

## ابعاد و رویکرد های نظریه مالی رفتاری

دکتر رویا دارابی

دانشیار دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران جنوب، تهران، ایران

royadarabi110@yahoo.com

حسن چناری بوکت

دانش آموخته ی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران جنوب،

تهران، ایران

مسئول مکاتبه:

ha\_chenari@yahoo.com

محمد جعفر ولی خانی

دانش آموخته ی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و

تحقیقات، تهران، ایران

m.j.valikhani@mail.com

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۲/۵ ، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۸/۵

### چکیده:

فلسفه مکتب اقتصاد نئوکلاسیک بر اصل عقلایی رفتار کردن افراد و همچنین بنگاهها در اقتصاد مبتنی است. در این میان اگر پدیده ای با این اصل ناسازگار باشد از آن به عنوان سوگیری یا تورش یاد می شود. نظریه مالی رفتاری که عموماً از آن به عنوان کاربرد روانشناسی در دانش مالی تعبیر می شود، اصل بنیادین اقتصاد نئوکلاسیک را به چالش

کشیده و سعی دارد پدیده‌های روانشناختی انسان در کل بازار و در سطح فردی را شناسایی نماید. هدف این مقاله مرور ابعاد و رویکردها در حوزه دانش مالی رفتاری و شناسایی عوامل انسانی موثر بر شناخت و پیش‌بینی بازارهای مالی می‌باشد. نتیجه‌گیری نهایی از مطالعات و شواهد موجود حاکی از این واقعیت است که نظریه مالی رفتاری نقشی تعیین‌کننده و بااهمیت در تبیین رفتار و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار و همچنین آثار آن بر رفتار بازارهای مالی دارد.

## واژه‌های کلیدی: مالی رفتاری، تورش‌های رفتاری و تصمیمات سرمایه‌گذاران

### مقدمه

علوم رفتاری از جمله دانش‌های کاربردی است که در قالب رشته تخصصی بنام روانشناسی به حوزه علم ورود پیدا کرده است. زیربنای اساسی این دانش، انسان و پیچیدگی‌های ذاتی، رفتاری و شخصیتی است که مستلزم درک و شناخت آن در چارچوبی علمی تحت عنوان روانشناسی مورد پژوهش و بررسی قرار گرفته است. بررسی تاریخی دانش روانشناسی این واقعیت را آشکار نموده است که در تعامل با سایر علوم، ضمن پاسخ کاربردی به مسائل فراروی انسان، موجب ارتقاء دانش روانشناسی از یک طرف و زمینه تعامل با سایر علوم انسانی را نیز از طرف دیگر فراهم نموده است. مالی رفتاری شاخه‌ای از علوم رفتاری است که به بررسی مسایل مالی از یک نگاه علمی اجتماعی وسیع‌تر، شامل توجه به روانشناسی و جامعه‌شناسی و نیز حذف چارچوب‌های عقلی و منطقی صرف می‌پردازد. بر همین اساس در دو دهه اخیر تمرکز بسیاری از مباحث مالی از تحلیل‌های آماری و اقتصادسنجی بر روی قیمت‌ها و سودها به سمت روانشناسی انسانی تغییر کرده و با نگاهی بازتر و با استفاده از مفروضات واقعی‌تر نسبت به مدیریت مالی نوین به تبیین و توضیح رفتار بازارهای مالی می‌پردازند [۴]. مکتب یا دیدگاه مالی رفتاری که از تلفیق روانشناسی و مالی به وجود آمده است اظهار می‌دارد که روانشناسی

در تصمیم‌گیری مالی نقش ایفا می‌نماید. از آنجا که خطاهای شناختی و انحرافات بر نظریات سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارند، بنابراین بر گزینه‌های مالی نیز اثر گذارند [۱]. مالی رفتاری، مطالعه‌ی نحوه‌ی تحلیل و تفسیر افراد از اطلاعات برای اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری آگاهانه می‌باشد. به عبارت دیگر مالی رفتاری به دنبال تاثیر فرآیندهای روانشناختی در تصمیم‌گیری است. امروزه ایده‌ی رفتار کاملاً عقلایی سرمایه‌گذاران که همواره به دنبال حداکثر کردن مطلوبیت‌شان هستند در راستای توجیه رفتار و واکنش بازارها کافی نیست، بنابراین مالی رفتاری را می‌توان پارادایمی دانست که با توجه به آن، بازارهای مالی با استفاده از مدل‌هایی مورد مطالعه قرار می‌گیرند که دو فرض اصلی و محدود کننده‌ی پارادایم سنتی یعنی بیشینه‌سازی مطلوبیت مورد انتظار و عقلانیت کامل را کنار می‌گذارد. در مالی رفتاری این ادعا مطرح می‌شود که برخی اوقات به منظور یافتن پاسخی برای معماهای تجربی موجود در حوزه‌ی مالی، ضروری است تا این احتمال را بپذیریم که گاهی برخی از عوامل اقتصادی کاملاً عقلایی رفتار نمی‌کنند [13]. اما به گفته رابرت اولسن<sup>۱</sup> مالی رفتاری سعی نمی‌کند نشان دهد رفتار عقلایی نادرست است، بلکه در تلاش است که کاربرد فرایندهای تصمیم‌گیری روانشناسی را در شناخت و پیش‌بینی بازارهای مالی نشان دهد.

طرفداران مالی رفتاری اعتقاد راسخی دارند که آگاهی از تمایلات روانشناختی در عرصه سرمایه‌گذاری، کاملاً ضروری و نیازمند توسعه‌ی جدی دامنه‌ی مطالعاتی است و برای کسانی که نقش روانشناسی در دانش مالی را به عنوان عاملی اثرگذار بر بازارهای اوراق بهادار و تصمیمات سرمایه‌گذاران بدیهی می‌دانند، قبول وجود تردید در مورد اعتبار مالی رفتاری دشوار است [۶]. موفقیت دانش مالی رفتاری به عنوان یک رشته مستقل دانشگاهی، مرهون پروفیسور دانیل کانمن<sup>۲</sup> و پروفیسور ورنون اسمیت<sup>۳</sup> می‌باشد. این دو در سال ۲۰۰۲ مشترکاً جایزه نوبل اقتصادی را به خود اختصاص دادند. موسسه نوبل، کانمن را به خاطر وارد کردن بینش‌های روانشناسی به علوم اقتصادی، به ویژه توجه به قضاوت و تصمیم‌گیری

---

1 Robert Olsen

2 Daniel Kahneman

3 Vernon Smith

افراد تحت شرایط عدم قطعیت و اسمیت را به خاطر استفاده از تجربیات آزمایشگاهی به عنوان ابزاری در تحلیل های تجربی اقتصادی مورد قدردانی قرار داد [۶].

در مقاله اول با عنوان "مالی رفتاری: رویکردی نوین در حوزه ی اقتصاد و حسابداری" به مفهوم و سیر تحول نظریه مالی رفتاری پرداخته شد و همچنین مطالعات صورت گرفته در حوزه مالی رفتاری توسط پژوهشگران خارجی و ایرانی مورد بررسی قرار گرفت. در مقاله حاضر نیز که بخش دوم از مقاله اول محسوب می شود به مرور ابعاد و رویکردهای دانش مالی رفتاری و سایر موارد مرتبط در این حوزه پرداخته می شود.

