



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
 رتال جامع علوم انسانی

چکیده:

مبحث علوم رفتاری در حوزه مالی و سرمایه گذاری از مباحث جدیدی است که اخیراً در علوم سرمایه گذاری و مالی مطرح شده است. در این مقاله ابتدا به معرفی حوزه مالی رفتاری پرداخته، سپس نظریه‌هایی که در این زمینه ارایه شده معرفی شده و در انتها کاربرد مالیه رفتاری در بورس تهران مطرح می

مقدمه‌ای بر مالیه رفتاری

دکتر ابوالفضل شهرآبادی

www.shahrabadi.ir

عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی زنجان

راحله یوسفی

دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی

شود.

واژه های کلیدی :

مالی رفتاری، نظریه های مالی استاندارد، علوم رفتاری در مباحث مالی، تورش های رفتاری، سبک های رفتاری، بازار کارا، حباب قیمتی

مقدمه:

در سال ۱۹۷۰، فاما مقاله ای را تحت عنوان "بازارهای کارای سرمایه، مروری بر نظریه و مطالعات تجربی" منتشر کرد. وی در این مقاله دیدگاه قبلی خود را در مورد کارایی بازارهای سرمایه مجدداً تعریف کرد و ادعا کرد که در یک بازار کارا، قیمت ها تمامی آنچه را که در مورد یک دارایی فهمیده می شود، در خود منعکس می کنند.

تاکنون ۱۰۰۰ مقاله تحقیقی در جهت پذیرش یا رد اعتبار فرضیه بازارهای کارا انجام شده است. قسمت عمده ای از مطالعات به این نتیجه رسیدند که فرضیه بازارهای کارا قابل رد نیست. در طی دهه اخیر اندیشمندان مالی سعی در تبیین و یافتن علل موارد خاص با کمک از سایر علوم همانند روانشناسی، علوم اجتماعی و فیزیک بوده اند. از این رو حوزه های میان رشته ای تحت عناوین اقتصاد مالی، اقتصاد سنجی مالی، ریاضیات مالی و نظریه تصمیم گیری شکل گرفته است. یکی از مطالعاتی که در این زمینه به سرعت گسترش یافت و تا حدودی توانست پدیده های مذکور را تبیین کند ادغام نظریه های اقتصادی با نظریه های رایج روانشناسی بود که تحت عنوان «مالیه رفتاری» مطرح شد. از بنیانگذاران این حوزه از دانش مالی، روانشناس مشهور دانیل کاهنمن (Daniel Kahneman) است که در سال ۲۰۰۱ به خاطر ارایه مدل هایی برای تبیین رفتار سرمایه گذاران، تحت شرایط عدم اطمینان، به دریافت جایزه نوبل اقتصادی نائل شد.

در الگوی اقتصادی مالی سبستی فرض می شود که تصمیم گیرندگان کاملاً عقلایی عمل می کنند و همیشه به دنبال بیشینه

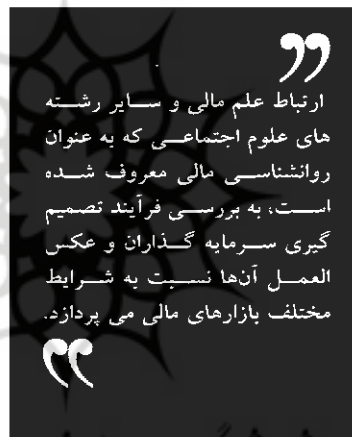
کردن مطلوبیت مورد انتظار هستند.

در برخی از مدل های مالیه رفتاری، عوامل، اعتقاداتی دارند که به طور کامل صحیح نیستند

در برخی مدل ها نیز، عوامل اعتقادات درستی دارند ولی انتخاب هایی انجام می دهند که با بیشینه سازی مطلوبیت مورد انتظار سازگار نیست.

تعریف مالیه رفتاری (Behavioral Finance):

ارتباط علم مالی و سایر رشته های علوم اجتماعی که به عنوان روانشناسی مالی معروف شده است، به بررسی فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاران و عکس العمل آن ها نسبت به شرایط مختلف بازارهای مالی می پردازد و تاکید آن



بیش تر به تاثیر شخصیت، فرهنگ و قضاوت های سرمایه گذاران بر تصمیم گیری سرمایه گذاری است.

روانشناسی مالی در واقع در مقابل "پارادایم" رفتارهای منطقی سرمایه گذاران مطرح شده که براساس و بنیان همه مدل های مالی ارایه شده است.

تالر معتقد است گاهی اوقات برای یافتن پاسخی برای معماهای مالی تجربی ضروری است که این احتمال را بپذیریم که برخی از عوامل ها در اقتصاد گاهی به طور کامل عقلایی رفتار نمی کنند که این، موضوع مالیه رفتاری است.

