

Behavioural Bias of Legal Clients of Stock Exchange Investors in the Banking Industry

Hamid Reza Rohi Moghadam¹

Ebrahim Abbasi²

| abbasiebrahim2000@alzahra.ac.ir

Mohammad Kashanipour³

| kashanipour@ut.ac.ir

Mohammad Reza Pourfakharan⁴

Received: 15/Jul/2023 | Accepted: 25/Sep/2023

Abstract 12 public and private banks are currently present in the stock exchange market in the “bank and credit institution” group. This study examines the behavioral bias of legal clients of stock exchange investors according to the literature on the behavioral finance. The grounded theory approach has been used to examine the patterns of behavioral bias of legal clients. The research data are the narratives of the participants (legal clients of stock market investors) for 2021. Nineteen people were selected using the purpose-based sampling method, and their narratives were collected through semi-structured interviews and coded by MaxQda software and analyzed in three stages. The findings of the study have shown that institutional investor behavioral bias is formed on social, emotional and psychological bias platforms, whose drivers are social factors, market, knowledge and experience, and psychological factors. To reduce the impact of behavioral bias, strategies for portfolio diversification strategies, investment strategies, investment analysis, and the use of information, are used which in turn result in improved capital market efficiency and investor success. Furthermore, the strategies are influenced, on the one hand, by cultural, political and economic factors, and on the other hand by the financial characteristics of the company, the policy of the company, and the institutional characteristics.

Keywords: Behavioural Finance, Behavioural Bias of Investors, Behavioural Bias Resources, Legal Investors.

JEL Classification: G20, G21, D14.

1. Ph.D. Student of Financial Engineering, Faculty of Humanities, Qom Branch, Islamic Azad University, Qom, Iran.

2. Professor, Department of Management, Faculty of Social Science and Economics, Alzahra University, Tehran, Iran, (Corresponding Author).

3. Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Management and Accounting, College of Farabi, University of Tehran, Tehran, Iran.

4. Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Humanities, Qom Branch, Islamic Azad University, Qom, Iran.

بررسی الگوی تورش‌های رفتاری مشتریان حقوقی سرمایه‌گذار بورسی در صنعت بانکداری

حمیدرضا روحی مقدم

دانشجوی دکتری مهندسی مالی، دانشکده علوم انسانی، واحد قم، دانشگاه آزاد اسلامی، قم، ایران.

abbasiebrahim2000@alzahra.ac.ir

ابراهیم عباسی

استاد گروه مدیریت، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء تهران، ایران (نویسنده مسئول).

kashanipour@ut.ac.ir

محمد کاشانی‌پور

دانشیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشکده‌گان فارابی، دانشگاه تهران، تهران، ایران.

محمد رضا پورفخاران

استادیار گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، واحد قم، دانشگاه آزاد اسلامی، قم، ایران.

مقاله پژوهشی

پذیرش: ۱۴۰۲/۰۷/۰۳

دریافت: ۱۴۰۲/۰۴/۲۴

چکیده: در حال حاضر، ۱۲ بانک دولتی و خصوص در بازار بورس اوراق بهادار در گروه «بانک‌ها و موسسه‌های اعتباری» حضور دارند. در این پژوهش، بر اساس ادبیات مالی رفتاری به بررسی تورش‌های رفتاری مشتریان حقوقی سرمایه‌گذار بورسی پرداخته شده است. برای بررسی الگوی تورش‌های رفتاری مشتریان حقوقی از رویکرد داده‌بنیاد استفاده شده است. داده‌های پژوهش روایت‌های مشارکت‌کنندگان (مشتریان حقوقی سرمایه‌گذار بورسی) در سال ۱۴۰۰ است که با استفاده از روش نمونه‌گیری مبتنی بر هدف به تعداد ۱۹ نفر انتخاب شدند و روایت آن‌ها از طریق مصاحبه نیمه‌ساختاریافته جمع‌آوری شد و به وسیله نرم‌افزار MaxQda کدگذاری و طی سه مرحله تجزیه و تحلیل گردید. یافته‌های پژوهش نشان داده است که سوءگیری رفتاری سرمایه‌گذاران نهادی بر بسترهای سوءگیری اجتماعی، عاطفی و روان‌شناختی شکل می‌گیرد که محرک‌های آن عوامل اجتماعی، بازار، دانش و تجربه، و روان‌شناختی است. برای کاهش اثرات سوءگیری‌های رفتاری، راهبردهای متنوع‌سازی پورتفوی، راهبردهای سرمایه‌گذاری، تحلیل سرمایه‌گذاری، و استفاده از اطلاعات استفاده می‌شود. راهبردها نیز از یک طرف تحت تاثیر عوامل فرهنگی، سیاسی و اقتصادی، و از طرف دیگر تحت تاثیر ویژگی‌های مالی شرکت، سیاستگذاری شرکت، و ویژگی‌های نهادی هستند.

کلیدواژه‌ها: مالی رفتاری، سوءگیری رفتاری سرمایه‌گذاران، منابع سوءگیری رفتاری،

سرمایه‌گذاران حقوقی.

طبقه‌بندی JEL: D14, G02, G21.

مقدمه

بانک‌ها یکی از پایه‌های مهم نظام اقتصادی و بخش جدایی‌ناپذیر سیستم اقتصادی کشورها محسوب می‌شوند. بانک به عنوان واسطه نسبت به جمع‌آوری سرمایه و وجوه شرکت‌های حقوقی و افراد حقیقی اقدام می‌کنند و این منابع را به سرمایه مولد مبدل می‌سازند و به عنوان تامین مالی شرکت‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها در بسیاری از نظام‌های اقتصادی از بازار پولی و بازار سرمایه صورت می‌پذیرد و در اقتصاد ایران نیز علی‌رغم این‌که در سال‌های اخیر اقدامات مفیدی در خصوص تامین مالی از طریق بازار سرمایه صورت پذیرفته است، ولی همچنان بخش مورد توجهی از منابع مالی در ایران توسط بانک‌ها تخصیص پیدا می‌کند (Madanizadeh et al., 2018). با توجه به این‌که بیش‌تر منابع و سرمایه در اختیار شرکت‌های بزرگ حقوقی و بورسی است، تصمیمات این نهادها در استمرار فعالیت موثر بانک‌ها مهم بوده و در بسیاری از موارد تصمیم‌های اشتباه سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها باعث خروج منابع از بانک‌ها گردیده است. بنابراین، شاید بتوان گفت حال خوب بانک می‌تواند به اقتصاد پویاتر کمک کند و در نهایت، به عنوان عاملی بر رشد اقتصادی ظاهر شود (Asayesh et al., 2020). با وجود این‌که شناخت فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مشکل است، پژوهش آن ضروری به نظر می‌رسد زیرا در صورت مشخص شدن این موضوع که سرمایه‌گذاران در زمان انتخاب سهام به چه ملاک‌هایی توجه و به چه اطلاعاتی نیاز دارند، می‌توان آنان را در اتخاذ تصمیمات منطقی برای سرمایه‌گذاری یاری داد (Abzari et al., 2003). بررسی نحوه تصمیم‌گیری و عوامل موثر بر تصمیم‌گیری‌های کلان و مالی شرکت‌ها حائز اهمیت است.

توسعه ادبیات مالی و سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد که دیدگاه‌های متفاوتی از رفتار سرمایه‌گذاران وجود دارد. ادبیات مالی سنتی نشان می‌دهد که سرمایه‌گذار در انتخاب سرمایه‌گذاری خود منطقی عمل می‌کند، با این حال، ادبیات مربوط به امور مالی همچنان در حال توسعه است و به این نتیجه می‌رسد که عقلانیت سرمایه‌گذاران تنها یک فرض در تصمیم‌گیری است (Fieger, 2017). در امور مالی رفتاری، این درک وجود دارد که عوامل شخصی، عاطفی و روانی می‌توانند بر درک ریسک و رفتار سرمایه‌گذاران تاثیر بگذارند. نتایج مطالعات قبلی نشان داده است که برخی از سرمایه‌گذاران از رویکردی غیرمنطقی در تصمیم‌گیری استفاده می‌کنند (Woldie et al., 2018).

تصمیم‌گیری غیرمنطقی می‌تواند تحت تاثیر سوء‌گیری‌هایی باشد که سرمایه‌گذاران ممکن است درک کنند. این سوء‌گیری‌ها می‌توانند نمایه شناختی را شکل دهند و در نهایت بر نحوه جمع‌آوری

اطلاعات و درک سرمایه‌گذاران در ارتباط با سرمایه‌گذاری تاثیر بگذارند (Sabir et al., 2019). تامین مالی برای پروژه‌های در دست اجرا یکی از دغدغه‌های امروز بنگاه‌های اقتصادی بوده است. منابع مالی مانند خون در شریان‌های اقتصادی است و بدون منابع پروژه‌ها قادر به شروع به کار نخواهند بود. در سطح کلان، سرمایه‌گذاری می‌تواند به‌طور مستقیم به عنوان یک عامل ورودی، و به‌طور غیرمستقیم با افزایش بهره‌وری کل عوامل به رشد اقتصادی کمک کند. در سطح خرد، سرمایه‌گذاری می‌تواند با کاهش هزینه عملیاتی و موجودی به بهبود کارایی فنی شرکت‌ها کمک کند (Du et al., 2022).

اهمیت سهامداران بزرگ مدت‌هاست که در ادبیات مالی شناخته شده است (Ahmad et al., 2017). هنگامی که موسسه‌ها دارای چندین مالکیت هستند، از مزایای متفاوتی برای نظارت بر تلاش شرکت‌ها برخوردارند. موسسه‌ها می‌توانند برای نظارت بر موقعیت‌های پورتهوی انگیزه‌هایی بیش‌تر از سایرین داشته باشند. موسسه‌ها تلاش نظارتی خود را بر اساس اهمیت نسبی سهام شرکت در پورتهوی خود به یک شرکت اختصاص می‌دهند (Fich et al., 2015).

افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی به‌شدت متفاوت است. بانک‌ها، بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تامین سرمایه و صندوق سرمایه‌گذاری ثبت‌شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار جزو سرمایه‌گذاران نهادی هستند. در این بین، بانک‌ها به عنوان واسطه‌های مالی جریان یکنواخت منابع مالی را از پس‌اندازکنندگان به قرض‌گیرندگان و سرمایه‌گذاران فراهم می‌کنند و واسطه‌های مالی با جهت‌دهی وجوه از سمت واحدهای اقتصادی دارای مازاد به سوی واحدهایی با کسری وجوه، شکل می‌گیرند (نیلی، ۱۳۹۴).

با توجه به این‌که سرمایه‌گذاری عملی و مطالعات آکادمیک وجود سوءگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاری را تایید می‌کنند که به تصمیم‌گیری غیرمنطقی منجر می‌شود، ولی این سوءگیری‌ها در سرمایه‌گذاری انواع مختلفی را دربر می‌گیرند که هنوز به‌خوبی درک نشده‌اند. بنابراین، اگر برای شناسایی و کاهش آن تلاشی صورت نگیرد، اثرات آن بر سیستم‌های مالی و اقتصادی فراگیر است. با وجود اهمیت سوءگیری‌ها در سرمایه‌گذاری، زیربنای نظری رفتار غیرمنطقی همچنان مبهم است و این امر در گفتمان دانشگاهی و عملی به اندازه کافی مورد توجه و مطالعه قرار نگرفته است. در پژوهش‌های مالی دانشگاهی، شواهد تجربی از بی‌نظمی رفتاری که در بازارهای مالی منعکس شده است، اعتبار بسیاری از نظریه‌ها و مدل‌های مالی مدرن را به چالش کشانده است. توجه به این موضوع مهم است و همچنان چالش‌برانگیز است، چرا که پارادایم‌های مالی مدرن و رفتاری در دیدگاه‌هایی با توجه به مبانی نظری سرمایه‌گذاران و رفتارهای بازار تقسیم می‌شوند. پارادایم مالی مدرن از فرض عقلانیت و کارایی

بازار به عنوان مبنای نظری صحیحی که رفتار تقریبی سرمایه‌گذاران و بازار را توصیف می‌کند، دفاع کرده است. از سوی دیگر، پارادایم مالی رفتاری بر این باور است که رفتار سرمایه‌گذار به صورت منطقی محدود است و در مجموع بازارهای ناکارآمد را تشکیل می‌دهد (Ahmad et al., 2017).

اگر پژوهش‌های نظام‌مند بتوانند خطای سرمایه‌گذار را بررسی و متغیرهای ایجادکننده خطاها را کشف کنند، ممکن است نهادهای نظارتی مجاب شوند که مقرراتی برای رسیدگی به خطا و محافظت از سرمایه‌گذاران در برابر انواع مختلف خطاها صادر کنند. اگر یک مرجع نظارتی بتواند قوانینی را برای تنظیم سوءگیری‌های مالی رفتاری ارائه کند، به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند که تصمیمات سرمایه‌گذاری بهتری بگیرند و زیان‌های ناشی از این سوءگیری‌ها را به کمینه برسانند. مسئله‌ای که در حال حاضر در بازار سرمایه ایران خودنمایی می‌کند، عدم شناخت مناسب عوامل رفتاری اثرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاران است. عدم شناخت مناسب موجب کاهش کارایی بازار سرمایه و عدم تجهیز و تخصیص درست منابع مالی می‌شود که پیامد آن اتلاف منابع در بازار سرمایه است. بنابراین، شناخت الگوی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند ضمن توسعه دانش مالی رفتاری در کشور، سرمایه‌گذاران را با سوءگیری‌های ناخواسته در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری آشنا کند و برای استفاده کاربردی یاری دهد (Aghajani et al., 2021). بسیاری از پژوهش‌ها و مطالعات، رابطه بین سوءگیری‌های شناختی و روانی و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، عملکرد سرمایه‌گذاری و کارایی بازار را بررسی کرده‌اند (Saadatzaheh Hesar et al., 2021; Mali et al., 2021; Kutan et al., 2020). پژوهش حاضر با استفاده از روش‌های ترکیبی و نظریه داده‌بنیاد با رویکرد منظم، نسبت به کشف علل سوءگیری‌های رفتاری و راهبردهای مورد استفاده و نتایج آن توسط سرمایه‌گذاری اقدام نموده است.

مبانی نظری پژوهش

طی دهه‌های گذشته، دزایی‌های مالی و حجم معاملات سرمایه‌گذاران نهادی در سراسر جهان با سرعتی سریع افزایش یافته است، که بر ساختار سیستم مالی تاثیر گذاشته، نوآوری و کارایی را تشویق کرده و امکانات مالی اقتصاد را افزایش داده است. افزایش حضور سرمایه‌گذاران نهادی، به‌ویژه صندوق‌های سرمایه‌گذاری، برای سیستم مالی در کل مفید است. سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند دسترسی به سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت و خدمات مالی را بهبود بخشند. ایجاد شرایط مناسب، محیط نظارتی قوی و انعطاف‌پذیری بیش‌تر در مقررات سرمایه‌گذاری، به‌ویژه برای سرمایه‌گذاران، به بازده تعدیل‌شده با ریسک بهتر و در نتیجه توسعه بیش‌تر کمک می‌کند (Andrięs et al., 2023). از

آن جایی که سرمایه‌گذاران نهادی تاثیر قابل توجهی بر توسعه مالی در بازارهای سرمایه دارند، می‌توان انتظار داشت که آن‌ها بر نرخ رشد اقتصادی نیز تاثیر بگذارند (Ruiz, 2018).

تصمیم‌گیری موضوعی طولانی در روان‌شناسی و رفتار مالی است (Kumar & Goyal, 2015). نظریه بازار کارآمد و نظریه مطلوبیت مورد انتظار توضیح می‌دهد که چگونه سرمایه‌گذاران مسیر سرمایه‌گذاری خود را به‌طور منطقی بر اساس اطلاعات موجود تصمیم می‌گیرند؛ با این حال، مردم همیشه منطقی نیستند. آن‌ها در مرحله بعدی، علی‌رغم این‌که در ابتدا منطقی بودند، تعصب نشان دادند، صرفاً به این دلیل که وجود ریسک در سرمایه‌گذاری می‌تواند به عقلانیت محدود سرمایه‌گذاران اشاره کند. نظریه‌های سنتی معتقدند که بازار کارآمد است، همه سرمایه‌گذاران منطقی هستند، و بیشینه کردن سود یک چشم‌انداز منسجم است. نظریه‌های سنتی بر شرایط بازار متمرکز بودند، اما نظریه‌های مالی سنتی برای توصیف تصویر واقعی بازار ناکافی هستند. از منظر نظری، اقتصاد کلاسیک و تحقیقات بازارهای سهام بر این فرض بنا شده است که بازیگران اقتصادی به‌طور منطقی مشورت می‌کنند (Toma, 2015).

مالی رفتاری زمانی شروع می‌شود که فرد تصمیمی می‌گیرد. مالی رفتاری تعدادی از مفاهیم از جمله اقتصاد کلاسیک، همه مفاهیم مالی و روان‌شناسی انسانی را دربر می‌گیرد. نظریه مالی رفتاری این است که افراد هنگام تصمیم‌گیری مالی اشتباه می‌کنند. در نتیجه، مالی رفتاری دیدگاه تازه‌ای را در مورد نظریه‌های مالی سنتی ارائه می‌دهد. این رویکرد انتخاب‌محور است که توسط روش‌های اقتصادی کلاسیک، از جمله امور مالی رفتاری، و همچنین اقتصاد عصبی اتخاذ شده است (Fogaat & Sangeetha Sharma, 2022). دیدگاه‌های اقتصادی افراد تحت تاثیر شخصیت بدون توجه به نسل است. با این حال، وقتی صحبت از فعالیت‌های مالی می‌شود، تنها هزاره‌هایی هستند که در هنگام تصمیم‌گیری و انتخاب، بیش‌ترین احساسات خود را تحت تاثیر آن نشان می‌دهند (Rey-Ares et al., 2021). زمانی که سرمایه‌گذاران شروع به تصمیم‌گیری می‌کنند، اغلب تحت تاثیر عوامل مختلف روانی انسانی قرار می‌گیرند. این جنبه‌های روانی باعث سوء‌گیری‌های مالی رفتاری می‌شود که انواع متفاوتی از خطاها هستند. این سوء‌گیری‌ها ممکن است به اشتباه‌های سیستماتیک منجر شود که می‌تواند تاثیرات مختلفی بر بازار داشته باشد. این سوء‌گیری‌ها باعث ایجاد شرایط غیرعادی در بازار می‌شوند که ممکن است بر قیمت سهام اثر بگذارد. ویژگی‌های حسی و شناختی روان‌شناسی رفتاری هنگام بررسی چگونگی تغییر ادراکات و تکنیک‌های تصمیم‌گیری باید در نظر گرفته شود (Gradinaru, 2014).

پیش از این، پژوهشگران انواع توضیحات روان‌شناختی و رفتاری را برای توضیح برخی سوء‌گیری‌های مالی رفتاری پیشنهاد کردند. واکنش بیش از حد، اعتماد بیش از حد، حباب‌های حدس و گمان، کم‌واکنشی، رفتار گروهی، حسابداری ذهنی، رفتار شنیده‌شده، ناهماهنگی شناختی و غیره نمونه‌هایی از این سوء‌گیری‌ها هستند که تحت تاثیر ویژگی‌های شناختی و رفتاری در سطح فردی مانند تخصص، گرایش و اعتماد به نفس بیش از حد است (Galavotti et al., 2021). عوامل گوناگونی در ایجاد سوء‌گیری دخالت دارند. مرور ادبیات و پیشینه پژوهش حاکی است که عوامل غیرعقلایی نقش بسزایی در تصمیم‌گیری و رفتار سرمایه‌گذاران، با توجه به موقعیت‌های گوناگون دارند.

حجم معاملات یکی از معیارهای اصلی در تحلیل‌های تکنیکال است که عامل اساسی در تحلیل معاملات به‌شمار می‌رود. سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های خود، بنا به دلایلی از جمله در اختیار نداشتن اطلاعات درست و به‌موقع، ناتوانی در تحلیل درست اطلاعات و دلایل ناشناخته دیگر، به حجم معاملات به منزله عامل مهم و تاثیرگذار توجه و به صورت جمعی از این عامل پیروی می‌کنند (Heidari & Abdoli, 2021).

