

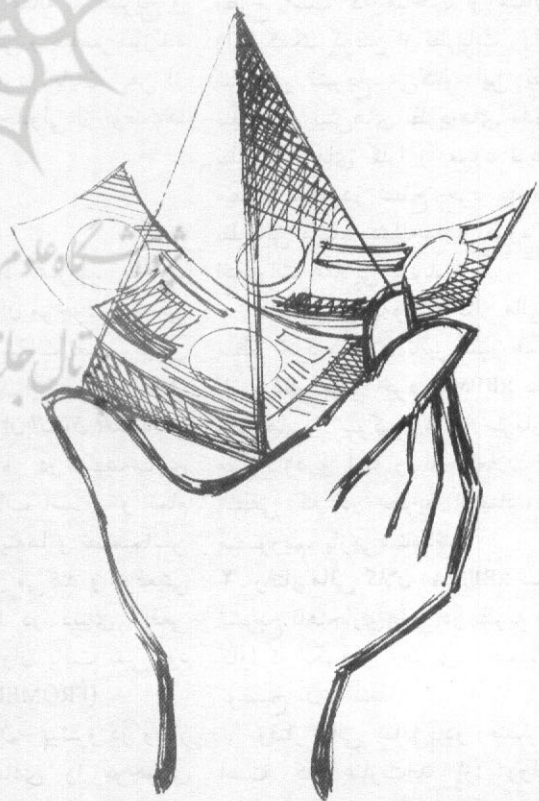
رفتار مالی؛ پارادایم حاکم بر بازارهای مالی

ابراهیم برجی دولت آباد
ebi_masih@yahoo.com

چکیده

یکی از حیاتی‌ترین برنامه‌های پژوهشی دانش مالی امروز که در رأس رد نظریه بازارهای کارا قرار دارد، نظریه رفتار مالی است که حاصل تشریک مساعی بین علوم مالی و علوم اجتماعی است و باعث ژرفتر شدن دانش ما، از بازارهای مالی شده است.

در این مقاله به تشریح دو عنصر رفتار مالی، یعنی: روان‌شناسی شناختی و محدودیت‌های آربیتراژ، پرداخته شده است. در بخش بحث و نتیجه‌گیری، موانع و اشتباهاتی که ممکن است رفتار مالی سرمایه‌گذاران را تحت شعاع قرار دهد، تحلیل شده و راهکارهایی برای پیشگیری از بروز چنین اشتباهاتی، پیشنهادهایی ارائه شده است.



به نظر می‌رسد میتوان تاریخچه نظریه‌های مالی پنجاه سال گذشته را در دو انقلاب و دگرگونی اصلی، خلاصه کرد. ابتدا انقلاب **نئوکلاسیک** در علوم مالی بود که با مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) و نظریه بازارهای کارا (EMT) در دهه ۱۹۶۰ و مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای میان‌مدت و نظریه قیمت‌گذاری آربیتراژی (APT) در دهه ۱۹۷۰، آغاز شد. دومین دگرگونی اساسی، انقلاب رفتاری در مباحث مالی بود که در دهه ۱۹۸۰ با طرح پرسش پیرامون منبع نوسان در بازارهای مالی و با کشف ناهنجاریهای بیشمار و نیز تلاش در جهت یکپارچه کردن نظریه انتظار **کاهنمن** و **تورسکی** و دیگر نظریه‌های روانشناسی با نظریه مالی شروع شد.

علت اصلی این تغییر و دگرگونیها را شاید بتوان در یک جمله آقای **اندرو لو** خلاصه کرد که معتقد است: **به موازات تغییر بازارها و بروز و ظهور نیروهای تکاملی جدید برای ایفای نقش، دیگر برندگان و بازندگان امروز، برندگان و بازندگان دیروز و فردا نیستند.** بنابراین ضرورت همه دگرگونی‌های نظری و عملی حفظ ماندگاری در این اقتصاد جهانی است. به دیگر سخن نظریه‌های نوبی ابزاری جدید برای رویارویی با مسائل و مشکلاتی هستند که نظریات قدیمی از پاسخگویی به آنها عاجز بودند و در صورت استفاده نکردن از این ابزار و پارادایم‌های نوبی، اقتصاد یک کشور، در خوشبینانه‌ترین حالت، موفق به حل مشکلات قدیمی خود خواهد شد و سهمی از بازارهای جهانی و البته آینده نخواهد داشت.