اساس و پایه نظریه ها و مباحث مالیه استاندارد

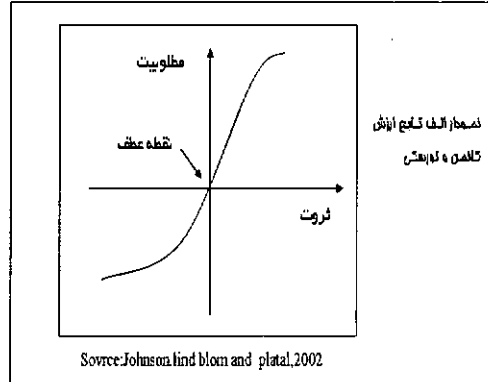
نظریه پرتفوی مارکویتز (Markowitz)، نظریه

قیمت گذاری دازایی های سرمایه ای (CAPM) که توسط شارب و لیتنر مطرح شد، نظریه قیمت گذاری اوراق اختیار معامله (Option) از بلک، مرتون و اسکولز (Black, Merton, Scholes) و... اساس، پایه و شالوده ای به وجود آوردند که مباحث مالیه استاندارد به عنوان یک دانش بر پایه این نظریه ها شکل گرفتند. فرض اساسی تمام این نظریه ها، کارایی بازار است و چنین فرض می کنند که بازارها، قابل تجزیه و تحلیل و بررسی هستند، نظریه اقتصادی مالیه مدرن بر این پیش فرض استوار است که فعالان بازار به صورت عقلایی، عمل می کنند. این عقلانیت از این راه ظهور پیدا می کند: افراد در بازار براساس نظریه مطلوبیت مورد انتظار تصمیم گیری می کنند و پیش بینی هایی را در رابطه با آینده انجام می دهند.

براساس نظریه مطلوبیت مورد انتظار، انسان مخاطره گریز است و منحنی کارکرد مطلوبیت یک فرد حالت مقعر دارد.

طبق فرضیه بازار کارا، قیمت های دارایی مالی در برگیرنده همه اطلاعات موجود مربوط به آن دارایی هاست و قیمت ها در هر زمانی به عنوان تخمین بهینه ای از ارزش صحیح سرمایه گذاری شکل می گیرند. این فرضیه بر این اساس قرار دارد که سرمایه گذاران رفتار عقلایی دارند. به این معنی که همه اطلاعات موجود و در دسترس را پردازش کرده و به دنبال حداکثر ساختن مطلوبیت مورد انتظار هستند. به بیان دیگر دارایی های مالی همیشه به صورت عقلایی قیمت گذاری می شوند، بنابراین قیمت ها زمانی که ظهور پیدا می کنند حرکت ها و تغییرات بعدی آن ها قابل پیش بینی نیست زیرا تغییرات قیمت تنها به علت اطلاعات جدیدی که در بازار جریان می یابد اتفاق می افتد و در نتیجه کسی نمی تواند بازده غیر عادی و بالاتر از میانگین را داشته باشد.

ظهور ابعاد رفتاری و روان شناختی در مباحث مالی و سرمایه گذاری



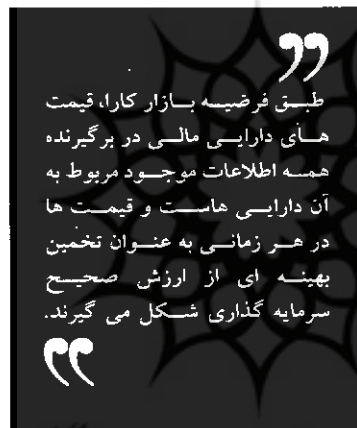
در ادبیات موضوع «ظهور علوم رفتاری در تصمیمات مالی» معمولاً عوامل و ساخت های گوناگونی که رفتار سرمایه گذاران را شکل می دهد، مورد بررسی قرار می گیرد. اهمیت این موضوع این است که نشان می دهد تصمیمات سرمایه گذاری تنها تحت تاثیر شاخص های اقتصادی و عقلانیت قرار ندارد بلکه مقوله هایی از قبیل افق سرمایه گذاری، میزان تحمل مخاطره، اعتماد به نفس و اطمینانی که سرمایه گذار به آن گزینه و فرآیند سرمایه گذاری در بازار دارد و مواردی از این قبیل نیز تاثیر بسزایی در رفتار سرمایه گذاران و نوع تصمیمات آنها دارد و سبک رفتار سرمایه گذاری آنها را شکل می دهد، عرصه ظهور علوم رفتاری در مباحث مالی، یک رویکرد جدید نسبت به مطالعات بازارهای مالی است. این رویکرد به این موضوع می پردازد که برخلاف مباحث و نظریه های مالی استاندارد، گرایش های رفتاری و شناختی می توانند بر قیمت های دارایی های مالی تاثیر گذار باشند. برخلاف نظریات و رویکردهای شارب و مارکوویتز، مباحث رفتار مالی و سرمایه گذاری، مباحث مربوطه به افراد و راههایی است که اطلاعات را جمع آوری و استفاده می کنند. این جنبه از تصمیمات مالی و سرمایه گذاری به دنبال فهم و پیش بینی دخالت و تاثیر تصمیمات روانشناختی در بازار مالی منظم است.

نظریه چشم انداز (Prospect theory)

بر طبق نظریه مطلوبیت مورد انتظار (EUT) سرمایه گذاران ریسک گریز هستند و ریسک گریزی معادل مقعر بودن تابع مطلوبیت است به این معنی که مطلوبیت نهایی ثروت کاهش می یابد. اگر چه نظریه مطلوبیت به مدت طولانی یک نظریه جالب و جذاب بوده است، اما این نظریه

در پیش بینی سیستماتیک رفتار انسان، حداقل در شرایط نامطمئن، موفق نبوده است.

