

## مروری بر الگوهای رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه‌ی ایران

احسان سقائی<sup>۱</sup>

### چکیده

مالی رفتاری یکی از مباحث نوین در زمینه امور مالی است که به ارزیابی و بررسی دلایل روان‌شناسانه در فرآیند سرمایه‌گذاری و تصمیم‌گیری افراد می‌پردازد. این مطالعات سعی دارد با کمک گرفتن از دانش روانشناسی و وارد کردن عوامل روانشناختی به نظریه‌ها و مدل‌های مالی، به تشریح آنچه که در بازارهای سرمایه رخ می‌دهد بپردازد و توضیحی قابل قبول برای رفتار سرمایه‌گذاران و رفتارهای بازار ارائه کند. این رشته اکنون مورد توجه دانشگاهها و فعالان بازار سرمایه قرار گرفته است و نظرات بسیاری را به خود جلب نموده است. اصول بنیادین دانش مالی رفتاری، عوامل روان‌شناسانه یا جهت‌گیری‌های رفتاری هستند که بر سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارند، اطلاعات آنان را محدود یا منحرف می‌کنند و ممکن است باعث شوند آنها علی‌رغم صحیح بودن اطلاعات، به نتایج و تصمیم‌های نادرستی برسند. از این رو مقاله حاضر در تلاش است تا مروری بر انواع سوگیری‌های رفتاری در بازار سرمایه ایران داشته باشد.

**واژگان کلیدی:** رفتار توده وار، مومنتوم، سوگیری شناختی، خوداسنادی، ابهام‌گریزی.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

۱. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد قم واحد پردیسان ehsansaghahi@yahoo.com

### مقدمه

موضوع مالی رفتاری<sup>۱</sup> از جمله مباحث جدیدی است که در طول دو دهه گذشته توسط برخی اندیشمندان مالی مطرح گردید و به سرعت مورد توجه اساتید صاحب‌نظران و دانشجویان این رشته در سراسر دنیا قرار گرفت. در مباحث سرمایه‌گذاری، نوع تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری آن‌ها بسیار حائز اهمیت است. توجه روزافزون به نقش نگرش‌ها و فاکتورهای درونی افراد و روانشناسی بازار در بررسی‌های مالی باعث شده است که تمرکز بسیاری از مباحث مالی در دو دهه اخیر از تحلیل‌های آماری اقتصادسنجی بر روی قیمت‌ها و سودها به سمت روانشناسی انسانی و حذف چارچوب‌های عقلی و منطقی صرف تغییر نموده و با استفاده از مفروضات واقعی‌تر به تبیین و توضیح رفتار بازارهای مالی پرداخته شود (رهنمای رودپشتی و یزدانی، ۱۳۸۸).

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 می‌گذارد، بنابراین بر گزینه‌های مالی اثر گذارند. ارتباط بین علم مالی و سایر رشته‌های علوم اجتماعی که به عنوان روانشناسی مالی معروف شده است، باعث شده که محققان بررسی‌های زیادی در خصوص رفتارهای سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی و عکس‌العمل آنها در شرایط مختلف به عمل آورند (سعیدی، ۱۳۸۷). امروزه ایده رفتار کاملاً عقلایی سرمایه‌گذاران که همواره بدنبال حداکثر سازی مطلوبیت شان هستند جهت توجیه رفتار و واکنش بازار، کافی نیست. حتی شواهدی وجود دارد که بر اساس آنها بسیاری از الگوهای مالی رفتاری که ریشه در اعماق ذات افراد دارند، به سختی می‌توان با آموزش بر آن غلبه کرد.

تئوری‌ها و نظریه‌های مالی در چند دهه اخیر دارای دو رویکرد متفاوت بوده‌اند. رویکرد اول، رویکرد نئوکلاسیک در علوم مالی می‌باشد. طبق این رویکرد فرض می‌شود که سرمایه‌گذاران منطقی هستند و تقاضای آن‌ها برای دارایی‌های پر ریسک بر اساس اطلاعات قبلی است (لیستون و هورتا، ۲۰۱۲)؛ آن‌ها معتقدند که معامله‌گران منطقی به دنبال بهره‌برداری از فرصت‌های سود ناشی از قیمت‌گذاری اشتباه با حذف اثرات احساسی هستند (تران و تاین، ۲۰۱۳). بر این اساس، تغییرات قیمت سهام به تغییرات سیستماتیک در ارزش‌های بنیادی شرکت مربوط می‌شود و رفتار غیرمنطقی سرمایه‌گذار تأثیری بر بازده ندارد. حتی اگر بعضی از سرمایه‌گذاران با معاملات بی‌خردانه در عرضه و تقاضا شوک ایجاد کنند، آریترژگران منطقی اثر این شوک‌ها را خنثی می‌کنند؛ بنابراین قیمت سهام در سطح بنیادی باقی خواهد ماند (کیم و ها، ۲۰۱۰). این رویکرد با مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و نظریه بازارهای کارا در دهه ۱۹۶۰ و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای میان‌مدت و نظریه