پارادایم حاکم بر مباحث مالی امروز که ما قصد توضیح، تشریح و مقایسه آن را داریم، **رفتار مالی** نام دارد، که به زبان ساده عبارت است از **یک الگوی فکری که در آن بازارهای مالی با استفاده از الگوهای مرکب از علوم اجتماعی، روانشناسی، مالی و چند رشته دیگر مطالعه میشوند و به عبارت بهتر عاملان اقتصادی در الگوهای رفتاری بر خلاف نظریه‌های نئوکلاسیک منطقی نیستند،**

رفتار مالی
به عنوان نوعی نظریه
مطرح است که
مباحث و مسائل مالی را
با کمک گرفتن از نظریات
روانشناسی مطرح می‌کند.

بلکه یا به خاطر ترجیحاتشان و یا به دلیل سوگیری‌های شناختی نرمال‌اند. این پارادایم نوین به اعتقاد رابرت شیلر یکی از حیاتی‌ترین برنامه‌های تحقیقاتی بوده و آشکارا در رد نظریه بازار کارا قرار گرفته است.

در بخش دوم این مقاله به تشریح و توضیح مفهوم رفتار مالی و عناصر سازنده آن خواهیم پرداخت و در پایان پس از بحث و نتیجه‌گیری، جدولی از توصیه‌ها ارائه خواهد شد.

۱. رفتار مالی

در ادبیات اقتصاد غرب، ماهیت وجودی انسانها به عنوان موجودی منطقی که تحت شرایط کاملاً شفاف تصمیم‌گیری می‌کند، تعریف می‌شود. این موجود کامل که اغلب از آن به عنوان **انسان اقتصادی** یاد می‌شود، همواره در بهینه‌سازی منافع دلخواهش کامیاب است و تمام اطلاعاتی را که بر گزینه‌ها و تصمیماتش تأثیر دارند، جمع‌آوری می‌کند و موقعیتی آرمانی را که مطمئناً در دنیای واقعی بسیاری از سرمایه‌گذاران یافت نمی‌شود خلق می‌کند (FROMELT, 2001).

اما **هربرت سایمون** - پیشرو در رفتار مالی - انسان اقتصادی را موجودی غیرواقعی در نظریه‌های اقتصادی تشخیص داد. میر استمن نیز در مقاله‌ای با عنوان: **بازبینی تخصیص دارایی با استفاده از چالش رفتار مالی** بیان کرد که

افراد در نظریه‌های سنتی منطقی هستند در حالی که رفتار مالی افراد را نرمال فرض می‌کند، یعنی یک سرمایه‌گذار ممکن است تصمیمی اتخاذ کند که از نظر اقتصادی توجیه نداشته باشد.

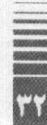
رفتار مالی، به عنوان نوعی نظریه مطرح است که مباحث و مسائل مالی را با کمک گرفتن از نظریات روانشناسی شناختی تشریح می‌کند. این نظریه نه تنها پیش‌بینی‌های نظریه‌های مدرن مالی نظیر بازارهای کارا را مورد تردید قرار میدهد بلکه در سطح خرد نیز در مورد نظریاتی مانند: **بیشینه‌سازی** مورد انتظار و **انتظارات عقلایی** تردید دارد.