### رویکردهای مالی رفتاری

پیشینه ی مالیه ی رفتاری به طور تقریبی به اوایل دهه ی ۷۰ باز می گردد. این شاخه ی ترکیبی علوم مالی که در واقع علوم روانشناسی و گاهی جامعه شناسی را برای تحلیل بهتر مسایل بازارهای مالی مورد استفاده قرار می دهد، اغلب به بررسی فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاران و واکنش آنان در قبال شرایط مختلف بازارهای مالی می پردازد و تاکید آن بیشتر به تاثیر شخصیت، فرهنگ و قضاوت های سرمایه گذاران بر تصمیم های سرمایه گذاری است. ساختارهای خاص فرهنگی در ایران و اثرگذاری آن ها بر رفتارهای فردی و گروهی افراد به ویژه در بازار سرمایه، لزوم شناخت تئوری ها و مدل های تحلیلی و شناختی مالیه ی رفتاری را برای فعالان و دست اندرکاران بازار، اجتناب ناپذیر می نماید. این که گاهی مشاهده می شود که در بازار به جای تقاضای دو طرفه و داشتن خریداران و فروشندگان در یک زمان، با تقاضای یک طرفه و صف های خرید یا صرفا فروش مواجه هستیم، بی شک از مصادیق الگوهای رفتاری خاص حاکم بر بازار است. مالیه ی رفتاری کمک می کند تا با فرموله کردن مدل های رفتاری، بهتر بتوانیم بازار سرمایه ی خود را شناخته و در رفع برخی تنگناهای ناشی از الگوهای رفتاری بهتر عمل نماییم [۱۲]. حال به ارایه ابعاد و رویکردهای مختلف در حوزه دانش مالی رفتاری به شرح ذیل پرداخته می شود:

## ۱) خطاهای ادراکی و مالی رفتاری

علیرغم امتناع تئوری نئوکلاسیک اقتصاد برای درگیر شدن در روان شناسی بازارها و سرمایه گذاری ها، نظریه ی مالی رفتاری بیان می کند که خطاهای ادراکی اثر با اهمیتی روی تصمیم گیری مالی دارند. خطاهای ادراکی که تصمیمات سرمایه گذار و نهایتاً نتایج بازار را تحت تاثیر قرار می دهند شامل موارد می باشند [۵]:

الف) لنگر انداختن و تعدیل: افراد هنگام پیش بینی پدیده های آتی یا ارزش چیزی، از اطلاعات موجود استفاده می کنند و بعد آن را تعدیل می کنند. پژوهش ها نشان می دهند فرآیند تعدیل در این حالت به مقدار کافی انجام نمی شود. این حالت لنگر انداختن نام دارد. مطالعات روان شناسان نشان داده است افراد هنگام پیش بینی های عددی، بسیار تحت تاثیر آخرین ارزش مورد پیش بینی قرار می گیرند. مثلاً اگر در بازار سرمایه اطلاعات دقیق تری درباره ی قیمت سهام وجود نداشته باشد، قیمت موجود به عنوان قیمت درست (ارزش) تلقی می شود. پس از افزایش هر بار قیمت، ذهن افراد بر آخرین قیمت قبلی لنگر می اندازد و اطلاعات بعدی را نامربوط تلقی می کند. پس افراد معمولاً به آخرین اطلاعات منتشر شده توجه کمتری دارند و آن را کمتر از اطلاعات قبلی در تصمیم گیری خود دخیل می کنند. بنابراین روند افزایشی یا کاهشی قیمت با کمی تعدیلات بر تصمیم گیری اثر قابل ملاحظه ای خواهد داشت.

ب) خطاهای دسترسی به اطلاعات: این مفهوم در تجزیه و تحلیل تفکر شهودی، در تصمیم های ابتکاری و نیز دسترسی، مفهومی کلیدی است. دسترسی عبارت است از تبادل محتوای ذهنی خاص که به خودی خود به ذهن وارد می شوند. معمولاً افراد در مواجهه ی اولیه با موضوع های متفاوت به برخی ویژگی ها و مشخصات آن توجه می کنند. این مشخصات و ویژگی ها همان ابعاد در دسترس است که ابتدا توجه بیننده یا شنونده را جلب می کنند. بر اساس این تورش هر قدر روند قیمت های گذشته با ثبات تر باشد، به دلیل فراهم بودن و دسترسی به اطلاعات مربوط به قیمت، احتمال پایداری این روند در ذهن بیشتر خواهد بود.

ج) دیدگاه محدود: به علت دید بسته یا محدود، برخی سرمایه گذاران در حالت زیان قرار می گیرند. دلایل متعددی وجود دارد که سرمایه گذار را در چنین وضعیتی قرار می دهد. یکی از مهم ترین علل، فقدان یا بی توجهی به ابزارهای کمی در ارزیابی سرمایه گذاری هاست. به بیان دیگر، ابزاری جهت ایجاد دید وسیع، یا وجود نداشته یا بدان توجه نشده است. در نتیجه می توان گفت همه ی آن چه را که باید دید، نمی توان دید. از دلایل دیگر، می توان به داشتن دید کوتاه مدت در بعضی از سرمایه گذاری ها اشاره نمود در حالیکه برخی از سرمایه گذاری ها در بلندمدت سودده هستند، در برخی از شرایط دیدگاه نزدیک بین یا گریز از زیان سازگار نیست. از عوامل دیگر هم می توان تمایل شدید سرمایه گذار را به یک سهم خاص و پافشاری به نگهداشتن آن سهم دانست.

د) خطای فرافکنی: این خطا زمانی به وقوع می پیوندد که سرمایه گذار، یک حادثه یا واقعه ی اخیر و یا شرایط ایجاد شده در کوتاه مدت را به آینده یا بلندمدت تعمیم می دهد. در چنین حالتی سرمایه گذار، امروز کاری را انجام می دهد که افراد پیروز بازار دیروز انجام داده بودند. از دیگر عیوب چنین تفکری این است که سرمایه گذار یک نمونه ی کوچک را به همه ی آینده و یا کل جامعه تعمیم می دهد. نتیجه ی چنین دیدگاهی سبب می شود که وی نسبت به برخی از سهام پر زرق و برق تر بدون توجه به تحلیل آن ها واکنشی فراتر از آن چه باید، داشته باشد. همچنین ممکن است فرا واکنشی نسبت به اخبار و شایعات (اغلب اخبار و شایعات بد) از خود نشان دهد، در حالی که آن ها ممکن است تنها کوتاه مدت و گذری باشند.

ه) عوامل احساسی و تاثیرات درونی: این عوامل نقش عمده ای در تصمیم های فردی دارند و می توانند در بازارهای مالی از خود تاثیراتی به جای بگذارند. به عنوان مثال نقش آب و هوا و الگوی خواب معامله کنندگان در بازار در قیمت سهام اثر گذار باشد. پژوهش ها نشان داده است که هوای برفی و ابری برخلاف هوای آفتابی بر قیمت سهام تاثیر حقیقی دارند. موقعیت احساسی و تاثیرات درونی نیز تاثیر مهمی در تفسیر و ادراک وضعیت ریسک و شرایط مبهم دارند و اصولاً باعث تشدید یا ضعف سایر تورش های شناختی می شوند.