1. Behavioural Financial
2. Liston and Huerta
3. Tran, & Nguyen

قیمت‌گذاری آربیتراژی میلر و مودیلیانی در دهه ۱۹۷۰ آغاز شد. با گذشت زمان و انجام تحقیقات متفاوت، محققان متوجه بسیاری از حرکت‌ها و نابسامانی‌ها در بازارهای مالی شدند که با استفاده از تئوری‌های مربوط به بازار کارا قابل توجیه نبود. همین امر موجب ظهور انقلاب رفتاری در مباحث مالی گردید (برجی دولت‌آبادی، ۱۳۸۷).

رویکرد دوم دیدگاه مالی رفتاری است که نشان می‌دهد برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار، هیچ دلیل بنیادی نداشته و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها بازی می‌کنند (کیم و ها، ۲۰۱۰). تأکید مالی رفتاری بیشتر بر تأثیر احساسات، شخصیت، فرهنگ و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری می‌باشد. از بنیان‌گذاران این حوزه از دانش مالی، روانشناس مشهور دانیل کاهنمن است (شهرآبادی و یوسفی، ۱۳۸۶). مالی رفتاری، بیانگر دو فرض اساسی است: اولین فرض این است که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر گرایش‌های احساسی خود تصمیم می‌گیرند. در اینجا گرایش احساسی به صورت اعتقاد به جریان‌های نقدی آتی و ریسک‌های سرمایه‌گذاری تعریف شده که این اعتقاد توسط حقایق در دسترس ایجاد نشده است. دومین فرض این است که آربیتراژ در برابر سرمایه‌گذاران احساسی پر ریسک و پر هزینه است؛ بنابراین سرمایه‌گذاران منطقی یا آربیتراژگرها در برگرداندن قیمت‌ها به قیمت بنیادی، پرتکاپو نیستند. مالیه رفتاری مدرن اعتقاد دارد که محدودیت‌هایی برای آربیتراژ وجود دارد (حیدرپور و همکاران، ۱۳۹۲).

### مالی رفتاری

مالی رفتاری را شاید بتوان کاربرد روانشناسی در دانش‌های مالی تعبیر کرد که از دو دهه گذشته مورد توجه قرار گرفته است. مهم‌ترین پژوهش انجام‌شده در این حوزه مقاله، پروفیسور رابرت شیلر با عنوان کثرت عقلایی بود. در این تحقیق شیلر راجع به ترکیدن حباب ایجادشده در قیمت سهام شرکت‌ها، بر اساس معیارهای تاریخی هشدار داده بود. تحقیقات هرش شفرین بیشتر به توسعه دانش مالی رفتاری کمک کرد. کتاب «آن سوی حرص و نگرانی: درک مالی رفتاری و روانشناسی سرمایه‌گذاری» او نیز به‌طور جزئی به این موضوع پرداخت. او معتقد بود که سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی به رویدادهای مثبت بیش از رویدادهای منفی توجه می‌کنند که سبب خوش‌بینی بیش‌ازحد در بازار می‌شود.

پروفیسور دانیل کانمن و ورنون اسمیت نیز دانش مالی رفتاری را به‌عنوان یک‌رشته مستقل دانشگاهی ایجاد کردند. پروفیسور کانمن در تحقیقات خود عنوان کرد که تصمیمات افراد در شرایط عدم اطمینان به‌طور سیستماتیک از تصمیمات پیش‌بینی‌شده در تئوری‌های اقتصادی فاصله می‌گیرند. این دو محقق در سال ۱۹۷۹ در مقاله خود به نام «تئوری چشم‌انداز: تجزیه و تحلیل تصمیم تحت شرایط ریسکی» مدل جدیدی را معرفی کردند. این مدل عنوان می‌کند که افراد به پیامدهای