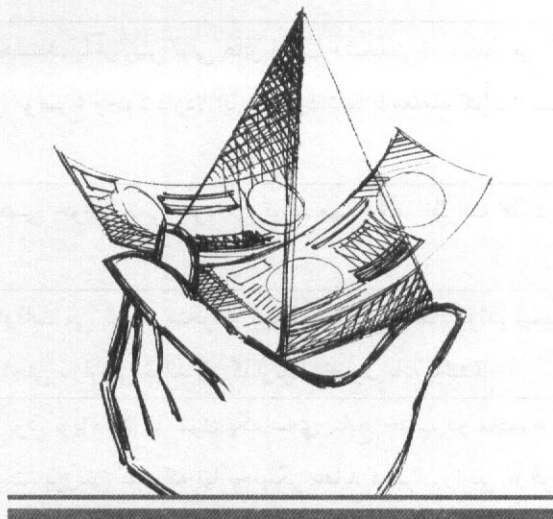
بنابراین نظریه‌های رفتار مالی در دو سطح خرد و کلان تأثیر گذار هستند:

۱. **رفتار مالی خرد (BFMI):** به بررسی رفتارها یا سوگیری‌های سرمایه‌گذاران می‌پردازد و آنها را از عاملان اقتصادی منطقی که در نظریه اقتصاد کلاسیک متصوریم، بازمی‌شناساند.

۲. **رفتار مالی کلان (BFMA):** شناسایی و تشریح ناهنجاری‌هایی در نظریه بازارهای کارا که الگوهای رفتاری، احتمالاً قادر به توضیح آن باشند.

رفتار مالی شامل دو عنصر سازنده است که عبارت‌اند از: روانشناسی شناختی (افراد چگونه فکر می‌کنند) و محدودیت‌های آربیتراژ (چه زمانی بازار کارا خواهد بود)، ما در ادامه به تشریح این دو عنصر می‌پردازیم.





فرایندی که از طریق آن تصمیم گیرندگان مسائل را برای خودشان فرمول‌بندی می‌کنند **محاسبه ذهنی** گفته می‌شود. یکی از مفاهیم محاسبه ذهنی **شکل‌گیری کوتاه‌بینانه** است، یعنی سرمایه‌گذاران تمایل دارند تا به هر یک از عناصر سبد دارایی‌های خودشان، به طور جداگانه بپردازند که همین می‌تواند منجر به اتخاذ تصمیم ناکارآمد شود. با اندکی توجه می‌توان دریافت که محاسبه ذهنی، به معنای داشتن نگرش چندگانه نسبت به ریسک است، همان‌گونه که **میر استمن** معتقد است ما دارایی‌هایمان را به دارایی‌هایی با ایمنی بالا و دارایی‌هایی با ایمنی پایین تقسیم می‌کنیم. به عنوان نمونه بسیاری از افراد به هزینه‌های آموزشی فرزندان خود راحت‌تر (و شاید غیر اقتصادی‌تر) بودجه تخصیص می‌دهند، در حالی که همین افراد برای برخی فرصت‌ها حساب جداگانه‌ای دارند و به دنبال کسب بالاترین بازده از آن فرصت‌ها هستند.

دانیل کاهنمن و آموس تورسکی مطرح

شد و مبین این اصل بود که افراد زیان را قویتر از سود درک می‌کنند و افراد زیان‌گریز حتی برای فرار از موقعیت زیانده حاضر به ریسک بیشتر هم هستند.

● **دژمان‌گریزی**: این ترجیح در واقع ناشی از تمایل افراد به اجتناب از احساس تأسف و تنه‌ی است که در اثر یک تصمیم سرمایه‌گذاری ضعیف در درونشان به وجود می‌آید. دژمان‌گریزی چیزی بیش از درد و زیان مالی صرف را مجسم می‌کند و شامل تأسف و احساس مسئولیت‌پذیری برای تصمیمی است که منجر به زیان شده است. این فرار از تأسف ممکن است افراد را به حفظ سهامی با عملکرد ضعیف وادار کند، به این امید که با اجتناب از فروش آنها از زیان متعاقب آن هم بگریزند. گذشته از این امکان دارد دژمان‌گریزی سرمایه‌گذاران را با **رفتار گلهای** مواجه کند. برای مثال: افراد بیشتر در سهام شرکت‌هایی که **مورد قبول** دیگران هستند، سرمایه‌گذاری می‌کنند؛ زیرا این نوع خریدها یک ضمانت ضمنی در برابر دژمان‌گریزی دارند. (اگر شما پول خود را در این شرکتها از دست بدهید، چون افراد متعدد دیگر هم پول خود را از دست داده‌اند، شما از تصمیم زیانده خود خیلی متأسف نخواهید شد).