برخی از متغیرهای روان‌شناختی مانند خودکارآمدی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران نقش مستقیم یا غیرمستقیم مهمی دارند و به عنوان یک پیش‌بینی‌کننده بسیار سازگارتر رفتار و تغییر رفتاری شناخته شده است (Aghajami et al., 2021). همچنین، عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سهامداران را می‌توان در قالب دو متغیر کلان شامل عوامل اقتصادی و اجتماعی، و متغیرهای خرد شامل عوامل مالی و مدیریتی شرکت طبقه‌بندی کرد (Ebrahimi Sarv Oliy & Sabunchi, 2019).

اونودوگو^۱ و همکاران (۲۰۲۱)، بیان کردند نگرش‌های مالی به تعیین نگرش‌ها و رفتارهای مرتبط با امور مالی مانند مدیریت، بودجه‌بندی، و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری کمک می‌کند. سواد مالی پایین ممکن است به عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش رفتار گله‌ای منجر شود. حامیان مالی رفتاری توانسته‌اند تعدادی از عوامل روانی را که بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام تاثیر می‌گذارد، توضیح دهند (Bakar & Yi, 2016). زمانی که سرمایه‌گذاران با شرایط نامطمئن مواجه می‌شوند، تصمیمات متفاوتی می‌گیرند و نگرش آن‌ها نسبت به موقعیت‌های متضمن سود با نگرش آن‌ها نسبت به موقعیت‌های متضمن زیان متفاوت است (Asad et al., 2018).

ادبیات رو به رشد مالی رفتاری، رابطه بین ویژگی‌های شخصیتی و سوء‌گیری‌های رفتاری مربوط به سرمایه‌گذاران بازار سهام را در اقتصادهای توسعه‌یافته تایید می‌کند (Singh et al., 2023). فردی

که توانایی تحمل ریسک بالا را دارد می‌تواند در سهام پرریسک‌تری سرمایه‌گذاری کند تا بازدهی بالاتری به دست آورد. قیمت بازار، نقدینگی، و سیاست تقسیم سود ابزار مهمی در تعیین تصمیم سرمایه‌گذار است.

قیمت فعلی یک سهم، روندهای آتی سطح قیمت و نرخ رشد آن، همگی نقش بسزایی در شکل دادن به رفتار سرمایه‌گذار دارند. مشاهده شده است که سرمایه‌گذاران بر سهام محبوب و رویدادهای جالب توجه تمرکز می‌کنند (Asad et al., 2018). سلطانا و پردھاسارادهی^۱ (۲۰۱۲)، نشان می‌دهند که تصمیم سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران سهام به درک برند، جنبه مسئولیت اجتماعی شرکت، به کمینه رساندن ریسک، سیاست‌های دولت، و سود مورد انتظار بستگی دارد. همچنین، نشان داده است که سرمایه‌گذارانی که تجربه بیش‌تری دارند کم‌تر تحت تاثیر عوامل رفتاری قرار می‌گیرند (Asad et al., 2018).

فرهنگ ملی نقش محوری در تاثیرگذاری بر ادراکات و باورهای افراد یا گروه ایفا می‌کند که به تصمیم‌ها تبدیل می‌شود و در نتیجه بر نتایج اقتصادی و مالی اثرگذار هستند. بنابراین، فرهنگ ملی به عنوان یک شهود غیررسمی بر تصمیمات مالی و راهبردی شرکت‌ها تاثیر می‌گذارد (Nash & Patel, 2019). ادبیات شواهدی را نشان می‌دهد که ویژگی‌های اجتناب از عدم قطعیت و فاصله قدرت فرهنگ ملی با ریسک‌پذیری شرکتی ارتباط منفی دارد، در حالی که تمایلات فردگرایانه با ریسک‌پذیری ارتباط مثبت دارند (Kutan et al., 2020).

پژوهش‌هایی در زمینه موضوع پژوهش در داخل و خارج از کشور انجام گرفته است که در ادامه به خلاصه یافته‌های تعدادی از آن‌ها اشاره شده است. مالی و همکاران (۲۰۲۱)، الگوی کاهش پیامدهای تورش‌های رفتاری موثر بر رکود نظام بانکی را با نظریه داده‌بنیاد طراحی کردند که طبق نتایج چهار بُعد، با بیست مقوله و دویست‌وسه شاخص ارائه شده و راهکارهای اجرایی کاهش اثرات تورش‌های رفتاری مالی بر رکود نظام بانکی مطرح شده است. عبدالرحیمیان و همکاران (۲۰۱۸)، عوامل موثر بر رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی را بررسی کردند که شانزده مولفه تاثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی (آشناگرایی، توجه محدود، خود-اسنادی، نقطه اتکا، فرا-اعتمادی، سفسطه قمارباز، زیان‌گریزی، ریسک‌پذیری فزاینده، توجه‌گرایی، خوش‌خیالی، پشیمان‌گریزی، افق زمانی، کانون کنترل، تحمل ابهام، مطمئن-مضطرب، و محافظه‌کار-بی‌پروا) شناسایی شده است و نشان داده شد که در بازار سرمایه ایران، مدل رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی از عوامل فرهنگی آغاز

می‌شود. **مخاطب رفیعی و همکاران (۱۳۹۷)**، تاثیر تیپ شخصیتی سرمایه‌گذاران بر سوءگیری‌های رفتاری‌شان را در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند و نتیجه گرفتند که بین تیپ‌های شخصیتی و سوءگیری‌های رفتاری فرا-اعتمادی، باورگرایی، زیان‌گریزی، و دگرگون‌گریزی در سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد. **حسینی چگنی و همکاران (۲۰۱۴)**، تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران را در جامعه سرمایه‌گذاران حقیقی بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند و نتیجه گرفتند که خطاهای ادراکی رابطه معناداری با تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران دارد و بین تورش‌های کوتاه‌نگری، بهینه‌بینی، خود-اسنادی، توان‌پنداری و دیرپذیری با تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران در بورس تهران رابطه معناداری وجود دارد.

کارتینی و ناهدا^۱ (۲۰۲۱)، سوءگیری‌های رفتاری در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری را در کشور اندونزی با هدف بررسی تاثیر عوامل روان‌شناختی مختلف بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری انجام داده‌اند. طبق نتایج سوءگیری تعصبات، سوءگیری نمایندگی، سوءگیری از دست دادن، سوءگیری بیش‌اعتمادی، سوءگیری خوش‌بینی، و رفتار گله‌داری تاثیر معناداری بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری دارند. **تانجی^۲ و همکاران (۲۰۲۰)**، موضوع آبنشانه‌های اطلاعاتی، محدودیت‌های فروش کوتاه‌مدت و رفتار گله‌ای را در بازارهای سهام ترکیه بررسی و وجود چارچوب آبنشاری اطلاعاتی را تایید کردند که طبق آن سرمایه‌گذاران بر اطلاعات سرمایه‌گذاران دیگر در مقایسه با اطلاعات خصوصی آن‌ها برتری دارند، و بنابراین از دیگران پیروی می‌کنند. **کسوانی^۳ و همکاران (۲۰۱۹)**، نشان داده است که چهار متغیر اکتشافی یا ابتکاری، چشم‌انداز، بازار، و رفتار گله‌ای تاثیر زیادی بر تصمیم سرمایه‌گذاری و بازگشت سرمایه دارند. تمامی متغیرهای رفتاری تاثیر بسزایی بر فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارند که به پذیرش تمامی مفروضات در خصوص میزان تاثیر عوامل رفتاری در تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاران فردی منجر شده است.

با توجه به پیشینه پژوهش‌های صورت‌پذیرفته، بیش‌تر پژوهش‌ها به صورت تجربی در اقتصادهای توسعه‌یافته و به‌ویژه ایالات متحده آمریکا و اروپا صورت گرفته است. اقتصاد کشورهای در حال توسعه هنوز در حال پیشرفت است و در این اقتصادها مطالعات کافی وجود ندارد. همچنین، بسیاری از پژوهش‌ها روابط میان سوءگیری‌های شناختی و روانی و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، عملکرد سرمایه‌گذاری و کارایی بازار را بررسی کرده‌اند؛ حال این‌که در مورد شکاف‌های علل سوءگیری

1. Kartini & Nahda
2. Tiniç
3. Keswani

رفتاری-راهبرد یا به صورت یکپارچه مطالعاتی صورت نگرفته است. پژوهش حاضر روابط میان تورش‌های رفتاری، علل تورش‌های رفتاری، عوامل زمینه‌ای و مداخله‌گر، و همچنین راهبردهای کاهش تورش رفتاری سرمایه‌گذاران و پیامدهای آن را بررسی می‌نماید.

روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش کیفی شامل گردآوری تحلیل داده‌های غیرعددی برای شناخت مفاهیم، دیدگاه‌ها و تجارب مختلف است. تحلیل کیفی عبارت است از مجموعه فعالیت‌هایی نظیر مشاهده، مصاحبه، و شرکت گسترده در فعالیت‌های پژوهشی، که هر کدام پژوهشگر را در کسب اطلاعات دست اول درباره موضوع یاری می‌دهد. برای بررسی تورش‌های رفتاری مشتریان حقوقی سرمایه‌گذار بورسی در صنعت بانکداری از مطالعه کیفی و نظریه داده‌بنیاد با رهیافت نظام‌مند استفاده شده است. مشارکت‌کنندگان در این پژوهش در سال ۱۴۰۰ از میان شرکت‌های بازرگانی، تولیدی، صنعتی، دارویی و غذا، و سرمایه‌گذاری انتخاب شده‌اند که تعداد اعضای هیئت‌مدیره آن‌ها بین ۳ تا ۵ نفر و تعداد سهامداران آن بین ۲ تا ۵۸ سهامدار است. این شرکت‌ها سابقه بین ۲ تا ۲۸ سال دارند. تحصیلات مشارکت‌کنندگان بین کارشناسی تا دکتری و سمت سازمانی آن‌ها شامل مدیر عامل و معاون، مدیر مالی، مدیر سرمایه‌گذاری و هیئت‌مدیره است که جزئیات شاخص‌های آماری ویژگی‌های شرکت و مشارکت‌کنندگان در شکل (۱) مشخص شده است. همچنین، مشارکت‌کنندگان با استفاده از نمونه‌گیری مبتنی بر هدف به تعداد ۱۹ نفر (بر اساس اشباع نظری) از جامعه آماری سرمایه‌گذاران حقوقی بانک‌های کشور برگزیده شده‌اند. در این فرایند، عمل نمونه‌گیری به جمع‌آوری داده‌ها و تجزیه و تحلیل شواهد به شیوه چرخه‌ای و چندین مرحله رفت و برگشت بین جمع‌آوری داده‌ها و تجزیه و تحلیل پرداخته است. در این راستا تلاش شده است که مشارکت‌کنندگان از اطلاعات بالا و مفیدی در مورد موضوع پژوهش برخوردار باشند.