به همین دلیل کانمن و تورسکی در سال



۱۹۷۹ نظریه چشم انداز را ارائه کردند که نشان می دهد چگونه سرمایه گذاران در بعضی مواقع به طور سیستماتیک نظریه مطلوبیت را نادیده می گیرند.

بر اساس نظریه مطلوبیت مورد انتظار، تابع مطلوبیت بصورت مقعر یا کاواست اما بر طبق تابع ارزش ارائه شده توسط کانمن و تورسکی شیب تابع مطلوبیت ثروت قبل از نقطه عطف در حال افزایش و پس از آن با افزایش ثروت در حالت کاهش است. نقطه عطف هم برای هر فردی متفاوت است و بستگی به این دارد که چه مقدار ثروت را مد نظرش قرار داده باشد. بر این اساس: بر خلاف نظریه های قبلی که گفته می

شد سرمایه گذاران، ریسک گریز هستند کانمن و تورسکی بیان کردند که زمانی که سرمایه گذاران در قسمت منفی ثروت (ضرر) هستند آن گاه، از ریسک گریزی به ریسک پذیری تغییر برای می دهند. کردار تابع ارزش کانمن و تورسکی در نمودار (الف) آمده است.

نظریه چشم انداز در طی سال های دهه ۸۰ توسط دانشمندان دیگری نظیر تالر^۲، شیلر^۳ و جانسون^۴ تکمیل شده و هم اکنون این نظریه ۴ بخش مهم از ابعاد رفتاری سرمایه گذاران را در بر می گیرد عبارتند از:

۱- ضرر گریزی^۵ ۲- حسابداری ذهنی

۳- کنترل شخصی^۶ ۴- دوری از تأسف و پشیمانی

در ادامه به هر یک از ابعاد چهارگانه نظریه چشم انداز به طور خلاصه اشاره می شود:

۱- دوری از زیان یا ضرر گریزی (Loss Aversion)

شواهد تجربی نشان می دهد که دردناکی ضرر و زیان دو برابر لذت همان مقدار سود و منفعت است و این بحث می تواند به روشن شدن این نکته کمک کند که چرا افراد به شرکت در شرط بندی های بیش تر تمایل پیدا می کنند در واقع آنان می خواهند از دردناکی حس ضرر و زیان خود بکاهند.

به همین طریق سرمایه گذارانی که در خرید بعضی از سهام یا اوراق بهادار دیگر ضرر کرده اند (پائین نقطه عطف قرار گرفته اند) به امید اینکه سرانجام قیمت ها برخواهند گشت ریسک بیش تری کرده و سهام شان را نگه می دارند، که در واقع این نشان دهنده ریسک پذیری سرمایه گذاران در این حالت بوده و در واقع این ریسک پذیری هم به دلیل

2 Thaler-
3 Shiller-
4 Johnson-
5 Loss Aversion-
6 Self-Control-

1 Con cave-



چشم انداز است که گرایش افراد را به قراردادن رویدادهای مخصوص به حساب‌های ذهنی متفاوت براساس ویژگی‌های ظاهری نشان می‌دهد.

حسابداری ذهنی می‌تواند به توضیح این نکته کمک کند که چرا سرمایه‌گذاران از تجدید تطبیق نقطه عطف خود برای یک سهام جدید خودداری می‌کنند. (shefrin and statman, 1985)

۳- کنترل شخصی (Self-Control)

نظریه کنترل شخصی در واقع به این نکته می‌پردازد که سرمایه‌گذاران گزینه‌هایی را برای سرمایه‌گذاری انتخاب می‌کنند که بتوانند شخصاً و در مواقع لزوم محدودیت‌ها و کنترل‌های لازم را روی

”رتال جامع علوم انسانی“
بر خلاف نظریه‌های قبلی که گفته می‌شد سرمایه‌گذاران، ریسک‌گریز هستند کائمن و تورسکی بیان کردند که زمانی که سرمایه‌گذاران در قسمت منفی ثروت (ضرر) هستند آن‌گاه، از ریسک‌گریزی به ریسک‌پذیری تغییر برای می‌دهند.

سهام مورد نظر را به مدت بیش‌تری نگه دارند.»

۲- حسابداری ذهنی (-Mental Account) (ing)

حسابداری ذهنی نیز قسمتی از نظریه

فاصله گرفتن از ضرر (Loss Aversion) است و در حالت بالاتر از نقطه عطف سرمایه‌گذار دوباره به حالت ریسک‌گریزی تغییر حالت خواهد داد.

در واقع ضرر‌گریزی به این حقیقت اشاره دارد که افراد نسبت به کاهش ثروت‌شان حساس هستند و این حساسیت بیش‌تر از افزایش ثروت آن‌ها است و این پدیده می‌تواند منجر به این حالت سرمایه‌گذاران شود که به قول استات فن و شفرین (۱۹۸۵) « کسانی که سهام خوب خریداری کرده‌اند و مقداری سود برده‌اند آن را سریع به فروش می‌رسانند و کسانی که پس از خرید سهام ثروت‌شان کاهش یافته،

اساس آزمون و خطا توسعه می دهند. « بازارهای مالی به طور روز افزونی در حال پیچیده تر شدن است و این باعث افزایش رفتارهای مبتنی بر تجربه و آزمون و خطا^۷ (ابتکاری) است. اما این رفتارها همیشه در بازارهای مالی سودمند نیست. این پدیده ممکن است بتواند توضیح دهد که چرا گاهی بازار غیر عقلانی و غیر منطقی عمل می کند. یکی از اشکال این نوع رفتار در بازار مالی « رفتار براساس نظر اکثریت^۸ » است. از شکل های دیگر رفتارهای مبتنی بر تجربیات و آزمون خطا می توان به « اعتماد بیش از حد به خود^۹ » « عکس العمل بیش از اندازه و کم تر از اندازه^{۱۰} » و « متکی شدن^{۱۱} » را نام برد که در ادامه برخی از پدیده های رفتاری یاد شده مورد بحث قرار می گیرند.