محتمل در مقایسه با پیامدهای مطمئن کمتر از حد لازم اهمیت می‌دهند. تئوری چشم‌انداز، همچنین نحوه ارزیابی سود و زیان توسط افراد را نشان می‌دهد. در این تئوری، تابع ارزش در منطقه سود به صورت مقعر و در منطقه زیان به صورت محدب است؛ یعنی افراد در هنگام قرارگیری در سود، محافظه‌کارانه و در هنگام ضرر به صورت غیرمحافظه‌کار رفتار می‌کنند. کار مهم دیگری که در این زمینه انجام شده است مطالعات بارن وال بوده است. وال دو گروه سرمایه‌گذار تعریف کرده است. گروه اول سرمایه‌گذاران منفعل هستند که ثروت خود را به صورت منفعلانه و از طریق دریافت ارث یا استفاده از ثروت دیگران کسب کرده‌اند. گروه دیگر سرمایه‌گذاران فعال هستند که با انجام فعالیت و پذیرش ریسک، ثروت خود را کسب کرده‌اند.

### رفتار توده وار

در دو دهه اخیر بررسی رفتار توده وار در بازار سرمایه ایران مورد توجه محققان بسیاری بوده است. رفتار توده وار بشر معمولاً از تمایل به تقلید از اعمال نتایج دیگران است. کریستی و هوانگ (۱۹۹۵) رفتار توده وار را این گونه تعریف می‌کنند: افرادی که اعتقادات خود را سرکوب و پایه تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری خود را صرفاً بر جمعی از اقدامات بازار مبتنی می‌کنند، حتی زمانی که تصمیمات آنها با پیش‌بینی‌ها، همراه نیست. رفتار توده وار حاکی از تمایل انسان به رفتار کردن شبیه دیگران است. به بیان دیگر رفتار توده وار به رفتار مجموعه‌ای از تصمیمات افراد گفته می‌شود که بدون هماهنگی با یکدیگر، رفتاری شبیه به هم از خود نشان می‌دهند. مطالعه رفتار گروهی، در پدیده‌هایی از جمله حباب بازار سهام، سقوط بازار سهام، آشوب‌های خیابانی، آزار اقلیت‌ها، تظاهرات سیاسی و یا هواخواهی‌های مذهبی یا سیاسی صورت گرفته است (سعیدی و فراهانیان، ۱۳۹۰).

رفتار توده وار زمانی در بازار سرمایه رخ می‌دهد که سرمایه‌گذاران به گونه‌ای عمل کنند که اقدام‌های خود را از دیگران تقلید نمایند. به اعتقاد کریستی و هوانگ (۱۹۹۵) رفتار توده وار هنگامی رخ می‌دهد که فرد عقاید خود را نادیده گرفته و مبنای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را تنها بر اساس رفتار جمعی قرار داده و در رفتار توده وار مشارکت نمایند. در بازارهای مالی رفتار توده وار یکی از تورش‌های رفتاری در بین سرمایه‌گذاران است و به عنوان یک عنصر مهم در بازارهای مالی به شمار می‌رود. این عامل گاهی باعث به وجود آمدن تلاطم در شرایطی که اطلاعات در آن پخش می‌شود، می‌گردد (بخردی نسب، ۱۳۹۷).

یکی از موضوعات اثبات شده در علم روانشناسی، تأثیرگذاری احساسات افراد بر فرآیند تصمیم‌گیری و قضاوت آنان در خصوص رویدادهای آتی است. به گونه‌ای که هرگاه افراد دارای احساسات مثبت باشند دست به انتخاب‌های خوش‌بینانه و هنگامی که دارای احساسات منفی باشند اقدام به انتخاب‌های بدبینانه می‌نمایند. احساسات بازار نشان‌دهنده نگرش سرمایه‌گذاران نسبت به قیمت‌های پیش‌بینی شده در بازار است. از آنجایی که سرمایه‌گذاران احساسات خود را در بازار سرمایه

منعکس می کنند، انتظار می رود که احساسات سرمایه گذاران بتواند عامل اثر گذاری بر رفتار توده وار باشد (ویرا و پریرا، ۲۰۱۴).