## ۲) مالی رفتاری و فرضیات رفتاری

نظریه های ارائه شده از سوی دانشمندان علوم مختلف را می توان در دو دسته ی نظریه های هنجاری<sup>۱</sup> و نظریه های اثباتی<sup>۲</sup> تقسیم بندی نمود. نظریه های هنجاری بیان می کنند که افراد معقول باید به شیوه ای معین عمل کنند. اما نظریه های اثباتی به آنچه که افراد واقعا انجام می دهند، می پردازند. نظریه مطلوبیت مورد انتظار، یک مدل هنجاری از رفتار اقتصادی است که مبتنی بر رفتار بدیهی سفت و سخت می باشد. برخی ها در تشریح رفتار افراد در عمل بر نظریه مطلوبیت مورد انتظار انتقاد وارد نموده اند. آنان نظریه چشم انداز<sup>۳</sup> (دورنما) را مقبول ترین و آزموده ترین جایگزین برای نظریه مطلوبیت مورد انتظار می دانند. نظریه چشم انداز، نظریه ای اثباتی یا توصیفی است، زیرا این نظریه به طور پابرجا و استوار بر پایه چگونگی رفتار افراد در عمل قرار دارد. نظریه چشم انداز با این مباحثه آغاز می گردد که نظریه مطلوبیت مورد انتظار استاندارد، نمی تواند به طور کامل تصمیم گیری تحت شرایط ریسک را توصیف کند. نظریه چشم انداز به طور مستقیم در دامنه ایی از متدلوژی های اقتصاد رفتاری قرار دارد. کارهای حیاتی هربرت الکساندر سایمون<sup>۴</sup> طی سالهای ۱۹۵۹، ۱۹۷۸ و ۱۹۸۷ به طور بنیادی بر توسعه اقتصاد رفتاری متمرکز بود. نکته کلیدی که سایمون بنا نهاد، صحنه گذاری تجربی بر اهمیت فرضیات مدل سازی رفتار فرد، هم از جهت کیفیت عالی تحلیل و هم از جهت سنجش قدرت پیش بینی کنندگی فرضیه یا مدل است. این موضوع دلالت بر آن ندارد که فرضیات لزوما نباید تبیین کننده ساده سازی واقعیت اقتصاد اجتماعی باشد. بلکه، طبیعت ساده سازی از اهمیت بحرانی فراوانی برخوردار است. سایمون در یکی از مقالات خود در سال ۱۹۷۸ بیان می کند: "اقتصاد رفتاری متوجه صحنه گذاری تجربی فرضیات نئوکلاسیک درباره رفتار بشر است و جایی که عدم صحت آنها تایید شود، به کشف قوانین تجربی که رفتار را به درستی تشریح می کند، می پردازد و از همان دقت برخوردار است. اقتصاد رفتاری همچنین متوجه تنظیم و طرح مفاهیمی برای عملیات سیستم اقتصادی و نهادهای آن است و برای تعیین خط مشی

---

1 Normative Theories

2 Positive Theories

3 Prospect Theory

4 Herbert Alexander Simon

کلی، از مقاصد رفتار واقعی برآمده از فرضیات نئوکلاسیک بهره می گیرد. از سویی تامین شواهد تجربی درباره شکل و مفهوم تابع مطلوبیت و یا ساختاری که در یک نظریه رفتاری به طور تجربی معتبر باشد، برای استحکام بخشیدن به پیش بینی هایی استفاده می شود که می تواند درباره رفتار اقتصادی انسان به کار رود" [۶].

مالی رفتاری و نظریه چشم انداز همچنین سازگار با اقتصاد رفتاری (به طور کلی) و با توصیفات سایمون (به طور خاص)، فرضیات ویژه ای را در خرد مرسوم مالی شناسایی می کنند، که به طور تجربی و به صورت تحلیلی ناکارا شناخته شده اند. این ادبیات انتقادی بر خرد مرسوم مالی، بر شکل تابع مطلوبیت مورد انتظار، ترجیح برای حداکثر سازی مطلوبیت و روشی که در آن، انتخاب ها از میان گزینه های مختلف صورت می گیرد، تمرکز یافته است. این ادبیات همچنین تنها به توسعه دانش در دسترس تصمیم گیران با توجه به همه گزینه های در دسترس و توالی انتخاب ها نمی پردازد، بلکه به توسعه آن توالی هایی می پردازد که در دنیای دارای قطعیت مورد شناسایی قرار گرفته و نیز به توسعه رفتاری که اوزان محتمل را به وقایع ناقطعی نسبت می دهد، مبادرت می ورزد. بعضی اوقات نمی توان ریسک را اندازه گیری نمود. همان طور که سایمون در کار دیگر خود در سال ۱۹۸۷ اشاره کرد: "استدلال سنتی فرض می کند که دانش، کامل و مطلق است، هیچ هزینه ایی برای فرآیندهای تصمیم گیری وجود ندارد و توانایی افراد به دانستن همراه با قطعیت، یا دانستن همراه با ارتباط یافتن با اوزان احتمالی برای توالی انتخاب گزینه های مختلف و خروجی های انتخابشان مشخص است. با توجه به نظریه چشم انداز (به طور ویژه) و مالی رفتاری (به طور عام تر)، نظریه مرسوم مالی مورد تردید واقع می شود، نه به خاطر خطاهای ویژه ایی که در نفس نظریه مطلوبیت مورد انتظار ذهنی وجود دارد، بلکه به واسطه پارامترهای نهادی. این پارامترها می تواند شامل اطلاعات نادرست و نامتقارن و به همین ترتیب می تواند شامل تشویق ها و پاداش های فردی بیهوده ای (همچون مخاطرات اخلاقی که در رابطه با مسایل و کیل\_موکل در تئوری نمایندگی مطرح است) شود که ناکارایی و رفتار بهینه را القا می نماید. به طور مثال در یک جهان دارای اطلاعات نامتقارن، اگر مدیران صندوقهای سرمایه گذاری مشترک، ریسک های کم یا هیچ ریسکی را برای از دست دادن عایداتشان به واسطه درگیر شدن در سرمایه گذاری های پر ریسک تحمل



نکنند و بتوانند چنین واکنش هایی را از موشکافی و بررسی دقیق سرمایه گذاران پنهان نمایند، مجموعه ای از مخاطرات اخلاقی رخ می نماید و به طور بالقوه بازدهی های آنان از لحاظ اقتصادی، برآیندهای ناکارا خواهد داشت. می توان فرض کرد که همه نمایندگان نسبت به محدودیت های مفروضی (شامل محیط تشویقی) که با آن روبه رو هستند، منطقی باشند. بدین ترتیب پارامترهای نهادی معرفی شده در رابطه با قدرت استقلال و مباحثه نظریه چشم انداز، از اهمیت شایانی برخوردار است [۶].

### ۳) تورش های رفتاری (سوگیری های رفتاری)

در مالیه ی رفتاری، ویژگی های رفتاری که بر فرآیند تصمیم گیری های افراد موثرند مورد مطالعه قرار می گیرند. این ویژگی ها "تورش های رفتاری" نامیده می شوند. مطالعات مختلفی در زمینه ی انواع خطاهای ادراکی و چگونگی تاثیر این خطاها بر تصمیم گیری مالی سرمایه گذاران در بازارهای مالی انجام شده و به این نتیجه دست یافته اند که تصمیم های سرمایه گذاران تحت تاثیر چندین خطا قرار می گیرد. از شاخص ترین پژوهشگران در این حوزه، کانمن و تورسکی بودند که با مطرح نمودن تئوری انتظار به بسط این دانش کمک چشم گیری نمودند؛ هم چنین اشنايدر، ویس، بودسکو و توماس پژوهشگرانی بودند که با ارایه ی مقالات در زمینه ی مالی رفتاری، نقش مهمی در مدیریت مالی ایفا نموده و سهم عظیمی جهت کمک به سرمایه گذاران در اتخاذ تصمیم های مالی دارند [۱۲].

منابع تورش های رفتاری در تصمیم گیری به اختصار در زیر آمده است [۱]:

- ۱) عقلانیت محدود و این که انسان در شناخت، دچار تورش می شود.
- ۲) محدودیت زمانی افراد در دوره های زمانی کوتاه مدت؛ باید تصمیمات زیادی اتخاذ کنند، بنابراین وقت کافی برای بررسی دقیق وجود ندارد.
- ۳) عوامل احساسی بر قضاوت انسان ها اثر می گذارد.
- ۴) عوامل اجتماعی و تعلق انسان به جامعه باعث می شود در تصمیم گیری ها، برخی متغیرهای اجتماعی از قبیل توجه به تصمیمات گروهی را در نظر گیرد.