رفتار براساس نظر اکثریت (همرنگ جماعت شدن) (Herd Behavior)

اگر جوامع بشری را به دقت مدنظر قرار دهیم و رفتارهای افراد آن را تحلیل کنیم در می یابیم که افرادی که با یکدیگر ارتباط متقابل دارند و تحت یک نظام یا سیستم زندگی می کنند معمولاً مشابه هم، فکر و رفتار می کنند.

یکی از دلایلی که رفتارها و قضاوت های افراد یک جامعه، مشابه یکدیگر است این است که همه آنها در معرض اطلاعات یکسان و مشابه قرار می گیرند، عامل دیگر « تأثیر اجتماعی^{۱۲} » است که نقش بزرگی در جهت دهی به قضاوت های افراد بازی می کند. زمانی که افراد با قضاوت یکسان یک گروه بزرگ از هموعان خود مواجه می شوند گرایش پیدا می کنند که پاسخ متفاوت خودشان احتمالاً نادرست است. این افراد به سادگی فکر می کنند که همه افراد نمی توانند اشتباه کنند بنابراین نظر خود را تغییر داده و با آنها هماهنگ می شوند.

7 Heuristics-

8 Herd Behavior-

9 Over confidence-



” شواهد تجربی نشان می دهد که دردناکی ضرر و زیان دو برابر لذت همان مقدار سود و منفعت است و این بحث می تواند به روشن شدن این نکته کمک کند که چرا افراد به شرکت در شرط بندی ها پیش تر تمایل پیدا می کنند.

رفتارهای مبتنی بر تجربه و آزمون خطا

(ابتکاری) (Heuristics)

واژه (Heuristics) در فرهنگ لغت به معنی رفتار و تصمیم گیری براساس تجارب و مستندات گذشته است (BBC.Dictionary) تعریف دیگری که از این واژه شده به این صورت است:

« واژه Heuristics اشاره به فرآیندی دارد که براساس آن افراد رفتارهایی را بر

آن اعمال کنند. (خشنود، ۱۳۸۳)

۴-دوری از تأسف و پشیمانی (Regret Aversion)

افراد پس از درک اشتباهاتی که انجام داده اند معمولاً دچار درد و پشیمانی می شوند و این احساس پشیمانی و ندامت به خاطر نتیجه احتمالی بدی است که یک تصمیم گیری نادرست به بار آورده است و افراد در فرآیند دوری و اجتناب از این احساس پشیمانی ممکن است رفتارهایی را از خود نشان دهند که خیلی منطقی نباشد. این نظریه هم چنین می تواند پدیده ضررگریزی را توضیح دهد چون افراد به خاطر اینکه احساس می کنند در تصمیم گیری خرید سهام دچار اشتباه شده اند در مرحله فروش سهامی که از قیمت شان کاسته شده تعامل می ورزند چون که می خواهند تا حد امکان این احساس پشیمانی دیرتر به واقعیت تبدیل شود. (Shefrin & Statman, 1985)

العمل بیش از اندازه»^{۱۶} سرمایه گذاران باشد که در سال ۱۹۸۵ توسط تالرودی بونت مطرح شد. (Brabazon, 2000)

تورش های رفتاری (Behavioral Biases)

منظور از تورش، انحراف از تصمیم گیری های درست و بهینه است. از آنجایی که زمان و منابع شناخت محدود هستند، نمی توانیم داده هایی را که از محیط اخذ می کنیم به صورت بهینه مورد تجزیه و تحلیل قرار دهیم. بنابراین ذهن انسان به طور طبیعی از قواعد سر انگشتی (Rule Of Thumb) استفاده می کند. اگر از چنین روش های ابتکاری به طور مناسب استفاده شود، می توانند مؤثر واقع شوند، در غیر این صورت تورش های غیر قابل اجتنابی پیش خواهند آمد. به طور کلی ممکن است اشخاص در فرآیند تفکر و تصمیم گیری دچار خطا شوند. (Ritter, 2003)

در این قسمت به بررسی سه دسته کلی از منابعی که باعث ایجاد تورش در فرآیند تفکر و تصمیم گیری افراد می شوند پرداخته می شود. این سه دسته عبارتند از:

الف) روش های ابتکاری

ب) خود فریبی

ج) تعاملات اجتماعی

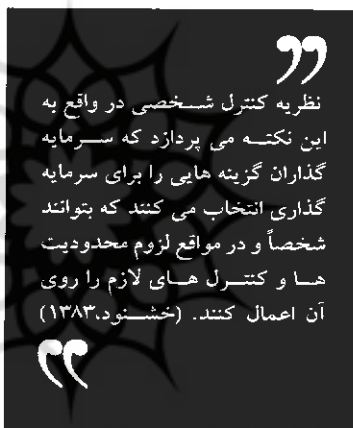
الف) روش های ابتکاری (Heuristics)