● **محاسبه ذهنی**: محاسبه ذهنی، اصطلاحی است که معرف گرایش طبیعی افراد به سازماندهی اطرافشان در قالب **حساب‌های ذهنی** جداگانه است. به

۱-۱. روانشناسی شناختی

همان‌گونه که پیشتر گفته شد، این عنصر به بررسی طرز تفکر سرمایه‌گذاران می‌پردازد. رفتار مالی بر این باور است که تفکر افراد متأثر از ترجیحات و سوگیری‌های شناختی آنهاست. تفاوت اصلی بین این دو، در این است که در الگوهای رفتاری ترجیحات باید منعکس و لحاظ شوند، ولی سوگیری‌ها باید توسط الگوها حذف و یا کنترل شوند.

۱-۱-۱. ترجیحات

یکی از اجزای اصلی هر الگویی که برای ارائه درک بهتر از رفتار قیمت‌ها و معاملات تلاش می‌کند، مفروضات ترجیحی سرمایه‌گذار است. اکثر سرمایه‌گذاران سه ترجیح مهم دارند که عبارت‌اند:

● **زیان‌گریزی**: یکی از اصول اساسی رفتار مالی، این ایده است که سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز نیستند، بلکه زیان‌گریزند. به عبارتی: **نفرت افراد از عدم اطمینان چندان شدید نیست، بلکه آنها بیش از هر چیز از زیان کردن متنفرند** (Nevis 2004). افراد اغلب برای زیان بیشتر از سود، حساسیت نشان می‌دهند، یعنی مجازات **ذهنی** که افراد برای یک سطح معین زیان در نظر می‌گیرند، بیشتر از پاداش **ذهنی** است که برای همان سطح سود (یک دلار سود) در نظر می‌گیرند. این پدیده برای نخستین بار در نظریه انتظار

۱-۲. سوگیری‌های شناختی

روانشناسان به این نتیجه رسیده‌اند که، زمانی که عوامل اقتصادی باورهای ذهنی خود را به کار می‌گیرند، در معرض برخی اشتباهات سیستماتیک هستند. همان‌گونه که پیشتر گفته شد، الگوهای رفتاری در جهت کاهش تأثیر این سوگیری‌ها هستند و باعث کارآمدتر شدن بازارها میشوند. شرح برخی از این اشتباهات سیستماتیک در زیر می‌آید:

● **بیش‌نمایی**: این اشتباه را میتوان به عنوان تمایل افراد به دادن اهمیت بیشتر به برخی گزارشها، پیشرفتها و اظهارات تعریف کرد، از اینرو به یک رویداد بیش از اندازه شایستگی‌اش اهمیت داده می‌شود. به دیگر سخن، فرد در بیش‌نمایی، رویدادها را نماینده و نمونه یک طبقه ویژه بداند و به این ترتیب الگویی را که وجود خارجی ندارد، برای خودش متصور باشد. پیامد مهم این اشتباه برای بازارهای مالی این است که سرمایه‌گذاران تمایل به این فرضیه دارند که رویدادهای اخیر در آینده نزدیک ادامه خواهد داشت، از اینرو در جستجوی خرید سهام **چشمگیر**اند و سهامی را که به تازگی عملکرد ضعیفی