سرمایه گذاران به منظور اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری از استراتژی های گوناگونی استفاده می نمایند. یکی از استراتژی های مورد استفاده توسط سرمایه گذاران، استراتژی مومنتوم است. مومنتوم در علم فیزیک بدین معنی است که اگر یک سیستم بسته توسط نیروی خارجی تحت تاثیر قرار نگیرد به مسیر خود بدون تغییر میزان جنبش آنی یا نیروی حرکت ادامه می دهد. پژوهش ها حاکی از این است که سرمایه گذاران می توانند از روش مومنتوم بازده برای ایجاد بازدهی اضافی استفاده کنند (بدری و فتح الهی، ۱۳۹۳). پایه و اساس استراتژی مومنتوم بر خرید سهام های برنده و فروش سهام های بازنده استوار است. در این استراتژی اعتقاد اصلی بر این است که اگر شرکتی دارای بازدهی مثبت باشد، بازدهی مثبت در دوره های کوتاه مدت ادامه خواهد داشت.

وجود مومنتوم به معنی توانایی پیش بینی بازدهی در افق های زمانی متفاوت است که این موضوع با فرضیه بازار کارا در تضاد است. از آنجایی که استراتژی مومنتوم به طور کامل بر اساس اطلاعات گذشته بازده سهام شرکت شکل می گیرد، استفاده از این استراتژی می تواند به عنوان نوع خاصی از رفتار توده وار در نظر گرفته شود. از این رو، هنگامی که سرمایه گذاران استراتژی مومنتوم را دنبال می کنند، نوسان های بازده شدیدتر می شود (چن و همکاران، ۲۰۰۳). جگادیش و تیمن نشان دادند که با استفاده از انواع خاصی از سهام و اجرای استراتژی مومنتوم می توان به سود آوری بالاتری دست یافت. این یافته به این موضوع اشاره دارد که فرصت های مومنتوم به صورت تصادفی در بازار ایجاد می شوند، زیرا اگر این موضوع صحیح نباشد مومنتوم وسیعی در سطح بازار شکل خواهد گرفت. بنابراین، توزیع مقطعی بازده در هر نقطه از زمان به دلیل وجود مومنتوم در سهام خاص افزایش می یابد. همچنین، در بازارهای سرمایه ای که امکان فروش استقرایی وجود ندارد، احتمال بیشتری می رود که سرمایه گذاران در بازار های افزایشی نسبت به بازارهای کاهشی استراتژی مومنتوم را بپذیرند (سروش یار و علی احمدی، ۱۳۹۴).

### تورش های (سوگیری های) رفتاری

با توجه به مطالعات صورت گرفته مشاهده می شود بیشتر نظریه های اقتصادی بر این اساس بنا شده است که افراد در مواجهه با رویدادهای اقتصادی به صورت منطقی عمل می کنند و کلیه اطلاعات موجود را در فرآیند سرمایه گذاری در نظر می گیرند. این فرضیه مبنای اصلی فرضیه بازار کارا است. اما محققان این فرضیه بنیادی را زیر سؤال برده اند و مدارکی را کشف کرده اند که نشان دهنده عدم وجود رفتار منطقی در مبحث سرمایه گذاری است. آنها به دنبال درک و توضیح اثرات احساسات انسانی در فرآیند تصمیم گیری هستند. بسیاری از سرمایه گذاران بر این باور هستند که آنها به طور موفقیت آمیزی همیشه می توانند از بازار جلوتر باشند اما در واقع شواهد زیادی وجود دارد که این

موضوع را رد می‌کند، این اطمینان بیش از حد باعث انجام معاملات زیاد و از بین رفتن سود سرمایه‌گذاران می‌شود (فروش باستانی و همکاران، ۱۳۹۳). محققین مالی رفتاری با تکیه بر مطالعات روانشناسی در زمینه تصمیم‌گیری تحت شرایط نااطمینانی، نشان دادند که سرمایه‌گذاران در شکل‌گیری انتظارات و تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری، اشتباهات سیستماتیک داشته و با سوگیری‌های رفتاری مواجه هستند و از این رو قیمت‌های بازار بیشتر توسط نگرش‌ها و عوامل روانی تعیین می‌شوند تا متغیرهای بنیادی و به همین دلیل در مدل‌سازی رفتار قیمتی بازار، باید ویژگی‌های رفتاری و اثر تورش‌های (سوگیری‌های) رفتاری لحاظ شود.