از آنجایی که ظرفیت پردازش اطلاعات در بشر محدود است اشخاص به روش های تصمیم گیری ناقص یا روش های ابتکاری روی می آورند که به تصمیم گیری های نسبتاً خوبی نیز منجر می شوند. به این مختصر سازی که در فرآیندهای تصمیم گیری صورت می گیرد، ساده سازی ابتکاری گفته می شود. (Heuristics Simplification)

در واقع روش های ابتکاری یک سری قواعد سر انگشتی یا میان برهای ذهنی Mental Short Cutts هستند که موجب سهولت در فرآیند تصمیم گیری می شوند. ذهن انسان از این قواعد سر

های گذشته سهام را به عنوان نقطه اتکا در ذهن خود قرار داده است زمانی که اطلاعات جدید در خصوص سهام مذکور به دست او می رسد او این نقطه اتکا را به طور ناکافی و ضعیف برای اطلاعات جدید کسب شده، تطبیق می دهد و این چنین باعث عکس العمل کم تر از اندازه^{۱۴} می شود. به طور خلاصه می توان گفت که «یافتن نقطه اتکا چگونگی گرایش افراد به تمرکز بر اطلاعات خاص و دادن وزن کم تر به سایر اطلاعات را نشان می دهد که می تواند در تحلیل رفتار سرمایه گذاران مفید باشد.

-کلیشه قرار دادن (کنندگی) (Repre-sentativeness)



اشاره به گرایش تصمیم گیرندگان دارد که بر اساس یک کلیشه خاص اقدام به تصمیم گیری می کنند. نماینده یا کلیشه با قرار دادن این گونه در بازارهای مالی ظاهر می شود که سرمایه گذاران فرض می کنند که اطلاعات و رویدادهای اخیر در آینده نیز ادامه می یابد.

بنابراین سرمایه گذاران به دنبال خرید سهام به اصطلاح «داغ»^{۱۵} در بازارهای مالی می گردند و سهامی را که اخیراً وضعیت جالبی نداشته اند را در پرتفولیوی خود قرار نمی دهند و این می تواند یکی از توجیهات «عکس

ما در زندگی می آموزیم که هر گاه یک گروه بزرگی از افراد به مسئله ای پاسخ یکسان داد حق با آنهاست و باید نظر آن ها را پذیرفت.

افراد معمولاً تحت تأثیر محیط اطرافشان هستند و اکثر آن ها سعی می کنند که خودشان را با محیط تطبیق دهند.

مد^{۱۰} یک شکل خفیف رفتار مبتنی بر نظر اکثریت است در حالی که یک مثال از شکل قوی آن موجی است که باعث ایجاد حباب^{۱۱} خطر ناک در بورس اوراق بهادار می شود.

حتی افراد کاملاً منطقی هم می توانند دچار پدیده هم رنگ شدن جماعت شوند. در واقع این افراد داوطلبانه و به منظور استفاده از نوسانات بازار مالی اقدام به این کار می کنند.

متغیر دیگری که در هم رنگ شدن جماعت بسیار مهم است «دهان به دهان شدن»^{۱۲} است افراد عموماً به دوستان و همکاران خود بیش تر از رسانه ها اعتماد دارند.

-یافتن نقطه اتکا (Anchoring)

یکی از روش های ساده کردن اطلاعات توسط سرمایه گذاران یافتن نقطه اتکا^{۱۳} است. به این ترتیب که تصمیم گیرنده قسمتی از اطلاعات موجود را به عنوان نقطه اتکای اصلی تعیین کرده و سپس با استفاده از سایر اطلاعات در دسترس، آن را تعدیل می کند و به این ترتیب قضاوت خود را شکل می دهد. مشکلی که در فرآیند نقطه اتکا پیش می آید این است که عموم افراد پس از یافتن یک نقطه اتکا تمایلی به تعدیلات لازم ندارند.

در واقع نقطه اتکا به معنی منفی آن زمانی ظاهر می شود که مقیاس ارزش (Value Scale) ثابت بوده و به وسیله مشاهدات اخیر تغییرات لازم انجام نشود. به عنوان مثال زمانی که یک سرمایه گذار قیمت

10 Fashion-

11 Bobble-

12 Word of mouth-

13 Anchor-

14 underreaction-

15 Hot-

16 Overreaction-

انگشتی به منظور حل سریع مسایل پیچیده استفاده می کند. برای مثال یک بازیکن بلیارد برای محاسبه زاویه و سرعتی که باید به توپ ضربه بزند از مثلثات و معادلات دیفرانسیل استفاده نمی کند، بلکه او از یک سری قواعد سرانگشتی بهره می گیرد و حتی ممکن است از ریاضیات چیزی نداند.