۱	کنترل منبع اطلاعات	آیا پیرو اکثریت (اجماع) هستید، یا از پیش بینی های اقلیت (شخصی) استفاده می کنید؟ آیا آمار و ارقام جدیدتری در همین موضوع وجود دارد؟ آیا برخورد شما با معامله گران است یا با مشاوران و شرکا؟
۲	سعی در گرفتن اطلاعات انحصاری داشته باشید	اطلاعاتی که توسط هر کسی خوانده نمی شود می تواند مهم باشد. نظرات اقلیت را مطالعه کنید آنها را توجیه کنید.
۳	تحلیلهای بنیادی	تحلیلهای بنیادی برخی اوقات می توانند منجر به نتیجه گیریهای غلط شوند. (بویژه در بازارهای امروزی وضعیت روانشناختی بازار می تواند اثر گذارتر از اصول پایه باشد).
۴	مشاور، اعتماد به نفس بیش از اندازه دارد	در این زمینه باید مراقب بود، بویژه اگر تا کنون یک سری نتایج خوب در مجموعه توصیههای در حال اجرا وجود داشته است. بررسی کنید که آیا تحلیلگر عقاید دیگران را نیز بازگو می کند یا نه و تنها عقاید افرادی را بیان می کند که با نتیجه گیری تحلیلگر موافق هستند؟
۵	اعتماد به نفس بیش از اندازه خود شما	آیا خود شما سهام زیانده را مدت طولانی نگه می دارید و به اخبار منفی در مورد سرمایه گذاری خود بی توجه هستید؟
۶	مذاکره با رقبا	از مباحثه با افرادی که با موقعیت شما (عقاید) سازگار هستند، بپرهیزید.
۷	مقایسه نظرات مخالف و موافق	سعی کنید دریابید که چه کسانی در بازار بسیار خوشبین و چه کسانی زیاد بدبین هستند و چرا؟
۸	اعتماد کامل به دادهها خطرناک است	تکیه بر اطلاعات می تواند منطقی باشد، اما کیفیت آمار و مطالبی که ما متکی به آنها هستیم می تواند ناکافی باشد و در صورت امکان، باید بررسی شوند.
۹	عمر پیش بینیها و اطلاعات	پژوهشها و تجربیات بر گرفته از رفتار مالی نشان داده است که برخی تحلیلگران برای تغییر پیش بینی های مهجور خود بی میل هستند.
۱۰	قدرت ذهنیت جمعی	پرداختن به نظرات انتقادی زیاد، می تواند در مدت زمان طولانی خطر رشد بی منطقی را افزایش دهد.
۱۱	آگاهی دقیق از اخبار مالی	آیا یک پیام مهم با محتوای منفی، مثبت یا خنثی گزارش میشود و این پیام با موقعیت شخصی شما چگونه پیوند می خورد؟
۱۲	آگاهی از آخرین اخبار در راستای رویکرد شما	آخرین اخبار، همیشه مهم است. آیا خطری برای عکس العملهای افراطی یا تفریطی وجود دارد؟
۱۳	درک اعداد	فهمیدن و درک اعداد یک مزیت روانشناختی در مباحث و تصمیمات سرمایه گذاری ارائه می کند.
۱۴	جرات شک در توصیهها	پرسیدن دلایل، مشاوران را مجبور می کند تا در تحلیلهایشان دقیقتر و خبره شوند.
۱۵	نگاه به مالی به عنوان ابزار استراتژیک	شناختن رفتار مالی می تواند در اجتناب از سرمایه گذاری نامطلوب کمک کند. فراموش نکنید که
۱۶	غیرمنطقی به نظر رسیدن برخی موارد	دوام اثر خانگی خود را تحلیل کنید. مسائل را بازنگری کنید، ممکن است ادعاهای مطرح شده، درست باشد.

(جدول ۱) شانزده توصیه برای تصمیمات سرمایه گذاری مالی بدون اشتباه با رویکرد رفتار مالی (FROMELT,2001)

**بیش‌نمایی،
اطمینان بیش از اندازه،
اثر قالبی، اثر تمایلی
و محافظه‌کاری
اشتباهات سیستماتیکی هستند که
عاملان اقتصادی ممکن است
مرکب آن شوند.**

مطالعات بارباریس و ثلر دو اثر در این زمینه تأثیرگذارند: اول اینکه افراد برای تحقیق در جهت یافتن شواهدی که مغایر با باورهایشان است، بی‌میل‌اند و دوم اینکه اگر هم چنین شواهدی یافتند با شک و تردید مضاعفی به آن شواهد می‌نگرند (BARBERIS & THALER, 2001). نکته جالب توجه اینکه در بعضی اوقات محافظه‌کاری نقطه مقابل الگوی مکاشفه‌ای بیش‌نمایی است.

