا به عبارت دقیق‌تر هرج‌ومرج اجتماعی از دیگر پیامدهای کج‌رفتاری مشتریان خدمات سرمایه‌گذاری شناسایی شد. به این دسته از پیامدها به‌طور خاص در پژوهش‌های گذشته اشاره نشده بود که شامل شیوع ناهنجاری‌های رفتاری، تضعیف ارزش‌ها و بروز خشونت‌های فردی و گروهی می‌باشد.

نتایج حاصل از این پژوهش نه تنها برای سیاست‌گذاران به‌منظور تدوین استراتژی‌های مناسب جهت نظام‌مندتر کردن رفتارهای عمومی، بلکه برای شناخت بیشتر این پدیده در بین مشتریان مؤثر است. از این رو با بهبود رفتار عمومی شاهد جذب سرمایه و تشویق سرمایه‌گذاران خارجی به بازارهای مالی ایران (برخلاف روند فعلی و کوچ سرمایه‌گذاران داخلی به بازارهای جهانی مانند فارکس و ...) خواهیم بود. در ادامه پیشنهادهایی برگرفته از نتایج پژوهش ارائه شده است:

۱. پیشنهاد می‌شود مسئولان سیاست‌گذار در حوزه بازار سرمایه با ارائه برنامه‌های عملیاتی و قانون‌گذاری‌های مناسب (مانند برنامه‌ریزی برای آموزش‌های پیاپی و کم‌هزینه یا ایجاد شفافیت بیشتر در ارائه اطلاعات) به کاهش خطاهای تصمیم‌گیری (به‌ویژه سوگیری شناختی) کمک کنند. بنابراین الزامی کردن دوره آموزش اولیه برای همه مشتریان (به‌جای آزمون‌های صوری) از راه کارگزاری‌ها و اختصاص بخشی از درصد معامله‌ها به‌عنوان هزینه آن، یکی از مهم‌ترین پیشنهادها این پژوهش است؛
۲. در صورت زمینه‌سازی و هدایت تصمیم‌های مشتریان در راستای منافع جامعه از راه فرهنگ‌سازی مؤثر (نشان‌دادن پیامد تصمیم‌های اقتصادی ضد منافع جمعی برای افراد جامعه با تبلیغات گسترده و به‌وسیله فیلم‌های تلویزیونی، متون و تصاویر تبلیغاتی و





... می‌توان تا حد زیادی از پیامدهای این پدیده جلوگیری کرد. البته این قبیل اقدام‌های فرهنگی در بلندمدت تأثیرگذار خواهد بود و نباید انتظار بازدهی کوتاه‌مدت از آن داشت؛

۳. همچنین پیشنهاد می‌شود تا برای حوزه‌های سرمایه‌گذاری که به‌شدت از سمت تصمیم‌های سیاسی تحت تأثیرند، صندوق‌های حمایتی تشکیل شود، برای مثال سرمایه‌گذاری در بخش پتروشیمی (برای مثال خرید سهام شرکت‌های پتروشیمی) به‌شدت از قراردادهای جهانی (مانند برجام) یا تحریم‌های نفتی تأثیر می‌پذیرد. با تشکیل چنین صندوق‌هایی می‌توان با بهبود شرایط از محل اعتبارات آن برای جبران ضررهای ناشی از اتفاقات و بحران‌های سیاسی برای مشتریان سرمایه‌گذار، مانع ایجاد بخشی از سوگیری‌های ذهنی و عدم‌احساس امنیت در مشتریان شد.

## ۶- منابع

- [۱] ریچارد تیلر، کج رفتاری شکل‌گیری اقتصاد رفتاری، ترجمه: بهنام شهبایی، تهران: انتشارات مهریان نشر، چاپ اول. ۱۳۹۶
- [2] Aigbovo O., Ilaboya O. J. (2019) "Does behavioural biases influences individual investment decisions", *Management Science Review*, (2019), 10(1): 68-89.
- [3] Golman R., Bhatia S., Kane P. "The dual accumulator model of strategic deliberation and decision making", *Psychological Review*, (2020), 127(4): 477-504.
- [4] Fernandes J. L. B., Pena J.I., Tabak B. "Behavior finance and estimation risk in stochastic portfolio optimization", *Applied Financial Economics*.(2010), 20(9): 719-738.
- [۵] سید جوادین رضا، اسفیدانی محمد رحیم. رفتار مصرف‌کننده، تهران: انتشارات دانشگاه تهران، چاپ سوم. ۱۳۹۳.
- [6] Koesrindartotoa D. P., Aarona, A., Yusgiantorob I., Dharmaa W. A., Arroisi A. "Who moves the stock market in an emerging country – Institutional or retail investors?", *Research in International Business and Finance*, (2020). 51: 101-061.