طالب‌نیا و تختایی (۱۳۹۳) به ارزیابی ارتباط اطلاعات مالی با رفتار سرمایه‌گذاران هنگام خرید و فروش سهام پرداختند. یافته‌های حاصل از پژوهش بیان‌گر این است که بین اطلاعات مالی و هزینه‌ی سرمایه‌ی شرکت ارتباط معنی‌داری وجود دارد.

پژوهشگران و متخصصان مالی‌ی رفتاری، طبقه‌بندی‌های متفاوتی را از تورش‌های رفتاری ارائه داده‌اند که ذیلاً گزیده‌ای از این طبقه‌بندی‌ها ارائه می‌شود:

شهرآبادی و یوسفی (۱۳۸۶) تقسیم‌بندی زیر را برای تورش‌های رفتاری ارائه داده است:

الف) خودفریبی یا فرااعتمادی: یعنی اعتماد بیش از حد به دانش و توانایی‌ها؛

ب) روش‌های ابتکاری: یک سری قواعد سرانگشتی یا میان‌برهای ذهنی که موجب سهولت در فرآیند تصمیم‌گیری خواهد شد. بدیهی است که روش‌های ابتکاری همواره به تصمیم‌گیری صحیح منجر نخواهد شد؛

پ) تعاملات اجتماعی: اشخاص تمایل دارند در تصمیم‌گیری‌ها و قضاوت‌هایشان با دیگران هم‌نوا شوند.

طبقه‌بندی دیگر از تورش‌های رفتاری بوسیله تئوری چشم‌انداز صورت گرفته است. این تئوری چهار بخش مهم از ابعاد رفتاری سرمایه‌گذاران را در بر می‌گیرد که در طی سال‌های دهه‌ی ۸۰ توسط دانشمندانی نظیر تالر، شیلر و جانسون تکمیل شده است: الف) ضرر و زیان‌گریزی (ب) حسابداری ذهنی (ج) خودکنترلی (د) پشیمان‌گریزی.

کانمن و ریپ<sup>۱</sup> تورش‌های رفتاری را در ۳ طبقه به شرح نگاره‌ی شماره ۱ تقسیم کرده‌اند:

نگاره‌ی شماره ۱- تقسیم‌بندی سه‌گانه‌ی کانمن و ریپ از تورش‌های رفتاری

الف) تورش‌های قضاوتی	ب) تورش‌های ترجیحی (رجحان یا اولویت)	ج) تورش‌های حاصل از نتایج تصمیم
----------------------	--------------------------------------	---------------------------------

1 Kahneman and Riep

۱- خطای پشیمان گریزی ۲- خطای ضرر و زیان گریزی	۱- خطای توزین غیرخطی احتمالات ۲- خطای ابهام در روند تغییرات ارزش ۳- خطای استفاده از قیمت خرید به عنوان نقطه ی مرجع ۴- خطای تمایل به دیدگاه کوتاه مدت به جای بلندمدت ۵- خطای جذابیت در شرط بندی ۶- خطای تمایل به تکرار ریسک و شرط بندی ۷- خطای چارچوب گرایی بسته	۱- خطای اطمینان بیش از حد ۲- خطای خوش بینی و بدبینی ۳- خطای پس بینی ۴- خطای واکنش افراطی به وقایع تصادفی
--	--	--

جعفری و دولتی (۱۳۸۸) براساس مطالعات و پژوهش های خود تورش های رفتاری را به ۴ گروه به شرح نگاره ی شماره ۲ طبقه بندی نموده اند :

نگاره ی شماره ۲- تقسیم بندی های جعفری و دولتی از تورش های رفتاری

الف) رفتارهای مکاشفه ای	ب) قالب بندی	ج) پدیده های غیرعادی (رفتار اقتصادی)	د) پدیده های غیرعادی (قیمت و بازده سهام)
۱- نظریه ی انتظارات ۲- زیان گریزی ۳- تورش وضع موجود ۴- سفسطه ی گماربازان ۵- تورش خود خدمتی	۱- قالب بندی شناختی ۲- حسابداری ذهنی ۳- ثابت سازی	۱- اثر سوء جای گیری ۲- اثر وقفی ۳- مقابله به مثل ۴- مصرف زمانی ۵- ترجیحات با خطای محدودیت در زمان ۶- سرمایه گذاری لحظه ای ۷- اشتیاق و هراس	۱- معمای صرف صاحبان سهام ۲- فرضیه ی دستمزد کار ۳- چسبندگی قیمت ۴- حدود آربیتراژ ۵- معمای سود تقسیمی ۶- اثر تقویمی ۷- پهن دنباله ها

	۸- گزینه‌ی گله‌ای (رفتار جمع‌گرایی) ۹- سفسطه‌ی هزینه‌های واقع شده		۶- توهم پولی
--	--	--	--------------

میشل پمپین (۲۰۱۰) در کتاب خود تحت عنوان "تورش‌های رفتاری و مدیریت ثروت" تورش‌های رفتاری را در ۲ طبقه‌ی کلی به شرح نگاره‌ی شماره ۳ تقسیم کرده است:

نگاره‌ی شماره ۳- تقسیم‌بندی‌های پمپین از تورش‌های رفتاری

ب) عاطفی (احساسی)	الف) شناختی
۱- خطای خودکنترلی	۱- خطای اطمینان بیش از حد
۲- خطای خوش‌بینی و بدبینی	۲- خطای دسترسی
۳- خطای پشیمان‌گریزی	۳- خطای محافظه‌کاری
۴- خطای ضرر و زیان‌گریزی	۴- خطای حسابداری ذهنی
۵- خطای بخشش	۵- خطای پس‌بینی
۶- خطای وضع موجود	۶- خطای ناهماهنگی شناختی
	۷- خطای تایید و تصدیق
	۸- خطای خود اسنادی
	۹- خطای ابهام‌گریزی
	۱۰- خطای تازه‌گرایی
	۱۱- خطای شکل یا چارچوب‌گرایی
	۱۲- خطای نمایندگی
	۱۳- خطای تکیه‌کردن و سازش
	۱۴- خطای توهم کنترل

#### ۴) آربیتراژ، مالی رفتاری و کارایی بازار

آربیتراژ به موقعیتی گفته می شود که برگزیدن یک استراتژی سرمایه گذاری، بازده های بالاتری را بدون قبول هیچ ریسکی تضمین می کند. در عمل نیز آربیتراژ به عنوان استراتژی تعریف می شود که بازار را ناکارا یافته و هنگامیکه قیمت های اوراق بهادار به ارزش های بنیادی خود برگشت می کنند، بازده های ممتازی را بدست می دهد. برای لحظه ای فرض کنید بازارها ناکارا هستند. این ناکارایی، با وجود تعداد زیاد سرمایه گذاران منطقی و پارانژی که مترصد کسب سود از هر فرصت غیرعادی ممکن هستند، تا چه مدت دوام خواهد آورد؟ اولین توضیح در این باره وجود محدودیت در آربیتراژ است که به عنوان محدودیت هایی در توان سرمایه گذاران منطقی برای بهره برداری از ناکارایی بازار بروز می کند. محدودیت در آربیتراژ، درها را به سوی مطالعات مالی رفتاری گشود، مطالعاتی که بحث درباره سوگیری های رفتاری سرمایه گذاران و عدم ادراکات منطقی ایشان را که می تواند قیمت های اوراق بهادار را از ارزش های بنیادی شان دور سازد، مد نظر قرار می دهد. آربیتراژ آنقدر قدرتمند نیست تا همه قیمت ها را به ارزش های بنیادیشان رهنمود سازد. چنین واقعیتی درها را به سوی قیمت گذاری نادرست اوراق بهادار می گشاید. اما چه چیز طبیعت و هدایت قیمت گذاری نادرست را تعیین می کند؟ طرفداران مالی رفتاری بیان می کنند که ارزش گذاری نادرست توسط روانشناسی سرمایه گذار به وجود می آید. افراد در صدد رصد مواقع، به طور صدد رصد منطقی نیستند و عقلانی رفتار نمی کنند. چنین پدیده ای در نوع نگرش سرمایه گذاران به ریسک و شیوه ای که ایشان با استفاده از آن، احتمالات را ارزیابی می کنند نشان داده می شود [۶].