توجه به محدودیت کدگذاری توسط کدگذار دوم، از میان نوزده مصاحبه انجام‌گرفته، به تصادف سه مصاحبه انتخاب و کدگذاری شده است که میزان توافق بین دو کدگذار (۰/۷۱) بر اساس ضریب کاپای کوهن بالاتر از مقدار ۰/۷۰ بوده و اعتبار کدگذاری حمایت شده است.

یافته‌های پژوهش

طبق نتایج کدگذاری، مفهوم تورهش رفتاری، علل تورهش رفتاری، راهبرد کاهش تورهش رفتاری، عوامل زمینه‌ای تورهش رفتاری، عوامل مداخله‌گر تورهش رفتاری، و پیامدهای تورهش رفتاری به عنوان اجزای چندبُعدی مفهوم‌سازی شده است. متون مصاحبه‌ها حاوی ۱۵۸۸ پیام و گزاره معنادار است. طبق نتایج کدگذاری باز تعداد ۱۲۹ کد منحصر‌شناسایی و استخراج شده که با توجه به وجوه اشتراکات و تفاوت‌ها و همچنین ماهیت مفاهیم، تحت نوزده مولفه قرار گرفته‌اند و این مولفه‌ها نیز بر اساس ماهیت مولفه‌ها تحت شش طبقه یا مقوله اصلی قرار دارند. در ادامه، نتایج تجزیه و تحلیل انجام‌گرفته ارائه شده است.

نتایج کدگذاری باز و محوری: روایت‌های مشارکت‌کنندگان با استفاده از کدگذاری باز به مفاهیم تبدیل شده و پس از چند مرتبه مرور بر اساس تشابه و تفاوت معنایی به مقوله‌ها تبدیل شده و پیوند بین مقوله‌ها ایجاد شده و شرایط علی، مقوله محوری، شرایط مداخله‌گر، شرایط زمینه‌ای، راهبردها، و پیامدها شناسایی شده است.

(۱) مقوله اصلی تورهش رفتاری در سرمایه‌گذاری حقوقی: طبق شواهد این مطالعه، سرمایه‌گذاران نهادی چندین سوءگیری رفتاری از خود نشان می‌دهند که در روایت‌های مشارکت‌کنندگان با مفاهیم مختلف و به تعداد یک‌صد و هفتاد گزاره معنادار بیان شده که تحت عنوان چهارده کد اولیه و مفاهیم قرار گرفته است. این مفاهیم با یکدیگر مقایسه شده و بر اساس شباهت‌ها و تفاوت‌ها تحت عنوان سه مولفه سوءگیری اجتماعی، سوءگیری‌های عاطفی، و سوءگیری شناختی در سطح بالاتری از انتزاع قرار گرفته است (جدول ۱). در اولین قدم برای تجزیه و تحلیل متون مصاحبه اقدام به مفهوم‌پردازی شده و داده‌های دارای بار معنایی یکسان تحت کد مشترک برچسب‌گذاری شده و مفاهیم متناسبی به آن‌ها اختصاص یافته است. نمونه‌هایی از نقل‌قول‌های مشارکت‌کنندگان و مفاهیم اختصاص یافته برای تورهش رفتاری به صورت زیر است:

«برخی شرکت‌ها موفقیت در سرمایه‌گذاری را وابسته به شانس می‌دانند و زمانی که چند موفقیت پشت سر هم به‌دست می‌آورند، شانس خود را برای موفقیت‌های بعدی بیش‌تر ارزیابی می‌کنند (اخیر مثبت یا دست‌داغ). تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری بر اساس یکسری ادله انجام می‌گیرد. برخی شرکت‌ها در

ارزایی شرایط برای تصمیم‌گیری نوعی اطمینان خاطر دارند و احتمال موفقیت را بیش‌تر و احتمال شکست را کم‌تر برآورد می‌کنند. این باور باعث می‌شود که شرکت در مقایسه با سایرین، خطرات خود را کم‌تر یا احتمال موفقیت خود را بیش‌تر از سایرین در نظر می‌گیرند (سوءگیری خوش‌بینی). برخی شرکت‌ها در سرمایه‌گذاری، اقدام به فروش زود هنگام سهام‌های برنده می‌زنند و مقابل آن، در فروش سهام در ضرر تاخیر ایجاد می‌کنند، که می‌تواند شرکت را در بلندمدت متحمل زیان‌های زیادی کند (سوءگیری تمایلی)».

جدول ۱: نتایج کدهای باز و محوری مقوله اصلی تورش رفتاری در سرمایه‌گذاری حقوقی

مقوله فرعی	کدهای اولیه و تعداد
سوءگیری اجتماعی	هنجارهای فرهنگی (۱۳)، توجه به سهام برندگان (۱۶)، اخیر مثبت یا دست داغ (۹)
سوءگیری‌های عاطفی	سوءگیری خوش‌بینی (۱۲)، تعصب وضعیت موجود (۱۴)، سوءگیری زیان‌گریزی (۱۳)، بیش‌اطمینانی (۱۱)
سوءگیری شناختی	رشد شانس (۸)، سوءگیری تمایلی (۱۰)، سوءگیری تایید (۱۲)، سوءگیری نماینده‌گری (۱۳)، حسابداری ذهنی (۱۱)، خطای اطلاعات در دسترس (۱۵)، لنگر انداختن (۱۳)

۲) مقوله اصلی علل تورش رفتاری: روان‌شناسان اعتقاد دارند که نیروهای روان‌شناختی از طریق تاثیر اکتشافی‌های شناختی و سوءگیری‌های عاطفی بر تصمیم و رفتار سرمایه‌گذاران تاثیر می‌گذارند (Mali et al., 2021). بر اساس شواهد گردآوری‌شده، چندین عامل موجب سوءگیری رفتاری سرمایه‌گذاران نهادی می‌شود که در روایت‌های مشارکت‌کنندگان با مفاهیم مختلف به تعداد پانصد و شصت و سه گزاره معنادار تکرار شده و تحت عنوان چهل و هشت مفهوم قرار گرفته است. این مفاهیم تحت حیطه چهار مولفه عوامل اجتماعی، عوامل بازار، عوامل دانش و تجربه، و عوامل روان‌شناختی برچسب‌گذاری شده است (جدول ۲). نمونه‌هایی از نقل قول‌های مشارکت‌کنندگان و مفاهیم اختصاص‌یافته برای علل تورش رفتاری به صورت زیر است:

«گاهی تصمیم‌گیرندگان سرمایه‌گذاری تمایل دارند که از یک شخص مرجع یا مشهور پیروی کنند و اعتبار زیادی برای درستی نظر او قائل می‌شوند (سوءگیری مرجعیت). دیگر شاخص مهم در انتخاب سهام روند قیمت و نوسانات قیمت، واکنش سهام به تغییرات قیمت در بازار سرمایه و سطح ریسک شرکت است که تصمیم‌گیری را تحت تاثیر قرار می‌دهد (تغییرات قیمت سهام، سطح ریسک). در تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری، داشتن دانش در مورد مفاهیم مالی ضرورت دارد و باید توانایی برقراری ارتباط با مفاهیم مالی وجود داشته باشد (سواد مالی). تمایل برای کسب اطلاعات فراتر از

نیاز باعث انباشتگی زیاد اطلاعات و در نتیجه گاهی به سردرگمی منجر می‌شود و این بیش‌اطلاعاتی موجب بروز خطا در انتخاب درست می‌شود (سردرگمی در پردازش اطلاعات)».

جدول ۲: نتایج کدهای باز و محوری مقوله اصلی علل تورش رفتاری در سرمایه‌گذاری حقوقی

مقوله فرعی	کدهای اولیه و تعداد
عوامل اجتماعی	نفوذ گروه کوچک (۱۶)، اعتقاد به گزارش رسانه‌ها (۱۴)، حجم معاملات سهام (۱۳)، پیروی از اکثریت (۱۲)، مشاهده رفتار دیگران (۹)، تعصب درون‌گروهی (۱۲)، سوءگیری مرجعیت (۱۳)
عوامل بازار	عدم تقارن اطلاعات (۱۲)، سطح ریسک (۱۱)، تغییرات قیمت سهام (۱۳)، قابلیت نقدینگی سهام (۱۴)، نرخ رشد (۱۴)، بازده سهام (۱۵)، قیمت به سود هر سهم (۱۱)، معاملات فعال سهام (۱۳)، روند شاخص بازار سهام (۱۴)، اطلاعات مالی و حسابداری (۱۳)، وضعیت بازار سرمایه (۱۰)
عوامل دانش و تجربه	نگرش مالی (۱۱)، تجربه سرمایه‌گذاری (۱۴)، کنترل مالی (۱۱)، هوش مالی (۱۳)، برنامه‌ریزی امور مالی (۹)، مهارت در مدیریت امور مالی (۸)، مهارت در تصمیمات مالی (۱۰)، سواد تورمی (۸)، سواد بدهی (۷)، سواد ریسک (۱۴)، سواد سپرده (۱۲)، سواد مالی ذهنی (۹)، سواد مالی عینی (۱۰)، سواد مالی (۱۳)
عوامل روان‌شناختی	توهم خبرگی (۱۳)، گرایش به رفتار مهرطلبی (۱۴)، هم‌رنگ شدن (۱۵)، غفلت از نرخ پایه (۱۱)، احساس خودکارآمدی (۱۲)، یک‌سویه‌نگری (۱۰)، اثر ابهام (۱۱)، محدودیت توجه (۱۲)، خودکارسازی تحلیل اطلاعات (۱۳)، ثابت ماندن باور و پس‌زنی (۹)، انتخاب‌گزینشی یا گلچین کردن (۱۲)، سردرگمی در پردازش اطلاعات (۱۱)، اثر مواجهه صرف (۸)، گریز از اطلاعات منفی (۹)، دریافت‌گزینشی (۱۲)، ساده‌سازی انتخاب (۱۳)