محققین حوزه مالی رفتاری، فهرستی از انواع سوگیری‌های (تورش‌های) سرمایه‌گذاران را شناسایی کرده و در طبقه‌بندی‌های متعددی آنها را معرفی نموده‌اند. بر مبنای بررسی مقالات مالی رفتاری، سوگیری‌های سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه در دو گروه سوگیری‌های شناختی و عاطفی معرفی می‌شوند که در ادامه به آنها پرداخته شده است. صاحب‌نظران پنج عامل؛ عقلانیت محدود (اشاره به نظریه به اندازه کافی خوب)، محدودیت زمانی (نگرش‌های کوتاه مدت به جای نگرش بلندمدت در سرمایه‌گذاری)، عوامل احساسی و تعلقات اجتماعی و عدم تقارن اطلاعاتی (عدم دسترسی همه سرمایه‌گذاران به اطلاعات موثر بر قیمت سهام) را به عنوان منابع اصلی در بروز سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران معرفی کرده‌اند (اسلامی و کردلویی، ۱۳۸۹؛ سعیدی، ۱۳۸۶ و فلاح‌پور و عبداللهی، ۱۳۹۰).

**سوگیری‌های شناختی:** سوگیری شناختی هر نوع خطایی است که در نتیجه تجزیه و تحلیل یک تصمیم امکان رخ دادن آن بوده و ناشی از ضعف در استدلال و اطلاعات است و با آموزش و مشاوره قابل مدیریت کردن می‌باشد. از سوی دیگر، دانش مالی، توانایی قضاوت آگاهانه و تصمیم‌گیری‌های موثر در مورد استفاده و مدیریت پول را گویند (پمپین، ۲۰۱۲؛ کیهیان، ۲۰۱۲). به این نوع سوگیری، سوگیری مبتنی بر باورها نیز می‌گویند (بودایی، ۲۰۱۱). سوگیری شناختی، در فرآیند شناخت انسان اثر نامطلوب گذاشته و شناخت را دچار خدشه می‌کند. آشنایی سرمایه‌گذاران با این سوگیری‌ها، در هنگام قضاوت برای سرمایه‌گذاران، به آنها کمک می‌کند که در دام این سوگیری‌ها قرار نگرفته و دچار عدم تقارن اطلاعاتی در تصمیم‌گیری‌ها نشوند (ایبیرت، ۲۰۱۵). رایج‌ترین سوگیری‌های شناختی، که به آنها پرداخته شده، عبارتند از :

**اعتماد بیش از حد:** افراد در مورد توانایی‌هایی از جمله؛ قدرت پیش‌بینی، ادراک اطلاعاتی و دانش خود اغراق نموده، خود را بیش از حد واقع، باهوش می‌پندارند. هر چقدر میزان تخصص افزایش یابد، افراد به میزان بیشتری در معرض این سوگیری قرار خواهند گرفت (آرمیستد، ۲۰۱۴؛ بیکر و نافسینگر، ۲۰۱۰).

**اتکاء و تعدیل:** سرمایه گذارانی که تحت تاثیر این سوگیری قرار می گیرند، اغلب تحت تاثیر قیمت خرید و یا شاخص قیمت بر پایه ترجیحات فردی و نه ضابطه ای روشن، اقدام کرده و به نقاطی ترجیحی اتکاء می کنند. در حالی که سرمایه گذاران عقلایی با اطلاعات جدید، واقع گرایانه برخورد کرده و قیمت های خاصی را مبنای تصمیم گیری خود قرار نمی دهند (چانگ و همکاران، ۲۰۱۶؛ ورکمن، ۲۰۱۳؛ هائو و همکاران، ۲۰۱۶).

**نمایندگی:** زمانی که سرمایه گذاران با شرایطی متفاوت نسبت به مفروضات پیشین خود مواجه می شوند، تلاش می کنند تا بر مبنای تجربیات شخصی خود، پدیده ها را طبقه بندی نموده و بر همان مبنا اقدام نمایند (ریتر، ۲۰۰۳؛ لاوریک، ۲۰۰۸).

**ناهماهنگی شناختی:** وقتی سرمایه گذاران در موقعیت انتخاب یک گزینه از میان چند گزینه سرمایه گذاری، قرار گرفته و نوعی تعارض در تصمیم گیری بروز کند، که ریشه در وابستگی احساسی فرد داشته باشد، اغلب افراد تلاش می کنند از موقعیت های ناسازگار پرهیز کنند (پمپین، ۲۰۱۲).

**قابلیت دسترسی:** سرمایه گذاران در مواجهه با موضوعات مختلف، تصمیمات خود را بر اساس اطلاعات در دسترس اتخاذ می کنند. شرایط، علاقمندی ها، تجارب و ویژگی های فردی در انتخاب این اطلاعات و تجزیه و تحلیل آن تاثیرگذار است. بنابراین تصمیمات سرمایه گذاران، بازتابی از ویژگی های رفتاری آنها خواهد بود (جونز، ۲۰۱۲؛ لیو، ۲۰۱۴ و فرناندز، ۲۰۰۷).