فهرست سوگیریهای شناختی تنها به این فهرست کوتاه محدود نمی‌شود و براحتی می‌توان به آن افزود، اما قدر مسلم این است که رفتار مالی، تنها در پی فهرست کردن اشتباهات نیست و سعی دارد بعد از شناسایی چرایی و چگونگی شکل‌گیری چنین سوگیریهایی، راهکارهایی برای اجتناب از آنها و در نتیجه کارا تر شدن بازارهای مالی ارائه کند.

۲-۱. محدودیتهای آربیتراژ

در دهه ۱۹۷۰ راس نظریه قیمت‌گذاری آربیتراژ (APT) را پایه‌گذاری کرد. مفهوم اساسی در APT، قانون وجود یک قیمت است. یعنی دو دارایی (سهمی) که در ریسک و بازدهی مشابه‌اند، نمی‌توانند در قیمت‌های متفاوت فروخته شوند. با این تعریف، قیمت‌گذاری نادرست ورقه‌بهدار به طریقی که سود بدون ریسک ایجاد کند، آربیتراژ نامیده می‌شود.

بر اساس نظریه قیمت‌گذاری آربیتراژی سرمایه‌گذاران را به دو دسته تقسیم می‌کنند: دسته اول معامله‌گران باهوش یا معامله‌گران نهایی یا منطقی هستند که توانایی جبران اشتباهات بسیاری از سرمایه‌گذاران را دارند و دسته دوم معامله‌گران عادی یا غیرمنطقی هستند که اغلب مرتکب اشتباه در تصمیم‌گیری می‌شوند.

برای درک بهتر مفهوم آربیتراژ، مثالی می‌آوریم: فرض کنیم در بازار، برگه‌ای نسبت به قیمت پایه‌اش بالاتر قیمت‌گذاری شده و جانشین این برگه نیز در بازار در دسترس است. سرمایه‌گذاران منطقی از طریق فروش استقراضی برگه گرانتر و به طور همزمان خرید برگه مشابه آن سهم،

موضوع در این مورد صادق نبود. وقتی ریسک بر اساس احتمال موفقیت توصیف می‌شود، نسبت به حالتی که ریسک بر حسب احتمال شکست توصیف شود، افراد بیشتری متمایل به تحمل ریسک می‌شوند.

این سوگیری بدین مفهوم است که پرسش‌های مربوط به ریسک باید خیلی با دقت بیان شود. حتی تخمینهای دقیق از میزان تحمل ریسک، می‌تواند منجر به استراتژی انتخابی ضعیفی شود.

• اثر تمایلی: اثر تمایلی در نظریه‌های مدرن بخوبی شناخته شده است. این اشتباه بیانگر میل طبیعی به فروش سریع سهام برنده (سودآور) و نگهداشتن بیش از اندازه سهام سهام بازنده (زیان‌ده) است. توجه داشته باشید که بخش دوم اثر تمایلی میتواند موجبات زیانهای کلانی را فراهم کند (اجتناب از قطع زیان و معاملات نامطلوب). این اثر خودش را در سودهای کوچک پرتعداد و زیانهای کوچک کم تکرار نشان می‌دهد. در واقع حجم معاملات تحت تأثیر این اثر است بر این اساس، در بازار رو به رشد، حجم معاملات صعودی، و در بازار راکد، حجم معاملات نزولی است.

• محافظه‌کاری: این اشتباه که به اصرار بر باور نیز معروف است، مؤید این مطلب است که افراد برای تغییر عقاید خود حتی زمانی که اطلاعات جدیدی به دست می‌آورند، بی‌میل هستند. بر اساس

داشته‌اند، نمی‌خرند.

• اطمینان بیش از اندازه: این اشتباه قطعاً پر تکرارترین الگوی رفتار مالی است که تا کنون بحث شده است. شیلر این الگو را به زبان ساده این‌گونه بیان می‌کند که: مردم فکر می‌کنند که آنها بیشتر از آنچه که انجام می‌دهند، می‌دانند این اشتباه مربوط به حالتی است که در آن افراد برای اطلاعات محرمانه خود بیش از اندازه اهمیت قائل‌اند. سرمایه‌گذارانی که اعتماد به نفس بیش از اندازه دارند، در مواجهه با رویداد عمومی جدید، ارزیابیهای شخصی خود را کندتر بازبینی و تجدید نظر می‌کنند. اما جالب اینجاست که این سوگیری به هیچ وجه مختص سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای یا فردی نیست.