۳) مقوله اصلی راهبردهای کاهش تورش رفتاری: امور مالی رفتاری جنبه‌ای از بازارهای مالی است که ارزش یادگیری دارد. درک شرایط و به‌کارگیری روش‌هایی که قیمت‌داری‌ها را هدایت می‌کند می‌تواند در زمان‌بندی سرمایه‌گذاری‌ها و مدیریت ریسک مفید باشند. در روایت‌های مشارکت‌کنندگان، راهبردهای کاهش تورش رفتاری با مفاهیم مختلف بیان شده است. تلاش و کدگذاری متون مصاحبه‌ها در زمینه راهبردهای کاهش تورش رفتاری به استخراج تعداد دوپست‌وچهل‌وپنج گزاره معنادار منجر شده و تحت عنوان بیست کد اولیه قرار گرفته است. در نهایت، این کدها تحت حیطه چهار مولفه راهبردهای متنوع‌سازی پورتنفوی، راهبردهای سرمایه‌گذاری، تحلیل سرمایه‌گذاری، و استفاده از اطلاعات قرار گرفته است (جدول ۳). نمونه‌هایی از نقل‌قول‌های مشارکت‌کنندگان و مفاهیم اختصاص‌یافته برای راهبردهای کاهش تورش رفتاری به صورت زیر است:

«فرایند ترکیب طبقات و دارایی‌های مختلف با نمایه‌های بازده متفاوت به کاهش تاثیر قابل توجه بازار در یک طبقه یا بخش دارایی خاص کمک می‌کند (ترکیب طبقات و دارایی‌های مختلف با نمایه‌های بازده متفاوت). باید قوانین معاملاتی را تنظیم کرد و هرگز نباید تغییر کند. اگر سهام از سطح معینی بالاتر رفت، باید توقف انتهایی تعیین کرد که اگر معامله مقدار معینی از سود را از دست داد، سود را قفل کند. این سطوح باید ذیل قوانین شکست‌ناپذیر قرار گیرد و با احساسات معامله نشود (تنظیم قوانین معاملاتی). هنگامی که حقایق جدیدی برخلاف باور سرمایه‌گذار ظاهر می‌شود، یا زمانی که باورهای موجود به چالش کشیده می‌شوند، مغز انسان اغلب برای تسکین درد وارد مرحله انکار می‌شود. سرمایه‌گذار باید همیشه خود را برای تغییر عقیده در صورت تغییر واقعیت‌ها باز نگه دارد و با واقعیت روبه‌رو شود و یاد بگیرد که با درد اشتباه کنار بیاید (تغییر عقیده در صورت تغییر واقعیت). برای کاهش خطای تصمیم‌گیری و رفتار غیرمنطقی باید چک‌لیستی تهیه کرد و برای ارزیابی سرمایه‌گذاری اطمینان حاصل کرد که همه اطلاعات مورد نیاز موجود در فهرست کسب شده باشد (استفاده از چک‌لیست‌ها برای اطمینان از پوشش همه اطلاعات)».

جدول ۳: نتایج کدهای باز و محوری مقوله اصلی راهبردهای کاهش تورش رفتاری در سرمایه‌گذاری حقوقی

مقوله فرعی	کدهای اولیه و تعداد
راهبردهای متنوع‌سازی پورتفوی	تنوع سید در راستای اهداف بازده و تحمل ریسک (۱۵)، فرایند تنظیم تخصیص پورتفوی به اهداف اولیه (۱۳)، ترکیب طبقات و دارایی‌های مختلف با نمایه‌های بازده متفاوت (۱۷)، استفاده از استاندارد برای اندازه‌گیری عملکرد سرمایه‌گذاری (۱۰)، استفاده از راهبرد تنوع‌سازی (۱۶)
راهبردهای سرمایه‌گذاری	داشتن برنامه سرمایه‌گذاری بلندمدت (۱۳)، مدیریت احساسات (۱۲)، پیروی از رویکرد سرمایه‌گذاری منظم (۱۱)، ایجاد راهبرد عینی و بی‌طرفانه (۱۲)، معامله کم‌تر و سرمایه‌گذاری بیشتر (۹)، تنظیم قوانین معاملاتی (۱۲)
تحلیل سرمایه‌گذاری	شناسایی افق سرمایه‌گذاری (۱۳)، شناسایی تحمل ریسک (۱۱)، تغییر عقیده در صورت تغییر واقعیت (۹)، شناسایی توانایی‌های ریسک‌پذیری (۱۲)
استفاده از اطلاعات	عدم اتکا به اطلاعات در دسترس (۱۴)، عدم تاکید بر رویدادهای گذشته (۱۰)، استفاده از چک‌لیست‌ها برای اطمینان از پوشش همه اطلاعات (۱۲)، تصمیمات مستقل از سروصدای رسانه (۹)، استفاده از مشاوران مالی حرفه‌ای (۱۵)

۴) مقوله اصلی عوامل زمینه‌ای: راهبردهای کاهش تورش رفتاری در سرمایه‌گذاری نهادی متأثر از شرایط خاصی است که نهادها از آن برخوردارند. در روایت‌های مشارکت‌کنندگان این ویژگی‌های

شرکت‌ها و نهادها با مفاهیم مختلف به تعداد یک صد و نود و دو گزاره معنادار بیان شده و تحت عنوان پانزده کد اولیه و تحت حیطه سه مولفه ویژگی‌های مالی، سیاستگذاری شرکت، و ویژگی‌های نهادی قرار گرفته است (جدول ۴). نمونه‌هایی از نقل قول‌های مشارکت‌کنندگان و مفاهیم اختصاص یافته برای شرایط زمینه‌ای به صورت زیر است:

«شرکت‌های مختلف در سرمایه‌گذاری بر سطحی از ریسک‌گریزی نیز تمرکز می‌کنند که می‌تواند تصمیمات آنان را تحت تاثیر قرار دهد (ریسک‌گریزی). فرایند تامین مالی و ترکیب بهینه ساختار تامین مالی با تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف حایز اهمیت است (ساختار تامین مالی). نقش هیئت‌مدیره و اثربخشی آن در تصمیمات سرمایه‌گذاری بسیار مهم و اساسی است (اثربخشی هیئت‌مدیره).

جدول ۴: نتایج کدهای باز و محوری مقوله اصلی عوامل زمینه‌ای تورش رفتاری در سرمایه‌گذاری حقوقی

مقوله فرعی	کدهای اولیه و تعداد
ویژگی‌های مالی	ریسک‌پذیری (۱۶)، تحمل ریسک مالی (۱۵)، ریسک سرمایه‌گذاری (۱۴)، نرخ احتمالی بازده (۱۷)، ساختار تامین مالی (۱۴)
سیاستگذاری شرکت	فرصت‌های سرمایه‌گذاری (۱۲)، نگرانی اخلاقی (۸)، برنامه‌ریزی راهبردی (۱۲)، چشم‌انداز مطلوب (۱۳)
ویژگی‌های نهادی	اثربخشی هیئت‌مدیره (۱۳)، ساختار مالکیت (۱۴)، ساختار هیئت‌مدیره (۱۲)، کنترل ریسک (۱۱)، حاکمیت شرکتی (۱۲)، ادراک ریسک (۹)

(۵) مقوله اصلی عوامل مداخله‌گر: اتخاذ و انتخاب راهبردهای کاهش تورش رفتاری در سرمایه‌گذاری نهادی تحت تاثیر شرایط عمومی است که نهاد‌های سرمایه‌گذاری در آن شرایط فعالیت می‌کنند. در روایت‌های مشارکت‌کنندگان عوامل مداخله‌گر تورش رفتاری با مفاهیم مختلف بیان شده است که در این زمینه تعداد دویست و دوازده گزاره معنادار استخراج و تحت عنوان شانزده مفهوم یا کد اولیه و تحت حیطه سه مولفه عوامل فرهنگی، عوامل سیاسی، و عوامل اقتصادی قرار گرفته است (جدول ۵). نمونه‌هایی از نقل قول‌های مشارکت‌کنندگان و مفاهیم اختصاص یافته برای شرایط مداخله‌گر به صورت زیر است:

«برخی از مدیران شرکت‌ها تحت تاثیر فرهنگ فردگرایی در تصمیم‌گیری بیش‌تر بر فردمحوری تمرکز و تاکید دارند که بر پیامدهای تصمیم‌گیری تاثیر دارد (مدل فرهنگی). بازی‌های سیاسی

کشورهای متخاصم و کشورهای غیردوست و برخی از اقدامات آنان موجب واکنش در سرمایه‌گذاری می‌شود (فشارهای بین‌المللی). بی‌ثباتی‌های مشهود در اقتصاد، و نوسانات متغیرهای کلان اقتصادی تغییر بازده ریسک سرمایه‌گذاری را رقم می‌زنند که این موارد در تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری ایفاگر نقش مهمی است و می‌توانند موجب اشتباه در تصمیم‌گیری شوند (بی‌ثباتی در اقتصاد)».