الف- نگرش نسبت به ریسک:

روانشناسان مشاهده کرده اند که در هنگام تصمیم گیری های ریسکی، افراد به طرز خاصی نسبت به متحمل شدن زیان بیزار هستند. به نظر می رسد که سرمایه گذاران تنها بر ارزش جاری پرتفوی فعلی شان تمرکز نمی یابند، بلکه برای کنترل سود دهی یا زیان دهی سرمایه گذاری هاشان به عقب نگاه می کنند. به طور مثال، اگر ما سهام شرکت آی بی ام در پرتفوی فعلی خود را ۱۰،۰۰۰ دلار بفروشیم در حالی که ۵،۰۰۰ دلار هزینه خرید این سهام

شده باشد، ممکن است خود را برفراز جهان احساس کنیم، لیکن خیلی بیشتر ناراحت خواهیم شد اگر هزینه خرید این سهام ۱۱،۰۰۰ دلار شده باشد. این مشاهده پایه نظریه چشم انداز را شکل می دهد. کانمن و تورسکی<sup>۱</sup> در سال ۱۹۷۹ در نظریه چشم انداز خود بیان کردند که: "الف) ارزشی که سرمایه گذاران برای بازدهی دارایی بخصوصی تعیین می کنند، توسط سودها و زیان هایی که از لحظه تحصیل دارایی یا آخرین بازنگری پرتفوی شان بدست آمده است، شناسایی می شود. ب) سرمایه گذاران به طور معنی داری از احتمال زیان حتی خیلی کم، گریزان بوده و خود را نیازمند بازدهی بالا برای جبران آن احساس می کنند." به نظر می رسد که رنج ناشی از زیان همچنین به این که آیا در پی زیان های پیش تر به دست آمده است بستگی دارد. بنابراین همانطور که تالر و جانسون<sup>۲</sup> در سال ۱۹۹۰ تبیین کردند، سرمایه گذاران پس از آنکه از کسب بازدهی های غیرمنتظره بالا لذت بردند، ممکن است برای اندازه گیری ریسک یک بازار سهام آماده تر باشند. اگر آنان چنین کنند، هرچند از تحمل یک زیان کوچک رنجیده می شوند، لیکن حداقل جلو بودن در یک سال، آرام بخش خاطرشان خواهد شد [۶]

ب- باورها درباره احتمالات:

بیشتر سرمایه گذاران در نظریه احتمال دارای تخصص کافی نیستند و ممکن است دچار خطای سیستماتیک در ارزیابی احتمال پیشامدهای ناطعی شوند. روانشناسان دریافته اند که در هنگام قضاوت درباره بازدهی بیشتر، سرمایه گذاران انفرادی، به پیشینه نگری تعداد کمی از موقعیتهای مشابه تمایل می یابند. در نتیجه، به سمت وزن دهی خیلی زیاد به اعداد کوچک پیشامدهای اخیر هدایت می شوند. به طور نمونه، سرمایه گذاری قضاوت می کند که مدیر سرمایه گذاری از مهارت خاصی برخوردار است، زیرا وی برای سه سال در یک سطر بر بازار فائق آمده است یا برای اینکه رشد سریع قیمت ها طی سه سال نشانه ایی خوب از سودهای آینده سرمایه گذاری در بازار سهام است. چنین سرمایه گذاری به هیچ وجه نسبت به بازتاب اندک یک سرمایه گذاری که می تواند درباره تجربه سه ساله بازدهی های مورد انتظار، درس هایی دربرداشته باشد، متوقف نمی شود. بیشتر افراد

---

1 Kahneman & Tverski

2 Richard Thaler & Johnson

همچنین بسیار محتاط هستند، بدین معنی که نسبت به روزآمد کردن باورهایشان در رویارویی با شواهد جدید خیلی کند عمل می کنند. افراد به روزآمد نمودن باورهای خود در مسیری درست تمایل دارند، لیکن بزرگنمایی این تغییر کمتر از منطقی بودن مورد نیاز خواهد بود [۶].

سوگیری سیستماتیک دیگر فرا اعتمادی نام دارد. بسیاری از ما این اعتقاد را داریم که راننده ای با مهارت های بالاتر از حد متوسط هستیم و همچنین بسیاری از سرمایه گذاران نیز بر این فکر می باشند که یک معامله گر بهتر از حد متوسط در بازار هستند. دو سفته بازی که با یکدیگر معامله می کنند، هر دو نمی توانند ثروت خود را افزایش دهند، لیکن ممکن است آماده ادامه معامله باشند، زیرا هر یک، از فریب خوردن طرف مقابل در این معامله مطمئن هستند. فرا اعتمادی همچنین در اطمینانی بروز می کند که افراد درباره قضاوت هایشان اظهار می کنند. آنها به طور مستمر برتری ها و مزایایی را که آینده بر درستی آن\_آن چنان که ایشان می گویند\_گواه خواهد داد، بیش برآورد کرده و شانس پیشامدهای غیر محتمل را کم برآورد می نمایند. طرفداران مالی رفتاری پیشنهاد می کنند که الگوهای تبیین شده از رفتار می تواند به این پرسش پاسخ دهد که چرا بازارها همیشه هم کارا نیستند؟ شاید کم واکنش سرمایه گذاران به اطلاعیه های پیش بینی سود با توجه به عملکرد محتاطانه ایشان رخ دهد، و به عنوان پاسخی کند به اطلاعات جدید شرکت که در این اطلاعیه ها منتشر می شود، جلوه نماید. تمایل به تاکید بیش از حد بر رخداد های اخیر و بنابراین بیش واکنش نشان دادن به اخبار جدید نیز می تواند نشان دهنده عملکرد ضعیف طولانی و ممتد عرضه های اولیه باشد. ظاهراً همانطور که سرمایه گذاران، انتشار خبر داغ را مشاهده می کنند، به واسطه سودهای ظاهری که تنها انتظار آن را می کشند، از کوره در رفته و سپس چند سال اندک بعدی را در حال تاسف خوردن بر احساسی شدنشان می گذرانند. بدین ترتیب مالی رفتاری ترجمه و تعبیری جدید از برخی معماها و غیرمستدلتهای قدیمی مطرح می کند. به عبارت دیگر، مالی رفتاری شاید دستیابی خیلی آسان به یک متن روانشناسی باشد، تا هر گاه که نمی توانیم به توصیف پدیده ای مشاهده شده پردازیم، بدان رجوع کنیم. پیچیدگی های بسیاری در رفتار سرمایه گذاران وجود دارد و در لیست این پیچیدگی ها معمولاً یکی با مورد ما مشابه می باشد. در پایان، سودمندی مالی رفتاری به

توانایی پیش بینی این دانش در ارزش گذاری نادرست یک دارایی قبل از مشاهده شدن عملی آن بستگی می یابد [۶].