ب) خود فریبی (Self-Deception)

مهم ترین پدیده ای که در زمینه خود فریبی بحث شده است، اعتماد بیش از حد^{۱۷} است. شواهد زیادی وجود دارد که نشان می دهد اشخاص، به دانش و توانایی هایشان بیش تر از آن چیزی که هست اعتماد دارند معمولاً پیش بینی افراد از احتمال وقوع پدیده ها یا خیلی افراطی یا خیلی تفریطی است. هم چنین زمانی که قابلیت پیش بینی پدیده ای کم است یا شواهد و مدارک مهم هستند، متخصصان بیش تر از افراد عادی در معرض اعتماد بیش از حد قرار می گیرند. برای مثال وقتی شخصی می گوید احتمال وقوع یک رویداد ۹۰ درصد است، معمولاً پیش بینی او کم تر از ۷۰ درصد موارد صحیح است. اعتماد بیش از اندازه به هیچ عنوان به سرمایه گذاران شخصی محدود نمی شود. شواهدی وجود دارد که نشان می دهد تحلیل گران مالی، حتی زمانی که مدارک و شواهد نشان دهنده این است که برآوردهای قبلی آن ها صحیح نیست، برآورد قبلی شان از عملکرد آتی یک شرکت را به راحتی مورد تجدید نظر قرار نمی دهند. به طور کلی در نظریه خود فریبی علاوه بر بحث اعتماد بیش از حد، به سازوکارهایی پرداخته می شود که طی آن اشخاص به دنبال راه هایی هستند که پیامد تصمیم گیری های خود را توجیه کنند و بدین ترتیب بتوانند احترام دیگران را به خودشان جلب کنند.

ج) تعاملات اجتماعی (Social Interactions)

17 Overconfidence-

متخصصان مالی، روانشناسی اجتماعی را کم تر مورد توجه قرار داده اند. نظریه پردازان مالی تاثیر اطلاعات بر روی قیمت سهام و حجم معاملات را بررسی کرده اند، اما تحقیقات کم تری راجع به تعاملات اجتماعی بین افراد در بازار

اگر جوامع بشری را به دقت مدنظر قرار دهیم و رفتارهای افراد آن را تحلیل کنیم در می یابیم که افرادی که با یکدیگر ارتباط متقابل دارند و تحت یک نظام یا سیستم زندگی می کنند معمولاً مشابه هم، فکر و رفتار می کنند.

سهام انجام داده اند.

اشخاص گرایش دارند تا در تصمیم گیری ها و قضاوت هایشان با دیگران هم نوا شوند. اکثر سرمایه گذاران دچار عکس العمل های احساسی در جو بازار می شوند. به عبارت دیگر حتی زمانی که سیگنال های اطلاعاتی به فرد می گویند خرید و فروش کدام یک مناسب است، سرمایه گذاران باز هم نسبت به تصمیم گیری صحیح مردد هستند.

مد یک شکل خفیف رفتار مبتنی بر نظر اکثریت است در حالی که یک مثال از شکل قوی آن موجی است که باعث ایجاد حباب خطر ناک در بورس اوراق بهادار می شود.

باید توجه کرد که برخی از الگوهای اشاره شده در بالا، با هم در تعارض اند. در این جا ممکن است این سؤال پیش بیاید که کدام الگو صحیح است؟ در پاسخ به این سؤال باید گفت این که

کدام الگوی رفتاری در بازار غالب می شود به شرایط و زمینه ای که اطلاعات در آن پخش می شود، بستگی دارد.

در ادامه به بررسی مسایلی هم چون رفتارهای رمه ای و معامله گران اختلال زا می پردازیم. این عوامل گاهی باعث می شوند که شرایط و زمینه ای که اطلاعات در آن پخش می شود متلاطم شود که بعضی از این تلاطم ها، حباب نامیده می شود.

رفتار رمه ای در بازارهای مالی

در نتیجه چندین بحران مالی متداول، در فرهنگ مالی، رفتار رمه ای^{۱۸} دارای معنی منفی شده است. سرمایه گذاران و مدیران صندوق های سرمایه گذاری رمه را بصورت پذیرش ریسک فراوان بدون اطلاعات کافی، افزایش نرخ معاوضه ریسک و بازده و اولین نشانه اغتشاش^{۱۹} و فرار به پناهگاه مناسب تر توصیف می کنند. بعضی از مشاهدات توسط شرکت کنندگان در بازار نشان می دهد که رفتار رمه ای، نوسانات و بی ثباتی بازار را افزایش و شکنندگی^{۲۰} سیستم مالی را شدید تر و وخیم تر می کند. (Bikhchandani & Sharma, 2001)

دیدگاه معامله گران اختلال زا^{۲۱} در

بعضی تغییر مکان ها در تقاضای سرمایه گذاران برای دارایی ها کاملاً عقلایی است. آشکار شدن اطلاعاتی که بر نرخ رشد آتی سود تقسیمی و ریسک یا ریسک گریزی تاثیر می گذارند به تغییر در تقاضای سرمایه گذاران که کاملاً عقلایی هستند منجر می شود. به عبارت دیگر تغییرات عقلایی تقاضا می تواند تطبیق به اخبار منتقل شده در فرآیند تجاری را منعکس کند.