- [7] Karimi K., Rahnamaroodposhti F. *Behavioral biases and earning management*, Ph.D. Thesis, Oloom Tahghighat University, Tehran. 2015
- [۸] وارث حامد، آریین حمیدرضا، آریانا یکتا بنیامین، بنزاده محمدجواد. "بررسی رفتار توده‌ای در بورس اوراق بهادار تهران با مدل چیانگ و ژنگ"، *تحقیقات مالی*، (۱۳۹۹)، ۲۲(۳): ۳۸۸-۴۰۷.
- [9] Madaan G., Singh S. "an analysis of behavioral biases in investment decision-making", *International Journal of Financial Research*. (2019). 10(4): 55-67.
- [10] Sudaryanto S., Subagio N. A., Awaliyah I. N., Wulandari D., Hanim A. "Influence of brand image, price and promotion on consumer's buying decision of fast moving consumer's goods with culture as a moderating variable in basmallah retail store in Indonesia", *International Journal of Scientific and Technology Research*, (2019), 8(3): 85-92
- [11] Hofstede G. "Organising for cultural diversity", *European Management Journal*, (1989), 7(4): 390-397.
- [12] Hofstede G. "Dimensionalizing cultures: The Hofstede model in context", *Online readings in psychology and culture*, (2011), 2(1): 8-26.
- [13] Feather N. T. "Value correlates of conservatism", *Journal of Personality and Social Psychology*, (1979), 37: 1617-1630.
- [14] Barnea M., Schwartz S. H. "Values and voting", *Political Psychology*, (1998), 19: 17-40.
- [15] Caprara G. V., Zimbardo P. H. "Personalizing politics: A congruency model of political preferences", *American Psychologist*, (2004), 29: 581-594.
- [16] Aerni Ph. "Do political attitudes affect consumer choice? Evidence from a large-scale field study with genetically modified bread in Switzerland", *Journal of Sustainability*, (2011), 3: 1555-1572.
- [17] Niehaus G., Shrider D. "Framing and the disposition effect: Evidence from mutual fund investor redemption behavior", *Quantitative Finance*, (2014), 14(4): 683-697.
- [18] Liu J., Jin X., Wang T., Yuan Y. "Robust multi-period portfolio model based on prospect theory and ALMV-PSO algorithm", *Expert Systems with Applications*, (2015), 42(20): 7252-7262.
- [19] Singh S. "The role of behavioral finance in modern age investment", *Pacific Business Review International*, (2016), 1(1): 234-240.



- [20] Kartini Kartini, Nahda Katiya. "Behavioral biases on investment decision: A Case Study in Indonesia", *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, (2021), 8(3) : 1231-1240.
- [21] Gradinaru A. "The contribution of behavioral economics in explaining the decisional process", *Procedia Economics and Finance*, (2014), 16: 417 - 426.
- [22] Mushinada V. N. C., Veluri V. S. S. "Investors overconfidence behaviour at Bombay Stock Exchange", *International Journal of Managerial Finance*, (2018), 14(5): 613-632.
- [23] Mertzanis C., Allam N. "Political Instability and Herding Behaviour: Evidence from Egypt's Stock Market", *Journal of Emerging Market Finance*, (2018), 17(1): 29-59.
- [24] Yu H., Dan M. H., Ma Q., Jin J. "They all do it, will you? Event related potential evidence of herding behavior in online peer-to-peer lending", *Neuroscience Letters*, (2018), 681: 1-5.
- [25] Shin, H., Park, S. "Do foreign investors mitigate anchoring bias in stock market? Evidence based on post-earnings announcement drift", *Pacific Basin Finance Journal*, (2018), 48: 224-240
- [26] Shah S., Z. A. Ahmad M., Mahmood F. "Heuristic biases in investment decision-making and perceived market efficiency: A survey at the Pakistan stock exchange", *Qualitative Research in Financial Markets*, (2018), 10(1): 85-110.
- [27] Pompian M. *Behavioural finance and investor types: Managing behaviour to make better Investment Decisions*, New York: John Wiley & Sons. 2012
- [28] Razek Y. H. "an overview of behavioural finance and revisiting the behavioural Life cycle hypothesis", *The IUP Journal of Behavioural Finance*, (2011), 8(3): 7-24.
- [29] Bellová J. "Behavioural economics and its implications on regulatory law", *ICLR*, (2015), 15 (2): 89-102.

[۳۰] نصیری سیده زهرا، کامیابی یحیی. "بررسی تأثیر تمایلات و رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران فردی بر بازده مازاد: الگوی تجدیدنظر شده فاما و فرنچ"، مدیریت دارایی و تأمین مالی، (۱۳۹۸)، ۷ (۴-۲۷): ۹۷-۱۱۶.

[۳۱] غیورباغبانی سید مرتضی، بهبودی امید. "عوامل مؤثر در بروز رفتار سرمایه‌گذاران با رویکرد پدیدارنگاری"، مدیریت دارایی و تأمین مالی، (۱۳۹۶)، ۵ (۳-۱۸): ۵۷-۷۶.



[۳۲] وکیلی فرد حمیدرضا، فروغ‌نژاد حیدر، خوشنود مهدی. "ارزیابی رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با روش فرایند تحلیل شبکه‌ای"، مدیریت دارایی و تأمین مالی، (۱۳۹۲). ۱ (۲): ۱۹-۳۴.

[33] Kahneman D., Reipe M. "Aspects of investor psychology", *Journal of Portfolio Management*, (2004). 52-64.

[34] Shefrin H. "Some new evidence on Eva companies", *Journal of Applied Corporate Finance*, (2001), 22(1): 32-42.

[35] Philippas N., Economou F., Babalos V., Kostakis A. "Herding behavior in REITs: Novel tests and the role of financial crisis", *International Review of Financial Analysis*, (2013), 29: 166-174.

[36] Rokeach M. *The Nature of Human Values*, The Free Press, NewYork, NY. 1973

[37] Schwartz S.H., Caprara G.V., Vecchione M. "Basic personal values, core political values and voting: A longitudinal analysis", *Political Psychology*, (2010), 31: 421-452.

[۳۸] شاهواروقی فراهانی میلاد. "بررسی عوامل روان‌شناختی، هیجانی، کنش‌های مغزی و عصبی بر رفتار سرمایه‌گذاران"، مطالعات نوین کاربردی در مدیریت، اقتصاد و حسابداری. (۱۳۹۹)، ۱۲: ۵۹-۸۳.

[39] Rehan, R., Umer, I. "Behavioural biases and investor decisions". *Market Forces*, (2017), 12(2), 12-20

[40] Reisch L. A., Zhao M. "Behavioural economics, consumer behavior and consumer policy: State of the Art", *Behavioural Public Policy*, (2017), 1(2): 190-206.