جدول ۵: نتایج کدهای باز و محوری مقوله اصلی عوامل مداخله‌گر تورش رفتاری در سرمایه‌گذاری حقوقی

مقوله فرعی	کدهای اولیه و تعداد
عوامل فرهنگی	اعتقادات مذهبی (۱۲)، اعتقادات دینی (۹)، تعصبات جغرافیایی (۷)، مدل فرهنگی (۱۱)، تعصبات قومیتی (۶)
عوامل سیاسی	صدور قطع‌نامه‌ها علیه کشور (۱۵)، اثر روانی تحریم (۱۶)، اثر واقعی تحریم (۱۹)، فشارهای بین‌المللی (۱۷)
عوامل اقتصادی	بی‌ثباتی در اقتصاد (۱۴)، سیاست پولی (۱۳)، تولید ناخالص داخلی (۱۴)، نرخ تورم (۱۵)، نرخ ارز (۱۳)، حجم نقدینگی (۱۶)، نرخ سپرده بانکی (۱۵)

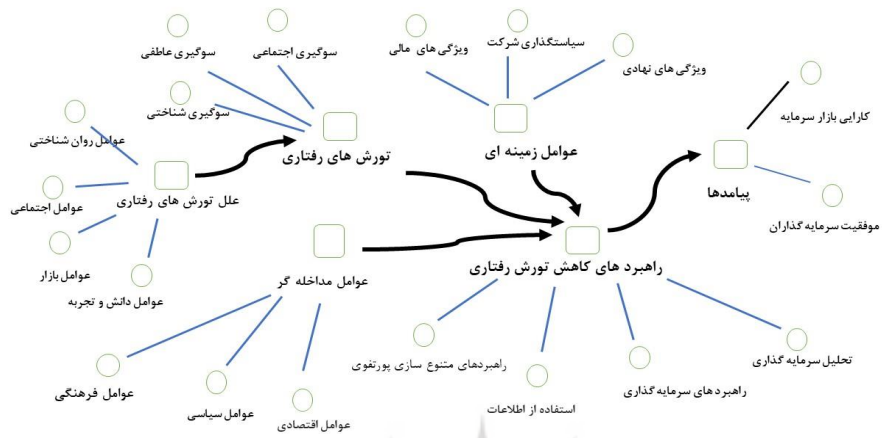
۶) مقوله اصلی پیامدهای سوء‌گیری رفتاری: رفتار سهامداران به‌ویژه سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سهام در تعیین عملکرد بازار سهام یک اقتصاد بسیار مهم و تاثیرگذار است. تصمیم سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی به عملکرد مثبت یا منفی بازار سهام و سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه منجر می‌شود. طبق تحلیل تجارب و روایت‌های مشارکت‌کنندگان پیامدهای سوء‌گیری رفتاری با مفاهیم مختلف بیان شده است که شامل دوپست‌وشش گزاره معنادار و شامل شانزده مفهوم منحصر است. این مفاهیم تحت حیطه دو مولفه کاهش کارایی بازار سرمایه و کاهش موفقیت سرمایه‌گذاران قرار گرفته است (جدول ۶). نمونه‌هایی از نقل‌قول‌های مشارکت‌کنندگان و مفاهیم اختصاص‌یافته برای پیامدهای راهبردهای کاهش تورش رفتاری به صورت زیر است:

«تورش‌های رفتاری به بازار سرمایه آسیب می‌زند. تورش‌های سرمایه‌گذاران نهادی یا اشخاص حقوقی باعث ایجاد ناهنجاری‌ها در بازار سرمایه می‌شوند (ناهنجاری‌ها در بازار سرمایه). کاهش بازده سرمایه‌گذاری و کاهش ارزش پرتفوی سرمایه‌گذار، کاهش نرخ بازده سهام سرمایه‌گذار و برآورده نشدن انتظارات سرمایه‌گذار از دیگر نتایج تورش‌های رفتاری در سرمایه‌گذاری است (کاهش بازده سرمایه‌گذاری، کاهش ارزش پرتفوی سرمایه‌گذار)».

جدول ۶: نتایج کدهای باز و محوری مقوله اصلی پیامدهای سوءگیری رفتاری در سرمایه‌گذاری حقوقی

مقوله فرعی	کدهای اولیه و تعداد
کاهش کارایی بازار سرمایه	تفاوت زیاد قیمت اوراق بهادار با ارزش ذاتی (۱۱)، کاهش سرعت نقدشوندگی دارایی‌ها (۱۴)، بالا بودن سطح هزینه انجام معاملات (۱۵)، پایین شدن سرعت معاملات و مبادلات در بازار (۱۲)، عدم بهره‌برداری بهینه و مطلوب منابع و سرمایه‌ها (۱۰)، عدم اختصاص منابع به سودآورترین پروژه‌های سرمایه‌گذاری (۹)، عدم اختصاص منابع به کارآمدترین پروژه‌های سرمایه‌گذاری (۱۰)، ناهنجاری‌ها در بازار سرمایه (۱۶)
کاهش موفقیت سرمایه‌گذاران	کاهش نرخ بازده سهام سرمایه‌گذار (۱۱)، کاهش ارزش پرتفوی سرمایه‌گذار (۱۴)، کاهش بازده سرمایه‌گذاری (۱۳)، افزایش ریسک سرمایه‌گذاری (۱۵)، کاهش سود یا سود بالقوه یک سرمایه‌گذاری (۱۴)، حجم بالای مبادلات (۱۵)، متنوع‌سازی با استفاده از قواعد سرانگشتی (۱۳)، متنوع‌سازی ناکافی (۱۴)

نتایج کدگذاری انتخابی: با استناد به نتایج کدگذاری باز و محوری (ظهور مقوله‌ها و الگوی ارتباط بین مقوله‌ها و زیرمقوله‌ها) اقدام به پیوند مقوله‌های اصلی به یکدیگر شده است. طبق کدگذاری انتخابی، تورش رفتاری پدیده محوری موضوع پژوهش شامل سه مولفه سوءگیری اجتماعی، سوءگیری عاطفی، و سوءگیری شناختی است که تحت تاثیر مقوله اصلی علل ایجاد تورش رفتاری شامل چهار مولفه عوامل اجتماعی، عوامل بازار، عوامل دانش و تجربه، و عوامل روان‌شناختی است. راهبرد کاهش تورش رفتاری شامل چهار مولفه راهبردهای متنوع‌سازی پورتفوی، راهبردهای سرمایه‌گذاری، تحلیل سرمایه‌گذاری، و استفاده از اطلاعات است که تحت تاثیر مقوله‌های اصلی تورش رفتاری، عوامل زمینه‌ای تورش رفتاری (سه مولفه ویژگی‌های مالی، سیاستگذاری شرکت، و ویژگی‌های نهادی)، و عوامل مداخله‌گر تورش رفتاری (سه مولفه عوامل فرهنگی، عوامل سیاسی، و عوامل اقتصادی) قرار دارد. در نهایت، پیامدهای سوءگیری رفتاری شامل دو مولفه کاهش کارایی بازار سرمایه و کاهش موفقیت سرمایه‌گذاران است که متاثر از راهبرد کاهش تورش رفتاری است.



شکل ۲: نتایج کدگذاری انتخابی و استخراج الگوی موضوع پژوهش به صورت ترسیمی

بحث و نتیجه گیری

یکی از مهم‌ترین وظایف مدیریت تصمیم‌گیری است. مهم‌ترین عنصر تصمیم‌گیری اطلاعات مناسب است. اطلاعاتی که بتواند آینده را بهتر ترسیم کند و به تصمیم‌گیری بهتری منجر شود. حجم زیادی از اطلاعات، در مدت‌زمان کوتاهی، سرمایه‌گذاران را وادار می‌کند که بر اساس اکتشافات خاص تصمیم‌گیری کنند و این اکتشافات موجب می‌شود که تصمیمات سریع و اما جانبدارانه اتخاذ شود. در کنار این اکتشافات، احساسات و باورهای خاص تصمیم‌گیرندگان نیز باعث ترغیب تصمیم‌گیری مغرضانه می‌شود. در این پژوهش، سوءگیری‌های رفتاری در سرمایه‌گذاران حقوقی به عنوان دغدغه اصلی پژوهش بررسی شده است تا عوامل تشکیل‌دهنده سوءگیری‌های رفتاری شناسایی و عوامل محرک و پیامدهای آن در کنار راهبردها و عوامل تعدیل‌کننده و زمینه‌ای مشخص گردد. طبق شواهد پژوهش، سوءگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران حقوقی به سه شکل اجتماعی، شناختی، و عاطفی قابل درک و تجربه است. این نتایج از جمله با نظریه‌های دورنما، عوامل شهودی، و اثر تمایلاتی تبیین‌پذیر است. این بخش از یافته‌ها مطابق با بخشی از یافته‌های **سَمال و ماهاپوترا^۱** (۲۰۲۰) و **ستار^۲ و همکاران** (۲۰۲۰) است.

1. Samal & Mohapatra
2. Sattar

پیشایندهای تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران حقوقی را چهار مولفه عوامل اجتماعی، عوامل بازار، عوامل دانش و تجربه، و عوامل روان‌شناختی تشکیل داده است. این نتایج با نظریه مالی رفتاری تبیین‌پذیر است که طبق آن‌ها خطاهای ادراکی اثر بااهمیتی بر تصمیم‌گیری مالی دارند. این بخش از یافته‌ها مطابق با ونروژ^۱ و همکاران (۲۰۱۱)، ساجز^۲ و همکاران (۲۰۱۲)، و میندرا و مویا^۳ (۲۰۱۷) است.

پیامدهای تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران حقوقی با دو مولفه کاهش کارایی بازار سرمایه و کاهش موفقیت سرمایه‌گذاران درک شده است که با نظریه مالی رفتاری تبیین‌پذیر است که طبق آن‌ها خطاهای ادراکی با تحت تاثیر قرار دادن تصمیمات سرمایه‌گذاران، نتایج بازار را تحت تاثیر قرار می‌دهند. این بخش از یافته‌ها مطابق با کوک^۴ (۲۰۲۲)، ویجیانتی^۵ و همکاران (۲۰۱۹)، و مالهورا^۶ (۲۰۱۸) است.

راهبردهای تعدیل تورش رفتاری سرمایه‌گذاران حقوقی با چهار مولفه راهبردهای متنوع‌سازی پورتفوی، راهبردهای سرمایه‌گذاری، تحلیل سرمایه‌گذاری، و استفاده از اطلاعات درک شده است. این نتایج همچنین مطابق با نظریه سبد رفتاری (Shefrin & Statman, 2000) است که طبق این نظریه به مدیریت ریسک‌های رفتاری نیاز است که بر بازده سبد سرمایه‌گذاری از طریق انتخاب و تنوع پرتفوی تاثیر می‌گذارد. این بخش از یافته‌ها مطابق با مالهورا (۲۰۱۸)، و لیستون^۷ (۲۰۱۶) است.