اما بلک و کیل^{۲۲} اعتقاد دارند که همه تغییرات تقاضا عقلایی به نظر نمی

18 Herding Behavior-

19 Trouble-

20 Fragility-

21 Noise Traders-

22 Black & Kyle(1985)-

رسد و بعضی از آن‌ها پاسخی هستند به تغییرات در انتظارات یا احساسات که به طور کامل توسط اطلاعات توجیه نمی شود. چنین تغییراتی می تواند یک پاسخ به سیگنال کاذبی²³ باشد که سرمایه گذاران اعتقاد دارند اطلاعاتی را راجع به بازده آتی در بر دارد در حالی که چنین اطلاعاتی به یک الگوی کاملاً عقلایی انتقال داده نمی شود.

بلک و کیل برای چنین سرمایه گذارانی از واژه معامله گران اختلال زا استفاده کرده اند اشاره به حباب قیمتی با توجه به مالیه رفتاری:

میچائیل یوسف میر، برناردو هویرمن، تدهگ در مقاله ای تحت عنوان "حباب‌ها و فرو پاشی بازارها" سازوکاری

یکی از روش‌های ساده کردن اطلاعات توسط سرمایه گذاران یافتن نقطه اتکا است به این ترتیب که تصمیم گیرنده قسمتی از اطلاعات موجود را به عنوان نقطه اتکای اصلی تعیین کرده و سپس با استفاده از سایر اطلاعات در دسترس، آن را تعدیل می کند

را از حباب و بحران شرح می دهند: شاید یکی از جالب‌ترین رفتارها در بازار حالتی است که ارزیابی‌ها روی یک دارایی خاص خودجوش می شود. چنین سناریویی از آنجا ناشی می شود که قیمت‌ها فقط ارزش ذاتی را منعکس نمی کنند بلکه مقداری اضافی را نیز در خود دارند که به آن حباب می گویند.

این ارزش گذاری اضافی ممکن است ناشی از این باشد که فعالان بازار اعتقاد دارند که آن‌ها خواهند توانست در آینده دارایی شان را به دیگر فعالان به قیمت بالاتر بفروشند بیش از آن‌که آن‌ها فکر می کنند واقعاً آن ارزش را دارد. به هر

حال، این تحرکات قیمتی با برون یابی²⁴ شرکت کنندگان بازار شروع می شوند و تحرکات بعدی در این سبقت گرفتن ها اتفاق می افتد. در این مسیر، تحرکات قیمتی مستقل از همه ارزش گذاری های ذاتی دچار یک فرآیند خودفشار²⁵ می شوند و یک حباب شکل می گیرد. با ادامه این فرآیند فعالان بازار با چشم

(Hong, 1998)

"سورنت" فرضیه کلیدی خود را در مورد علت فرو ریختن وحشتناک و ناگهانی تقلید خود تأکید بین تجار معرفی می کند و معتقد است فرآیند تقلید خود تأکید به شکوفه زدن یک حباب منجر می شود. (Somette, 2003)

رفتار سرمایه گذاران



سرمایه گذاران را می توان از نظر پذیرش ریسک و شکل منحنی مطلوبیت به سه دسته تقسیم کرد:

الف) افراد ریسک گریز (Risk averse) این افراد استراتژی محافظه کارانه دارند. مطلوبیت نهایی افراد ریسک گریز با افزایش ثروت شان کاهش می یابد بنابراین

می بینند که "فاندامنتال"ها کنار گذاشته می شود و تحرکات قیمتی مورد انتظار در بلند مدت اتفاق نمی افتد و نتیجه چنین امری سقوط قیمت‌ها و ترکیدن حباب است. (Youssefmir, Huberman&)

24 Extrapolated-

25 Self-Reinforcing-

23 Pseudo-Signal-

درصد سرمایه گذاران بورس تهران محافظه کارانه رفتار می کنند، ۳۰ درصد به صورت حساب شده و مطمئن ریسک پذیری دارند و ۱۰ درصد بقیه کاملاً ریسک پذیر هستند.

فرضیه دوم: میانگین نمرات رفتار سرمایه گذاران بورس تهران حاکی از این است که رفتارشان محافظه کارانه است هم چنین در مطالعه رفتار زنان و مردان به این نتیجه رسیدند که رفتار سرمایه گذاران مرد و زن متفاوت است، اما رفتارشان در گروه های سنی مختلف یکسان است.

نتیجه گیری:

مطالعات رفتاری و آنچه در روانشناسی شناختی بحث می شود، رفتار انسان را بهتر معرفی می کند و می گوید انسان هر قدر هم عقلایی، در برخی موارد دچار تورش های رفتاری می شود. این تورش ها باعث شناخت محدود یا با انحراف از واقعیت می شود و در نتیجه باعث عکس العمل های گاه غیر منطقی یا به دور از عقل می شود. البته همه ما دچار این حالت ها هستیم. حال هر چه از این نکات و تورش های رفتاری محتمل انسانی در جای خود بیش تر آگاه باشیم، بهتر خویشتن داری خواهیم کرد، قضاوت عادلانه تری را بروز خواهیم داد و در نهایت تصمیم گیری عادلانه تری خواهیم داشت. ریاضیات، آمار، روانشناسی، جامعه شناسی، علوم سازمانی و هم چنین فیزیک از جمله علمی هستند که به اندیشمندان و محققین مالی یاری رسانده اند تا روش ها و ابزارهای تحقیقاتی خود را برای مطالعات مالی عرضه کنند.