۵) روانشناسی اعداد و تجمع قیمت ها

یکی از آثار تجمع قیمت ها در اعداد رند، ایجاد حدود قیمتی یا حدود روانشناسی است. این پدیده باعث می شود که قیمت ها به دفعات کمتری از اعداد رند نسبت به سایر اعداد عبور کنند. برای شاخص های سهام نیز حدود روانشناسی وجود دارد که عبور کردن از آن ها اهمیت دارد و شاخص ها به طور عمده در نزدیکی این سطوح یا اعداد سمبلیک بسته می شوند و بنابراین این اعداد به عنوان نقاط مقاومت یا حمایت هستند. عبور کردن از یک سری سطوح روانشناسی مرجع (مثل صدها، هزارها و ...) می تواند بر جو بازار تاثیر بگذارد. به نظر می رسد بازار اگر اه دارد که به این سطوح نزدیک شود یا آن ها را بشکند. با وجودی که سرمایه گذار منطقی، می داند که این سطوح قیمتی دارای محتوای اطلاعاتی نیستند ولی بسیاری از سرمایه گذاران بر اساس آن ها تصمیم گیری می کنند و آن ها را به عنوان علائم خرید و فروش مهمی در نظر می گیرند. بعضی اعتقاد دارند برای سهام انفرادی، چنین حدود رندی وجود ندارد. نیدرهورفر بیان می کند: یک دامنه ی قیمتی وجود دارد که یک سهم در مدت زمان زیادی در آن محدوده معامله می شود [۱۰]. دنالدسون و کیم<sup>۱</sup> (۱۹۹۳) با بررسی شاخص داو جونز کشف کردند که این شاخص به دفعات کمتری در همسایگی اعداد رند صدتایی بسته می شوند و این اعداد رند به عنوان سطوح مقاومت یا حمایت عمل می کنند. بنابراین هنگامی که این شاخص از این سطوح مقاومت یا حمایت عبور می کند با سرعت بیشتری به طرف بالا یا پایین به حرکت خود ادامه می دهد. تفاوت بین حدود روانشناسی و تجمع قیمت ها این است که شاخص های سهام، کمتر در نزدیکی اعداد رند بسته می شوند در حالی که قیمت های سهام انفرادی به طور عمده روی قیمت های رند تجمع پیدا می کنند.

بررسی و شناخت نقاط بحرانی یا حمایت و مقاومت شاخص ها بسیار مورد توجه تکنیکال ها است. این تحلیل گران با تمرکز روی قیمت ها و حجم معاملات و لحاظ کردن ابعاد

---

1 Donaldson and Kim



روانی و انسانی بازار سعی در پیش بینی حرکات آتی قیمت ها دارند. دو فرضیه که برای توضیح این حدود روانشناسی ارایه می شوند عبارتند از [۲۲]:

الف) فرضیه ی قیمت گذاری خرده ای: افراد گرایش دارند که قیمت ها را رقم به رقم و از سمت چپ با هم مقایسه کنند. برای مثال عدد ۱۹/۹۹ خیلی کمتر از ۲۰ به نظر می رسد. این پدیده از روانشناسی شناختی و بازاریابی نشات می گیرد؛

ب) فرضیه ی سطوح آرمانی: افراد، قیمت های هدف معینی را برای سهام خود دارند. یعنی وقتی سهامی را می خرند، قیمتی را برای فروش آن ها مشخص می کنند.

۶) رفتار معامله کنندگان اختلال زا و حباب قیمتی

اقتصاددانان تعاریف متفاوتی را برای یک حباب استعمال می کنند. یک تعریف معمول آن است که قیمت های دارایی با نرخ افزایش می یابند که بزرگتر از آن است که بتواند توسط عوامل بنیادی بازار توضیح داده شود. آن ها مدل ارزش گذاری متعارفی را مورد استفاده قرار می دهند که مبتنی بر این فرض می باشد که سودها و قیمت های سهام هم انباشته هستند در حالی که در مطالعات دیگر نشان داده شده که نوسان پذیری قیمت سهام در مقایسه با نوسان پذیری سود سهام خیلی بیشتر است. اما یک توضیح پذیرفتنی تر برای این حقیقت که قیمت های سهام از ارزش های بنیادی منحرف می شوند توسط معامله گران اختلال زای غیرعقلایی موجب می شود. حباب یک پدیده ی تجربی شناخته شده در بازارهای سهام می باشد اما هیچ گونه توافقی درباره ی مکانیزم شکل دهنده ی آن وجود ندارد. هنگامی که حباب قیمت گذاری پدیدار می شود نوسان پذیری قیمت سهام اغلب به شکل افزایش غیرعادی در قیمت ها که با فروپاشی به همان صورت غیرعادی دنبال می شود، قابل مشاهده است. یک مشخصه از سقوط و فروپاشی بزرگ در بازار سهام، اثر مالی قابل توجه آن می باشد؛ از این رو طبق تعریف، حباب ها و فروپاشی ها از اهمیت زیادی برای مدیریت ریسک پرتفولیوهای سرمایه گذاری برخوردار هستند [۱۸]. تئوری های مالی بیان می کنند که بازارها می توانند از ارزش های بنیادی خود منحرف شوند؛ حتی اگر اکثر عوامل به طور عقلایی رفتار کنند [۲۳]. یعنی حتی با فرض انتظارات عقلایی، امکان تشکیل حباب عقلایی در بازار وجود دارد. با وجود این که قیمت ها در سطحی بالاتر از ارزش بنیادی خود هستند سرمایه گذاران به نگهداری سهام ها ادامه می دهند زیرا معتقدند

که فرد دیگری این سهام را به خاطر بالا رفتن قیمتش در آینده خواهد خرید [۱۶]. بنابراین می توان گفت که حباب از نوعی انتظار سرچشمه می گیرد به طوری که این انتظار موجب شکل گیری حباب می شود. در نتیجه، حباب بازار سهام را می توان نتیجه ی رفتار سرمایه گذاران دانست زیرا در بازارهای سهام، قیمت ها عمدتاً بازتاب انتظارات سرمایه گذاران از پیش بینی آینده ی بنگاه ها هستند. بنابراین به نظر می رسد پذیرفتنی ترین توضیح برای این حقیقت که قیمت های سهام از عوامل بنیادی منحرف می شوند، توسط رفتار معامله گران اختلال زای غیرعقلایی موجب می شود [۲۱].

۷) سرمایه گذاران منطقی در مقابل سرمایه گذاران عادی

فرضیه ی بازار کارا بیان می کند، وقتی افراد خوش بین و غیرمنطقی یک سهام را می خردند، سرمایه گذاران منطقی آن را فروخته و زمانی که افراد بدبین و غیرمنطقی سهمی را می فروشند، سرمایه گذاران منطقی آن را می خردند. در نتیجه، حذف کردن تاثیر معاملات غیرمنطقی در قیمت بازار موثر است، در حالی که نظریه ی مالی معمولاً نشان می دهد که سرمایه گذاران منطقی در خنثی کردن اثر سرمایه گذاران عادی موفق نیستند. از دیدگاه نظری دور از ذهن است که سرمایه گذاران منطقی قدرت هدایت قیمت های بازار به ارزش های ذاتی را داشته باشند. برای مثال در یک مدل که هر دو گروه معامله گران بازخورد و سرمایه گذاران منطقی وجود دارند، سرمایه گذاران منطقی ترجیح می دهند که تاثیر معامله گران بازخورد را کاهش داده و با خرید جلوتر از معامله گران بازخورد، از آن ها سبقت بگیرند. در یک مدل مربوط، سرمایه گذاران منطقی انتظار دارند که مطلوبیت مورد انتظار خود را حداکثر کرده و هرگز به دنبال این نیستند که تاثیر سرمایه گذاران غیرمنطقی را خنثی کنند، زیرا آن ها به صورت منطقی با ریسک ایجاد شده توسط سرمایه گذاران غیرمنطقی، ارتباط دارند. چنان چه ریسکی که سرمایه گذاران غیرمنطقی تحمل می کنند، خنثی شود سرمایه گذاران دیگر هستند که باید آن را تحمل کنند [۲۰]. گوتمن و ماسا شواهدی را جمع آوری کردند که نشان می داد دو دسته سرمایه گذار وجود دارد: (۱) معامله گران بازخورد و (۲) سرمایه گذاران منطقی. معامله گران بازخورد کسانی هستند که به دنبال روندهای قیمت می روند و سرمایه گذاران منطقی کسانی هستند که در مسیر دیگر حرکت می کنند. گوتمن و ماسا سرمایه گذاران را بر اساس چگونگی واکنش آن ها