• اثر قالبی: پژوهش‌ها درباره چگونگی تصمیم‌گیری حاکی از این است که یک تفاوت کوچک در روش ارائه پرسش منجر به پاسخهای متفاوت می‌شود. روزکوسکی این اثر را این‌گونه توضیح می‌دهد:

تحقیقی را در نظر بگیرید که در آن یک گروه از افراد مطلع می‌شوند که در یک سرمایه‌گذاری ویژه ۵۰ درصد احتمال موفقیت دارند. به گروه دیگر گفته می‌شود که در همان سرمایه‌گذاری ۵۰ درصد شانس شکست دارند. از نظر منطقی، باید تعداد برابری از افراد هر گروه علاقه‌مند به تحمل این ریسک باشند. اما این

سود بدون ریسکی را کسب می‌کنند. به خاطر فعالیت رقابتی تعداد زیادی سرمایه‌گذار باهوش یا آربیتراژکننده، دو قیمت به سمت یک قیمت واحد حرکت خواهند کرد و در حالت تعادل، سهامی که بالاتر از ارزش پایه قیمت‌گذاری شده بود به قیمت پایه‌ای خود باز خواهد گشت. بنابراین از طریق فرایند آربیتراژ، تا زمانی که سهم، جانشین نزدیکی داشته باشد، اثر معامله‌گران عادی حذف می‌شود.

آربیتراژ به خاطر اینکه اثر آن موجب بازگشت قیمت‌ها به ارزش پایه و حفظ کارایی بازار می‌شود، نقش مهمی در تجزیه و تحلیل بازارهای اوراق بهادار ایفا می‌کند. یکی از یافته‌های اصلی رفتار مالی نظریه محدودیت آربیتراژ است. این نظریه نشان می‌دهد که اگر معامله‌گران عادی باعث انحراف هر دارایی از ارزش پایه‌اش شوند، معامله‌گران باهوش اغلب نمی‌توانند کاری بکنند زیرا به دلایل گوناگون اغلب فرصت‌های آربیتراژی در بازارهای اوراق بهادار در دنیای واقعی بشدت محدود می‌شوند. اول از همه اینکه بازارهای دنیای واقعی از حالت آرمانی و کامل خود دور هستند. ناسازگاریهای متعددی از قبیل: هزینه‌های معاملات، و نیز فقدان جانشین کامل یا مناسب برای بسیاری از اوراق بهادار، کار تکرار کامل هر دارایی را برای بازار بشدت سخت می‌کنند. در این حالت نیروهای آربیتراژی با خطر اساسی مواجه می‌شوند. به خاطر افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و محدودیتهای دیگری که نیروهای آربیتراژی با آن مواجه‌اند، آربیتراژ تبدیل به یک فعالیت ریسک‌دار می‌شود و برای همین، احتمالاً نیروهای آربیتراژی انجام آن را به عهده نخواهند گرفت.

نتیجه‌گیری

در این مقاله ابتدا به معرفی مفهوم نظریه‌های رفتار مالی پرداختیم و سپس در بخش‌های بعدی درباره دو عنصر سازنده آن-روان‌شناسی شناختی و محدودیتهای آربیتراژ- توضیح دادیم. تشریح مساعی بین علوم مالی و علوم اجتماعی که با عنوان رفتار مالی شناخته

می‌شود، باعث ژرفتر شدن دانش ما از بازارهای مالی، شده است. حضور علوم نامبرده در مباحث مالی مشاوران مالی را تبدیل به پزشکان مالی کرده است. میر استمن به مشاوران مالی توصیه می‌کند: الگوی پزشکان را پیروی کنید: پیرسید، گوش کنید، تشخیص دهید، آموزش دهید و معالجه کنید. مشاوران مالی که به عنوان پزشک عمل می‌کنند، دانش مالی خود را با توانایی راهنمایی ارباب رجوع ترکیب میکنند. به دیگر سخن آنها درباره ریسک و بازده فکر نمی‌کنند، بلکه درباره ترس، اشتیاق و اشتباهاتی که احتمالاً ارباب رجوع مرتکب خواهند شد، می‌اندیشند. همان گونه که پزشکان بهداشت و رفاه افراد را ارتقا می‌بخشند، مشاوران مالی نیز ثروت و رفاه افراد را بالا می‌برند.