منابع و مأخذ:

۱. خشنود، رضا، اسفند ۱۳۸۳، شناسایی و رتبه بندی عوامل مؤثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاری فردی. و نهادی در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه تهران
۲. راغی، رضا و فلاح پور، سعید. پاییز و زمستان ۱۳۸۳، «مالیه رفتاری، رویکردی

به طور خلاصه می توان عنوان کرد که بررسی ریسک پذیری و ریسک گریزی افراد از آن برای اهمیت دارد که افراد همیشه و در تمام رفتارهایشان آن طور که مدل های اقتصادی فرض می کنند ریسک گریز نیستند بلکه زمانی هم

متخصصان مالی، روانشناسی اجتماعی را کم تر مورد توجه قرار داده اند. نظریه پردازان مالی تاثیر اطلاعات بر روی قیمت سهام و حجم معاملات را بررسی کرده اند، اما تحقیقات کم تری راجع به تعاملات اجتماعی بین افراد در بازار سهام انجام داده اند.

هست که ریسک پذیر شده و از خطرات استقبال می کنند.

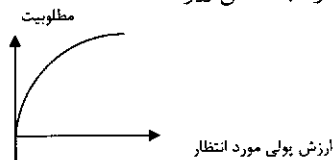
کاربرد مالی رفتاری در بورس تهران برای پیش بینی حرکتهای بازار و رفتار سهام داران:

ریاضیات، آمار، روانشناسی، جامعه شناسی، علوم سازمانی و هم چنین فیزیک از جمله علمی هستند که به اندیشمندان و محققین مالی یاری رسانده اند تا روش ها و ابزارهای تحقیقاتی خود را برای مطالعات مالی عرضه کنند.

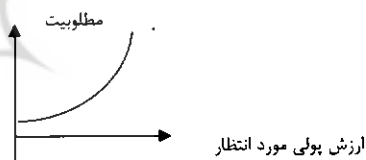
در رابطه با رفتار سرمایه گذاران حقیقی بورس تهران در نیمه دوم سال ۱۳۸۴ تحقیقی صورت گرفت. در این تحقیق فرضیاتی مطرح شد که نتایج آن به شرح زیر است:

فرضیه اول: بر اساس آزمون های صورت گرفته می توان گفت: «۶۰

هر فردی که منحنی مطلوبیت ثروت او مقعر باشد ریسک گریز است. یک شخص ریسک گریز ترجیح می دهد که یک بازده مطمئن به دست آورد و در حالی که شانس و اقبال مطرح باشد شرکت نخواهد کرد. تابع مطلوبیت این افراد به شکل زیر است:

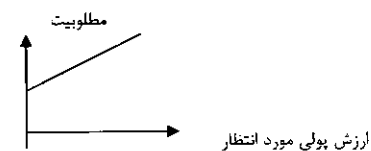


ب) افراد ریسک پذیر (Risk lovers) این افراد استراتژی جسورانه دارند. طبق تعریف فرد ریسک پذیر کسی است که تابع مطلوبیت ثروت او به صورت محدب باشد، بنابراین برای این شخص مطلوبیت نهایی با افزایش ثروت افزایش می یابد و شخص همیشه در این حالت خواهان پذیرش ریسک است و دوست دارد شانس خود را آزمون کند. تابع مطلوبیت ثروت او به شکل زیر است:



ج) افراد خنثی نسبت به ریسک (Risk neutral) (neutral)

سومین گروه افرادی هستند که به اصطلاح آن ها را ریسک خنثی می نامند. این افراد ارزش پولی را مقدار ارزش اسمی آن می دانند. تابع مطلوبیت چنین افرادی به صورت یک خط مستقیم است. رفتار ریسک خنثی اغلب در افرادی دیده می شود که بیش از حد ثروتمند هستند.





Journal - 429-437

Shefrin, Hersh and Statman meir .9

(1985) the disposition to sell winners

too early and ride SPSers too long

theory and evidence journal of finance

.vol:40

Somette, D. (2003), "Critical Market .10

Crashes" Physics Reports 378,198

Youssefmir, M., Huberman B.A. and .11

Hogg, T. (1998), "Bubbles and Market

Crashes" 12, 97-114

تهران در طی سالیان اخیر (۱۳۸۳-

۱۳۸۴)؛ پایان نامه کارشناسی ارشد

دانشگاه مدرس.

Bikhchandalli, Sushil and Sharma .6

slunil. (2001), "Herd behavior in

financial markets» International Monetary

.Fund, 47(3), pp.279-310

Brabazon, tony (2000) Behavioral .7

Finance: A Vew Aurinise or A False

?Down

Ritter, R.y. (2003), "Behavioral .8

Finance", Pasific- Busin Finance

م تفاوت در حوزه مالی، تحقیقات مالی، شماره ۱۸، صص ۷۷-۱۰۶.

۳. سعیدی، علی، پاییز ۱۳۸۴، "مالی

رفتاری، انگاره فرامردن در حوزه مالی،"

رساله دکتری، دانشگاه آزاد اسلامی،

واحد علوم و تحقیقات.

۴. صدقی خوراسگانی، حسین، "سبکهای

غالب رفتاری سرمایه گذاران در بازار

سهام تهران"، روزنامه سرمایه، شماره

۵۴۲.

۵. گداری، اکبر، تابستان ۱۳۸۵، "بررسی

حباب قیمتی در بورس اوراق بهادار