عوامل زمینه‌ای تورش رفتاری سرمایه‌گذاران حقوقی با سه مولفه ویژگی‌های مالی، سیاستگذاری شرکت، و ویژگی‌های نهادی درک شده است که مطابق با بخشی از یافته‌های چن^۸ (۲۰۱۳) است. عوامل مداخله‌گر تورش رفتاری سرمایه‌گذاران حقوقی با سه مولفه عوامل فرهنگی، عوامل سیاسی، و عوامل اقتصادی درک شده است که مطابق با بخشی از یافته‌های کوک (۲۰۲۲) است.

به‌طور کلی، یافته‌های این پژوهش درک و دیدگاه غنی از منشأ، علل و آثار رفتار غیرمنطقی سرمایه‌گذاران نهادی ارائه کرده و چارچوبی مفهومی بر اساس ترکیب دیدگاه سرمایه‌گذاران نهادی و شواهد تجربه زیسته آنان در درک منشأ رفتارهای غیرمنطقی سرمایه‌گذاران نهادی و تاثیر آن‌ها بر راهبردهای مدیریت سرمایه‌گذاری و تاثیر مستقیم آن‌ها بر کارایی بازار سرمایه و موفقیت سرمایه‌گذاران ترسیم نموده است. این دیدگاه‌های نظری و مفهومی با فرضیه مالی رفتاری تایید می‌شوند و نشان

1. Van Rooij
2. Sachse
3. Mindra & Moya
4. Koc
5. Wijayanti
6. Malhotra
7. Liston
8. Chen

می‌دهند که قیمت سهام و رفتارهای بازار تنها مبتنی بر اصول بنیادی نیست، بلکه تحت تاثیر سایر عوامل غیربنیادی است که مستقیماً بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار اثر می‌گذارد و استدلال می‌شود که روان‌شناسی و جامعه‌شناسی القاکننده این عوامل غیربنیادی هستند.

نتایج این پژوهش می‌تواند مورد استفاده عملی پژوهشگران، متخصصان بازار سرمایه، و سرمایه‌گذاران نهادی قرار گیرد. پژوهشگران از الگوی نظری و مفهومی ترسیم‌شده در این پژوهش می‌توانند در پژوهش‌های آتی با استفاده از مطالعه تجربی نسبت به درک منشأ، علل و تاثیرات سوءگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران نهادی بر راهبردها و عملکرد سرمایه‌گذاری اقدام کنند. همچنین، رفتارهای انسانی به دلیل پیچیدگی‌های آن، نیاز به درک عمیق دارد که با در دسترس بودن و تلاش‌های مشترک دیدگاه‌های بینارشته‌ای امکان‌پذیر است و لازم است که مورد پژوهش و بررسی قرار گیرند. برای درک رفتار سرمایه‌گذار، بهترین رویکرد تمرکز بر تصمیم‌گیری افراد از طریق مصاحبه‌های دقیق، مشاهده‌ها و آزمایش‌های کنترل‌شده است که به جامعه علمی و متخصصان پیشنهاد می‌شود. دانش در مورد منشأ سوءگیری‌های رفتاری، علل و آثار آن می‌تواند برای طراحی تحلیل سرمایه‌گذاری و راهبردهای مناسب سرمایه‌گذاری برای خلق اثرات مثبت و جلوگیری از اثرات منفی سوءگیری‌های رفتاری مورد استفاده سرمایه‌گذاران نهادی قرار گیرد، چرا که در صورت نادیده گرفتن سوءگیری‌های رفتاری در تحلیل سرمایه‌گذاری می‌تواند عواقب جدی ناگواری ایجاد بکند و به بازار سرمایه آسیب برساند. به این ترتیب، نیاز به در نظر گرفتن سوءگیری‌های رفتاری مختلف در سرمایه‌گذاری وجود دارد.

با استناد به یافته‌های پژوهش، به سرمایه‌گذاران نهادی پیشنهاد می‌شود که عوامل تاثیرگذار بر سوءگیری را شناسایی نمایند تا بتوانند با موفقیت نسبت به کنترل و کاهش آن‌ها اقدام نمایند؛ در این راستا کاربرد تحلیل سرمایه‌گذاری، ترکیب دیدگاه‌های تحلیل بنیادی، فنی، کمی و رفتاری پیشنهاد می‌گردد. همچنین، سرمایه‌گذاران نهادی باید با شناخت سوءگیری‌ها و تمرکز بر آن‌ها بتوانند نقاط ضعف و قوت سازمان خود را بشناسند و بر اساس درجه ریسک‌پذیری از راهبردهای مناسب استفاده کنند. به بیان دیگر، شناسایی سوءگیری‌ها در مراحل اولیه سرمایه‌گذاری، به تصمیم‌گیری بهتر برای سرمایه‌گذاری کمک می‌کند و علی‌رغم تهدیدها، سوءگیری‌های رفتاری را می‌توان به عنوان راهبردی برای پیاده‌سازی تجزیه و تحلیل سرمایه‌گذاری و توسعه سبد سرمایه‌گذاری پایدار مورد استفاده قرار داد. در مجموع، کاربردهای نظریه مالی رفتاری و راهبردهای کنترل سوءگیری‌های رفتاری از سوی سرمایه‌گذاران نهادی و موسسه‌ها در بازار سرمایه بسیار مهم است، چرا که در بازارهای سرمایه ایران،

به دلیل تمایل روان‌شناختی و جامعه‌شناختی سرمایه‌گذاران، بازار سرمایه بیش‌تر مستعد و آسیب‌پذیر در برابر سوء‌گیری‌های رفتاری است. تدوین سیاست‌ها و ملاک‌های مناسب می‌تواند به سرمایه‌گذاران نهادی کمک نماید که از اشتباه‌ها جلوگیری کنند و کارایی بازار سرمایه را ارتقا دهند. بنابراین، برای سیاست‌گذاران و مسئولان بازار سرمایه نیز توجه و تعهد برای حفظ رفاه سرمایه‌گذاران و کارایی بازارهای مالی لازم است و می‌توانند راهبردهای مکمل ارزشمندی برای ایجاد یک روش مدیریت سرمایه‌گذاری پایدار باشند که به نفع جامعه سرمایه‌گذار، صنعت و کشور باشد.

هر چند در این پژوهش تلاش شده است که با تطبیق نتایج پژوهش با پیشینه و نظریه‌های موجود تا حد ممکن خطای تفسیر کاهش یابد، اما امکان دارد که نتایج تحت تاثیر قضاوت ذهنی در کدگذاری قرار گرفته باشد. از دیگر محدودیت‌های این پژوهش نیز می‌توان به روش پژوهش اشاره کرد که با توجه به اجرای آن در بستر و زمینه خاص، محدودیت در تعمیم‌پذیری وجود دارد.

اظهاریه قدردانی

از داوران محترم و ناشناس نشریه برنامه‌ریزی و بودجه بابت نظرهای ارزشمندشان سپاسگزاریم.

منابع

الف) انگلیسی

- Abdorrahimian, M. H., Torabi, T., Sadeghisharif, S. J., & Darabi, R. (2018). Behavioral Decision Making Pattern for Individual Investors In Tehran Stock Exchange. *Journal of Investment Knowledge*, 7(26), 113-130. [In Farsi]
- Abzari, M., Sameti, M., & Delbari, M. (2003). Applying "Analysis of Hierarchical Process" Model (AHP) in Considering Appropriate Criteria for Selecting Stocks in Tehran Stock Exchange. *Planning and Budgeting*, 7(5), 3-27. [In Farsi] <http://jpbud.ir/article-1-226-fa.html>
- Aghajani, V., Pakmaram, A., Abdi, R., & Narimani, M. (2021). Relationship between Behavioral Types and Investment Decisions Mediated by Self-Efficacy. *Journal of Modern Psychological Researches*, 15(60), 115-130. [In Farsi]
- Ahmad, Z., Ibrahim, H., & Tuyon, J. (2017). Institutional Investor Behavioral Biases: Syntheses of Theory and Evidence. *Management Research Review*, 40(5), 578-603. <https://doi.org/10.1108/MRR-04-2016-0091>
- Andrieş, A. M., Brodocianu, M., & Sprincean, N. (2023). The Role of Institutional Investors in the Financial Development. *Economic Change and Restructuring*, 56(1), 345-378. <https://doi.org/10.1007/s10644-022-09425-0>
- Asad, H., Khan, A., & Faiz, R. (2018). Behavioral Biases Across the Stock Market