نسبت به تغییرات روزانه، به دو گروه تقسیم نمودند. سرمایه گذاران دو نوع واکنش داشتند، کسانی که بر حسب عادت پس از دیدن این که قیمت ها در حال صعود هستند، خرید می کردند و سرمایه گذاران منطقی کسانی بودند که وقتی قیمت ها افزایش پیدا می کرد، می فروختند. سرمایه گذاران به ندرت بین این دو طبقه قرار می گرفتند [۱۹]. سرمایه گذاران منطقی همیشه می توانند سهام بخرند به شرطی که سایر سرمایه گذاران تمایل به نگهداری سهام برای مدت طولانی نداشته باشند. هم چنین آن ها ممکن است قادر نباشند در کوتاه مدت سهام خود را بفروشند [۳]

۸) تامین مالی بر اساس رویکرد رفتاری (اقتصاد رفتاری)

تامین مالی بر اساس رویکرد رفتاری، خطاهای ادراکی و هیجان هایی را که اغلب بر تصمیم گیرندگان مالی تاثیر می گذارند و باعث می شوند که آن ها تصمیم های نامطلوبی را بگیرند، شناسایی می کند. تاکید این رویکرد بر توصیف مثبت رفتار انسانی است و این که به طور عینی در یک زمینه ی مالی "مردم چگونه رفتار می کنند" را مورد مطالعه قرار می دهد [۸ و ۱۷]. همچنین این رویکرد که به عنوان اقتصاد رفتاری نیز شناخته می شود، اقتصاد و روان شناسی را به منظور تجزیه و تحلیل این که سرمایه گذاران چرا و چگونه تصمیم های مالی خود را اتخاذ می کنند را با هم یکپارچه می کند. با وجود نقطه نظر اقتصاددانان کلاسیک که بیان می کنند بازار کارا است و تصمیم های سرمایه گذاران عقلایی است ولی در واقعیت، رفتار سرمایه گذاران و بازار می تواند به طور چشمگیری متناقض و غیرعقلایی باشد. طبق روان شناسی افراد سرمایه گذار، سهام ممکن است اشتباهات قیمت گذاری شود و بازارها نیز ممکن است کارایی لازم و کافی را نداشته باشند [۱۵].

## ایراد بر مالی رفتاری

ایرادی که به نظریه مالی رفتاری وارد می شود، این است که مالی رفتاری، بنیان های فرضیه توضیح دهنده بازارهای کارآ را به هم ریخت، اما خود به پارادایم مستقلی برای توضیح ناکارایی ها دست نیافت. همچنین مسئله مذکور، این سوال بزرگ را برای مشاوران سرمایه گذاری ایجاد کرد که: آیا توصیه به خرید، نگهداری یا فروش یک

سرمایه گذاری باید براساس تئوری‌ها صورت بگیرد یا براساس همان احساسات و خطاهای پیش گفته؟ برخی تحقیقات، نتایج مورد ادعای نظریه‌هایی از جمله تئوری چشم انداز و جنبه‌های وابسته به آن را اشتباه شمرده و آنها را بر پایه مدل‌های ناصحیح می‌انگارند. ضمناً مدارکی براساس زیست‌شناسی عصبی وجود دارد که نشان می‌دهد فرآیند ذهنی و اعصاب انسان بر الگوهای تصمیم‌گیری او اثر می‌گذارد و این برخلاف تئوری چشم انداز و چشم انداز انباشته است که در مالی رفتاری براساس آنها پیش‌بینی‌ها صورت می‌گیرد. در نظریه مالی رفتاری بسیاری از خطاها شناخته شدند و عواقب برخی از این خطاها نیز مشخص گردید، اما این مسئله که چرا فرد دچار خطاهای رفتاری است و چگونه باید بر این خطاها غلبه نماید، در این حوزه بحث نشد. این ایراد منجر به ایجاد شاخه‌ای به نام نورو فاینانس<sup>۱</sup> گردید. نورو فاینانس (نورو اکونومیک) از تلفیق روانپزشکی و اقتصاد (مالی)، شکل می‌گیرد. در این شاخه به شناخت بخش‌های مختلف و مسیرهای انتقال عصبی و تاثیر داروهای مختلف مورد استفاده فرد و حالات گوناگون وی بر شیوه تصمیم‌گیری، پرداخته می‌شود. در حقیقت نورو فاینانس پلی است میان دانش مغز و مالی (اقتصاد)، تا به وسیله آن، درک بهتری از تصمیمات مالی و اقتصادی افراد به دست آید. در نورو فاینانس، پایه‌های نرولوژیک (علم اعصاب) تاثیر حالات روانی بر تصمیمات مالی بررسی می‌شود [۱].

## بحث و نتیجه گیری

مالی رفتاری مطالعه تاثیر روانشناسی بر رفتار مشارکت کنندگان در بازارهای مالی و آثار آن بر رفتار بازار می‌باشد. این شاخه‌ی ترکیبی علوم مالی که در واقع علوم روانشناسی و در برخی موارد جامعه‌شناسی را برای تحلیل بهتر مسایل بازارهای مالی مورد استفاده قرار می‌دهد، اغلب به بررسی فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و واکنش آنان در قبال شرایط مختلف بازارهای مالی می‌پردازد و تاکید آن بیشتر به تاثیر شخصیت، فرهنگ و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است. با وجود نقطه نظر اقتصاددانان کلاسیک که بیان می‌کنند بازار کارا است و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران

عقلایی است ولی در واقعیت، رفتار سرمایه گذاران و بازار می تواند به طور چشمگیری متناقض و غیرعقلایی باشد. طبق روان شناسی افراد سرمایه گذار، سهام ممکن است اشتباها قیمت گذاری شود و بازارها نیز ممکن است کارایی لازم و کافی را نداشته باشند. مالی رفتاری با فرموله کردن مدل های رفتاری، به بهتر شناخته شدن بازار سرمایه کمک می کند تا این شناخت در رفع برخی تنگناهای ناشی از الگوهای رفتاری موثر واقع گردد. نظریه ی مالی رفتاری دارای ابعاد و رویکردهای مختلفی می باشد. این نظریه بیان می کند که خطاهای ادراکی اثر با اهمیتی روی تصمیم گیری مالی دارند. از خطاهای ادراکی می توان به لنگر انداختن و تعدیل، خطاهای دسترسی به اطلاعات، دیدگاه محدود، خطای فرافکنی و عوامل احساسی و تاثیرات درونی اشاره نمود. مالی رفتاری و نظریه چشم انداز سازگار با اقتصاد رفتاری، فرضیات ویژه ایی را در خرد مرسوم مالی شناسایی می کنند که به طور تجربی و به صورت تحلیلی ناکارا شناخته شده اند. این انتقادات از خرد مرسوم مالی، بر شکل تابع مطلوبیت مورد انتظار، ترجیح برای حداکثر سازی مطلوبیت و روشی که در آن انتخاب ها از میان گزینه های مختلف صورت می گیرد، متمرکز می شوند. بعد دیگر در نظریه مالی رفتاری، تورش های رفتاری یا سوگیری های رفتاری می باشند. پژوهشگران حوزه مالی رفتاری طبقه بندی های متفاوتی را از تورش های رفتاری ارائه داده اند که از آن جمله می توان به طبقه بندی کانمن و ریپ شامل تورش های قضاوتی، ترجیحی و حاصل از نتایج تصمیم و همچنین به طبقه بندی پمپین تحت عنوان تورش های شناختی و احساسی اشاره نمود که هر کدام به زیرمجموعه های مشابه و گاه متفاوتی تقسیم بندی می شوند. رویکرد دیگر در حوزه مالی رفتاری، محدودیت در آربیتراژ است. محدودیت در آربیتراژ، راه گشای مطالعات مالی رفتاری بوده است. مطالعاتی که بحث درباره سوگیری های رفتاری سرمایه گذاران و عدم ادراکات منطقی ایشان را که می تواند قیمت های اوراق بهادار را از ارزش های بنیادی شان دور سازد، مد نظر قرار می دهد. مهمترین محدودیت در آربیتراژ، ریسکی است که در آن قیمتها پیش از همگرایی، از ارزش های بنیادی شان دورتر شده و واگرا می شوند. از ابعاد و رویکردهای دیگر در حوزه مالی رفتاری می توان به پدیده حباب بازار سهام اشاره کرد. حباب بازار سهام را می توان نتیجه ی رفتار سرمایه گذاران دانست زیرا در بازارهای سهام، قیمت ها عمدتاً بازتاب انتظارات