انقلاب الکترونیکی در ارتباطات، که مهمترین رویداد دوران ماست، باعث دگرگونی کامل نهادهای مالی در آینده خواهد شد، بنابراین قدر مسلم این است که ما باید از تمام ذخایر علمی خود استفاده کنیم تا مطمئن شویم که این دگرگونی منجر به زندگی بهتری برای همه ما می‌شود و این بدین معنا است که ما باید هم نظریه‌های رفتاری و هم نظریه‌های نئوکلاسیک را به کار بگیریم. با توضیحی که درباره نظریه‌های رفتار مالی ارائه شد، ناگفته پیداست که عامل تعیین کننده در اثربخش بودن یا نبودن این دسته نظریه‌ها خود سرمایه‌گذار است. میلتون فریدمن معتقد است تنها کسی که بدرستی می‌تواند شما را متقاعد کند خود شما هستید و این خود شما هستید که باید مباحث را سرفرصت در ذهن خود تغییر دهید. بنابراین نظریه‌های کمی و بسیار دقیق که در متون علمی و درسی دیده می‌شوند، برای کاراتر شدن بازارها شرط لازم‌اند، اما قطعاً شرط کافی برای بازار کارا، سرمایه‌گذاران کارا هستند؛ یعنی سرمایه‌گذارانی که سوگیر نیستند و مشاورانشان پزشکان مالی هستند. در پایان در جدول شماره ۱ توصیه‌هایی برای مدیران مالی، اقتصاددانان و تصمیم‌گیران مالی جهت اجتناب از اشتباه در تصمیماتشان، با استفاده از رویکرد

رفتار مالی ارائه شده است. □
منابع:

1. Shiller J. Robert, "Tools for Financial Innovation: Neoclassical versus Behavioral Finance." The Financial Review, No. 41 (2006), pp. 1-8.
2. Bernstein, P.L, "Capital Ideas: From the Past to the Future." Financial Analysts Journal, Vol 61, No. 6(2005) pp.55-59.
3. Ritter, R.J. "Behavioral finance." Journal of Pacific - Basin Finance, Vol.21, (2003), pp. 429-437.
4. Shiller J. Rober "From efficient markets theory to behavioral finance." The Journal of Economic Perspectives; Vol 17 (Winter 2003), pp. 83-104.
5. Fromlet, H. "Behavioral finance theory and practical application." Business Economics, Vol.36 No.3, (2001), pp. 63-69
6. Nevins, Dan. "Goals-based Investing: Integrating Traditional and Behavioral Finance." The Journal of Wealth Management, Vol. 6, No. 4 (Spring 2004).
7. Koenig, J. "Behavioral Finance: Examining thought processes for better investing." Trust & Investments, No. 69, (1999), pp. 17-23.
8. Thaler, Ricahrd. "Mental Accounting Matters." Journal of Behavioral Decision Makin, No 12, (1999), pp1. 83- 206.
9. Shiller, Robert. "Irrational Exuberance." Princeton: Princeton University Press (2000).
10. Roszkowski, Michael J. "Risk Tolerance in Financial Decisions." In Readings in Financial Planning, chapter 5. Edited by David M. Cordell. Bryn Mawr, PA: The American College, (2002).
11. Barberis N. and Thaler, R. "A survey of behavioral finance." Handbook of the Economics of Finance (G.M. Constantinides, M. Harris, and R. Stulz, eds.), Elsevier, (2001).
12. Shiller, J. R. "The New Financial Order: Risk in the 21st Century." (Princeton University Press, Princeton, NJ). (2003).

پانویس:

۱. فروش استقراضی SHORT SELLING یعنی پیشنهاد فروش سهمی که مالک آن نیستیم.

بقیه منابع در دفتر مجله موجود است.

• ابراهیم برجی دولت آباد: دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، گرایش مالی و دانشگاه اصفهان.