- Investors. *Pakistan Economic and Social Review*, 56(1), 185-209.
- Asayesh, K., Fallahshams, M., Jahangirnia, H., & Gholami Jamkarani, R. (2020). Explaining the Systemic Risk Model Using the Marginal Expected Shortfall Approach (MES) for the Banks Listed on the Tehran Stock Exchange. *Planning and Budgeting*, 25(2), 115-134. [In Farsi] <https://doi.org/10.52547/jpbud.25.2.115>
- Bakar, S., & Yi, A. N. C. (2016). The Impact of Psychological Factors on Investors' Decision Making in Malaysian Stock Market: A Case of Klang Valley and Pahang. *Procedia Economics and Finance*, 35(1), 319-328. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)00040-X](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)00040-X)
- Busetto, L., Wick, W., & Gumbinger, C. (2020). How to Use and Assess Qualitative Research Methods. *Neurological Research and Practice*, 2(1), 1-10. <https://doi.org/10.1186/s42466-020-00059-z>
- Chen, W.-J. (2013). Can Corporate Governance Mitigate the Adverse Impact of Investor Sentiment on Corporate Investment Decisions? Evidence from Taiwan. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(2), 101-126. <https://doi.org/10.5296/ajfa.v5i2.4117>
- Du, X., Zhang, H., & Han, Y. (2022). How Does New Infrastructure Investment Affect Economic Growth Quality? Empirical Evidence from China. *Sustainability*, 14(6), 3511. <https://doi.org/10.3390/su14063511>
- Ebrahimi Sarv Oliya, M. H., & Sabunchi, A. (2019). The Demographical Factors Role in Explanation of Retail Investors' Financial Risk-Tolerance and Their Risk-Taking Behavior. *Journal of Investment Knowledge*, 8(32), 217-234. [In Farsi]
- Fich, E. M., Harford, J., & Tran, A. L. (2015). Motivated Monitors: The Importance of Institutional Investors' Portfolio Weights. *Journal of Financial Economics*, 118(1), 21-48. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.06.014>
- Fieger, J. (2017). *Behavioral Finance and Its Impact on Investing*. Honors Program of Liberty University.
- Fogaat, M., & Sangeetha Sharma, D. R. P. M. (2022). Behavioral Finance Psychology: A Review Paper. *Journal of Positive School Psychology*, 6(8), 8131-8154.
- Galavotti, I., Lippi, A., & Cerrato, D. (2021). The Representativeness Heuristic at Work in Decision-Making: Building Blocks and Individual-Level Cognitive and Behavioral Factors. *Management Decision*, 59(7), 1664-1683. <https://doi.org/10.1108/MD-10-2019-1464>
- Gradinaru, A. (2014). The Contribution of Behavioral Economics in Explaining the Decisional Process. *Procedia Economics and Finance*, 16(1), 417-426. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(14\)00821-1](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(14)00821-1)
- Heidari, M., & Abdoli, G. (2021). Investigating the Collective Behavior of Investors in the Tehran Stock Market Using the Trading Volume. *Journal of Economic Research (Tahghighat- E- Eghtesadi)*, 55(4), 813-830. [In Farsi] <https://doi.org/10.22059/jte.2020.303047.1008324>
- Hosseini Chegeni, E., Haghgo, B., & Rahmaninejad, L. (2014). Studying the Relationship between Behavioral Biases of Investors and Their Investment Decisions in Tehran Stock Exchange. *Financial Management Strategy*, 2(4), 113-133. [In Farsi] <https://doi.org/10.22051/jfm.2014.1811>
- Kartini, K., & Nahda, K. (2021). Behavioral Biases on Investment Decision: A Case Study in Indonesia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 1231-1240.
- Keswani, S., Dhingra, V., & Wadhwa, B. (2019). Impact of Behavioral Factors in Making Investment

- Decisions and Performance: Study on Investors of National Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 11(8), 80-90. <https://doi.org/10.5539/ijef.v11n8p80>
- Koc, I. (2022). Do Institutional Investors Get Affected by Biases in Their Individual Investments. *International Journal of Business and Management Studies*, 3(1), 44-58.
- Kumar, S., & Goyal, N. (2015). Behavioural Biases in Investment Decision Making—A Systematic Literature Review. *Qualitative Research in Financial Markets*, 7(1), 88-108. <https://doi.org/10.1108/QRFM-07-2014-0022>
- Kutan, A., Laique, U., Qureshi, F., Rehman, I. U., & Shahzad, F. (2020). A Survey on National Culture and Corporate Financial Decisions: Current Status and Future Research. *International Journal of Emerging Markets*, 16(7), 1234-1258. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-12-2019-1050>
- Liston, D. P. (2016). Sin Stock Returns and Investor Sentiment. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59(1), 63-70. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2015.08.004>
- Madanizadeh, A., Ebrahimi, S., & Mahmoudzadeh, A. (2018). Bank- Firm Relationships: The Case of Iranian Listed Companies. *Planning and Budgeting*, 22(4), 3-34. [In Farsi] <http://jpbud.ir/article-1-1598-fa.html>
- Malhotra, S. K. (2018). Strategies to Mitigate Behavioural Risk in Investment Decision Making. *IOSR Journal of Business and Management* 20(2), 60-65.
- Mali, M., Fallah, M., & Saeedi, A. (2021). Desing and Explanation of the Reduction of Consequences of the Behavioral Finance Biases on the Banking System Recession. *Financial Management Perspective*, 11(33), 33-56. [In Farsi] <https://doi.org/10.52547/jfmp.11.33.33>
- Mindra, R., & Moya, M. (2017). Financial Self-Efficacy: A Mediator in Advancing Financial Inclusion. *Equality, Diversity and Inclusion: An International Journal*, 36(2), 128-149. <https://doi.org/10.1108/EDI-05-2016-0040>
- Nash, R., & Patel, A. (2019). Instrumental Variables Analysis and the Role of National Culture in Corporate Finance. *Financial Management*, 48(2), 385-416. <https://doi.org/10.1111/fima.12248>
- Onodugo, C., Ogbo, A., & Ogbakirigwe, C. (2021). Moderating Role of Social Capital on the Effect of Financial Behavior on Financial Inclusion. *Problems and Perspectives in Management*, 19(3), 502-512. [https://doi.org/10.21511/ppm.19\(3\).2021.41](https://doi.org/10.21511/ppm.19(3).2021.41)
- Rey-Ares, L., Fernández-López, S., Castro-González, S., & Rodeiro-Pazos, D. (2021). Does Self-Control Constitute a Driver of Millennials' Financial Behaviors and Attitudes? *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 93(1), 101702. <https://doi.org/10.1016/j.socec.2021.101702>
- Ruiz, J. L. (2018). Financial Development, Institutional Investors, and Economic Growth. *International Review of Economics & Finance*, 54(1), 218-224. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2017.08.009>
- Saadatzadeh Hesar, B., Abdi, R., Mohammadzadeh Salteh, H., & Narimani, M. (2021). Studying the Cognitive Bias in Investors' Behavior for Stock Price Fluctuations. *Financial Economics*, 15(56), 303-320. [In Farsi] <https://doi.org/10.30495/fed.2021.687880>
- Sabir, S. A., Mohammad, H. B., & Shahar, H. B. K. (2019). The Role of Overconfidence and Past Investment Experience in Herding Behaviour with a Moderating Effect of Financial Literacy: Evidence from Pakistan Stock Exchange. *Asian Economic and Financial Review*, 9(4), 480-490. <https://doi.org/10.18488/journal.aefr.2019.94.480.490>

- Sachse, K., Jungermann, H., & Belting, J. M. (2012). Investment Risk—The Perspective of Individual Investors. *Journal of Economic Psychology*, 33(3), 437-447. <https://doi.org/10.1016/j.joep.2011.12.006>
- Samal, A., & Mohapatra, A. D. (2020). Impact of Behavioral Biases on Investment Decisions: A Study on Selected Risk Averse Investors in India. *International Journal of Advanced Science and Technology*, 29(6), 2408-2425.
- Sattar, M. A., Toseef, M., & Sattar, M. F. (2020). Behavioral Finance Biases in Investment Decision Making. *International Journal of Accounting, Finance and Risk Management*, 5(2), 69-75. <https://doi.org/10.11648/j.ijafmr.20200502.11>
- Shefrin, H., & Statman, M. (2000). Behavioral Portfolio Theory. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(2), 127-151. <https://doi.org/10.2307/2676187>
- Singh, Y., Adil, M., & Haque, S. I. (2023). Personality Traits and Behaviour Biases: The Moderating Role of Risk-Tolerance. *Quality & Quantity*, 57(4), 3549-3573. <https://doi.org/10.1007/s11135-022-01516-4>
- Sultana, S. T., & Pardhasaradhi, S. (2012). An Empirical Analysis of Factors Influencing Indian Individual Equity Investors' Decision Making and Behavior. *European Journal of Business and Management*, 4(18), 50-61.
- Tiniç, M., Iqbal, M. S., & Mahmud, S. F. (2020). Information Cascades, Short-Selling Constraints, and Herding in Equity Markets. *Borsa Istanbul Review*, 20(4), 347-357. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.05.007>
- Toma, F.-M. (2015). Behavioral Biases of the Investment Decisions of Romanian Investors on the Bucharest Stock Exchange. *Procedia Economics and Finance*, 32(1), 200-207. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01383-0](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01383-0)
- Van Rooij, M. C., Lusardi, A., & Alessie, R. J. (2011). Financial Literacy and Retirement Planning in the Netherlands. *Journal of Economic Psychology*, 32(4), 593-608. <https://doi.org/10.1016/j.joep.2011.02.004>
- Wijayanti, D., Suganda, T. R., & Thewelis, F. S. (2019). Gambler's Fallacy as Behavioural Bias of Young Investor. *Journal of Business and Behavioural Entrepreneurship*, 3(2), 72-80. <https://doi.org/10.21009/JOBBE.003.2.05>
- Woldie, A., Laurence, B. M., & Thomas, B. (2018). Challenges of Finance Accessibility by SMEs in the Democratic Republic of Congo: Is Gender a Constraint? *Investment Management and Financial Innovations*, 15(2), 40-50. [https://doi.org/10.21511/imfi.15\(2\).2018.04](https://doi.org/10.21511/imfi.15(2).2018.04)

(ب) فارسی

- مخاطب رفیعی، فریما؛ اسلامی، محسن، و پیری‌زاده، علی (۱۳۹۷). بررسی تایید تیپ شخصیتی سرمایه‌گذاران بر سوء‌گیری‌های رفتاری‌شان در بورس اوراق بهادار. پنجمین کنفرانس ملی پژوهش‌های کاربردی در مدیریت و حسابداری.
- نیلی، فرهاد؛ شاهچرا، مهشید، و طاهری، ماندانا (۱۳۹۴). بررسی تعیین خلق نقدینگی و نقش واسطه‌گری مالی بانک‌ها در ایران. نشریه روند، ۲۲(۷۰)، ۵۰-۱۳.



نحوه ارجاع به مقاله:

روحی مقدم، حمیدرضا؛ عباسی، ابراهیم؛ کاشانی‌پور، محمد، و پورفخاران، محمدرضا (۱۴۰۲). بررسی الگوی تورش‌های رفتاری مشتریان حقوقی سرمایه‌گذار بوردی در صنعت بانکداری. *برنامه‌ریزی و بودجه*، ۳۵(۳)، ۱۸۹-۲۱۳.

Rohi Moghadam, H., Abbasi, E., Kashanipour, M., & Pourfakharan, M. R. (2023). Design of Pattern of Behavioral Bias of Legal Clients of Stock Exchange Investors in the Banking Industry. *Planning and Budgeting*, 35(3). 189-213.
DOI: <https://doi.org/10.52547/jpbud.28.2.189>

Copyrights:

Copyright for this article is retained by the author(s), with publication rights granted to Planning and Budgeting. This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0>), which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