سرمایه گذاران از پیش بینی آینده ی شرکتهای هستند. بنابراین می توان این نتیجه را گرفت که، رفتار معامله گران اختلال زای غیرعقلایی موجب می شود تا قیمت های سهام از عوامل بنیادی منحرف گردند. سرانجام، با تمامی این موضوعات یک ایراد به نظریه مالی رفتاری وارد می شود. ایراد این است که مالی رفتاری، بنیان های فرضیه توضیح دهنده بازارهای کارآ را از هم پاشید ولی خود به پارادایم مستقلی برای توضیح ناکارآیی ها دست نیافت. در نظریه مالی رفتاری بسیاری از خطاهای ادراکی و رفتاری شناسایی شدند، اما این مسئله که چرا افراد دچار خطاهای رفتاری می شوند و چگونه باید بر این خطاها غلبه نمود، بحثی صورت نگرفته است.

## منابع و مأخذ

- ۱- اسلامی بیدگلی، غلام رضا و حمیدرضا کردلویی (۱۳۸۹). مالی رفتاری، مرحله ای گذر از مالی استاندارد تا نوروفاینانس، فصلنامه ی علمی - پژوهشی مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، سال اول، شماره ی اول، صص ۳۶-۱۹.
- ۲- جعفری، ابوالفضل و نیکو دولتی (۱۳۸۶). مقدمه ای بر مالی و اقتصاد رفتاری، ماهنامه ی بورس، شماره ی ۶۸، صص ۱۷-۱۰.
- ۳- خواجهوی، شکراله و میثم قاسمی (۱۳۸۵). فرضیه ی بازار کارا و مالی رفتاری، دوفصلنامه ی تحقیقات مالی، شماره ی ۲۰، صص ۶۹-۴۹.
- ۴- رهنمای رودپشتی، فریدون (۱۳۹۱). **حسابداری مدیریت رفتاری (رویکرد نوآوری، ارزش آفرینی و کاربردی)**، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی - سازمان چاپ و انتشارات.
- ۵- رهنمای رودپشتی، فریدون و اله کرم صالحی (۱۳۸۹). **مکاتب و تئوری های مالی و حسابداری**، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.
- ۶- رهنمای رودپشتی، فریدون و وحید زندیه (۱۳۹۱). **مالی رفتاری و مالی عصبی (پارادایم نوین مالی) از تئوری تا عمل**، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی - سازمان چاپ و انتشارات.

۷- شهرآبادی، ابوالفضل و راحله یوسفی (۱۳۸۶). مقدمه ای بر مالی رفتاری، ماهنامه ی بورس، شماره ی ۶۹، صص ۷۰-۵۱.

۸- صالحی، اله کرم (۱۳۹۰). تامین مالی بر اساس رویکرد رفتاری، دو ماهنامه ی تحلیلی-اطلاع رسانی- پژوهشی، شماره ی ۵۳، صص ۲۸-۲۱.

۹. طالب نیا، قدرت اله و نصراله تختایی (۱۳۹۳). ارزیابی ارتباط اطلاعات مالی با رفتار سرمایه گذاران هنگام خرید و فروش سهام، دانش و پژوهش حسابداری، سال نهم، شماره ی ۳۶، صص ۱۰-۱.

۱۰- فدایی نژاد، محمد اسماعیل و محسن صادقی (۱۳۹۰). بررسی روانشناسی اعداد و پدیده ی تجمع قیمت ها در بورس اوراق بهادار تهران، دوفصلنامه ی تحقیقات مالی، دوره ی ۱۳، شماره ی ۳۱، صص ۹۸-۷۳.

۱۱- فدایی نژاد، محمد اسماعیل؛ مایلی، محمد رضا و مصطفی امام دوست (۱۳۹۴). اثرگذاری عوامل رفتاری و انعکاس سوگیری دیرپذیری در رفتار معاملاتی سرمایه گذاران، مطالعات حسابداری و حسابرسی، سال چهارم، شماره ی ۱۴، صص ۱۵-۴.

۱۲- فلاح پور، سعید و غلام رضا عبداللهی (۱۳۹۰). شناسایی و وزن دهی تورش های رفتاری سرمایه گذاران در بازار بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد AHP فازی، دوفصلنامه ی تحقیقات مالی، دوره ی ۱۳، شماره ی ۳۱، صص ۱۲۰-۹۹.

13- Birnberg, J, G; (2011). A Proposed Framework for Behavioral Accounting Research, **BEHAVIORAL RESEARCH IN ACCOUNTING**, Vol. 23, No. 1, pp. 1-43.

14- Donaldson R.G, Kim H.Y (1993). Price barriers in the Dow Jones Industrial Average. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 28, pp. 313-330.

15- Flynn Simone I., Behavioral Finance, **Research Starters Business**, pp.11 - 13, 2008

- 16- Gilles, Christian & Leroy, Stephen. F (1992). Asset Price Bubbles, In Newman, P. & al. (eds): The New Palgrave Dictionary of Money & Finance, I., **Macmillan Reference, London**, pp. 74-76.
- 17- Hirschey Mark & John Nofsinger, **Investments Analysis and Behavior**, First Edition, McGrawHill/Irwin, 2008.
- 18- Kaliva, Kasimir & Kuskinen, Lasse (2007). Stock Market Bubbles, Inflation and Investment Risk, **International Review of Financial Analysis**, Vol. 17, pp. 592-603.
- 19- Ritter, J. R (2003). Behavioral Finance, **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol. 11, pp. 429-437.
- 20- Shiller, J. R (2003). From Efficient Markets Theory to Behavior Finance, **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 17, pp. 83-104.
- 21- Shleifer, Andrei & Vishny, Robert (1997). The Limits of Arbitrage, **Journal of Finance**, Vol. 52, pp. 35-55.
- 22- Sonnemans J (2005). Price clustering and natural resistance points in the Dutch stock market a natural experiment, **Forthcoming European Economic Review**, Version August.
- 23- Westerhof, Frank (2003). Bubbles and Crashes: Optimism, Trend Extrapolation and Panics, **Journal of Theoretical and Applied finance**, Vol. 6, pp. 829-837.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی



## Aspects and approaches of behavioral finance theories

### Abstract:

Philosophy of neoclassical economics based on rational behavior of individuals and firms in the economy. In the meantime, if something is incompatible with the principle of bias or bias as it is remembered. Behavioral finance theory is commonly interpreted as the application of psychology in financial knowledge, Challenged the fundamental tenets of neoclassical economics and human psychological phenomena in the market and try to identify the individual. The purpose of this article is to review aspects and approaches in the field of behavioral finance and human factors affecting the understanding and prediction of financial markets. Conclusions of studies and evidences suggest that the fact that Behavioral finance theory to explain an important role in determining the behavior and decisions of investors in the market and its effects on the behavior of financial markets.

**Key words:** behavioral finance, Behavioral biases, Investment decisions