**خوداسنادی:** این سوگیری به تئوری اسناد اشاره دارد. به این ترتیب که افراد تمایل دارند موفقیت های خود را به عوامل درونی و ذاتی مانند توانمندی های خود و شکست هایشان را کوچک دانسته و به عوامل بیرونی مانند کوتاهی کردن دیگران نسبت دهند (درامس، ۲۰۰۹).

**توهم کنترل:** در این سوگیری، سرمایه گذاران تصور می کنند که می توانند پیامدها را کنترل نموده، یا حداقل بر آنها تاثیر بگذارند، در حالی که واقعا این گونه نیست. درچنین شرایطی سرمایه گذاران، حاضر به پذیرش ریسک فوق العاده بوده که در نهایت بازده آنها به شدت کاهش خواهد یافت (راجوپلان و همکاران، ۲۰۱۵؛ سعیدی و همکاران، ۱۳۹۰).

**محافظه گرایی:** نوعی فرآیند ذهنی که موجب می شود سرمایه گذاران به پیش بینی های خود اعتماد کرده و اطلاعات جدید را نادیده بگیرند و یا کمتر از حد مورد لزوم به آنها واکنش نشان دهند. این نوع سوگیری موجب می شود سرمایه گذاران هنگام مواجهه با اطلاعات جدید، غیرمنعطف رفتار کنند (ارمیستد، ۲۰۱۴؛ بودایی، ۲۰۱۱؛ چافی و مدیوب، ۲۰۱۴). بنابراین سرمایه گذارانی که دچار این سوگیری می شوند به دلیل عدم سرعت در واکنش مناسب، اصطلاحا همواره از بازار عقب هستند. چنین واکنشی، موجب تحمل زیان و از دست دادن فرصت های سودآور می شود (سعیدی و فرهانیان، ۱۳۹۰؛ به زعم پمپین، ۲۰۱۲).

**ابهام‌گریزی:** سرمایه‌گذاران در مواجهه با احتمالات نامعلوم، تمایلی به پذیرش ریسک ندارند. بنابراین سرمایه‌گذاران به سوی بورس‌های داخلی سوق داده می‌شوند (باندوری، ۲۰۰۵؛ جانگ، ۲۰۱۲؛ روپادریشن، ۲۰۱۴ و هان، ۲۰۱۳).

در برخی دیگر از منابع، سوگیری‌ها را بدین‌گونه تشریح و دسته‌بندی نموده‌اند:

**سوگیری واکنش کمتر از حد:** سوگیری واکنش کمتر از حد، نوعی قرآیند ذهنی است که موجب می‌شود افراد به دیدگاه‌ها یا پیش‌بینی‌های قبلی خود متمسک شده و اطلاعات جدید را نادیده بگیرند و یا کمتر از حد لازم به آنها واکنش نشان دهند (سیمون، ۲۰۰۸). سوگیری واکنش کمتر از حد می‌تواند موجب شود سرمایه‌گذار به اطلاعات جدید کمتر از حد لازم واکنش نشان داده و به جای اقدام براساس اطلاعات به روز شده، تصورات و ذهنیت‌های قبلی خود را حفظ کند.

**سوگیری واکنش بیش از حد:** این اشتباه را می‌توان به عنوان تمایل افراد به دادن اهمیت بیشتر به برخی گزارش‌ها، پیشرفت‌ها و اظهارات تعریف‌کرد، از این رو به یک رویداد بیش از اندازه شایستگی‌اش اهمیت داده می‌شود (برجی دولت‌آبادی، ۱۳۸۷). عامل به وجود آورنده این واکنش قانون اعداد کوچک است، که سرمایه‌گذاران تصور می‌کنند رویدادها و روندهای جدید تداوم خواهند یافت. از این رو بدون توجه به تحلیل سهام‌ها در جستجوی خرید سهام چشمگیراند و سهامی را که به تازگی عملکرد ضعیفی داشته، نمی‌خرند، در حالی که ممکن است این امر (رشد یا عملکرد ضعیف سهام) کوتاه مدت و گذری باشد (سینایی و صدفی رود سری، ۱۳۸۹).

**سوگیری نمایندگی:** بیان‌گر این است که اشخاص براساس کلیشه‌ها تصمیم‌گیری می‌کنند. در واقع اشخاص احتمال رخداد یک پدیده را با توجه به میزان شباهتی که این رخداد با رویدادهای مشاهده شده قبلی دارد، برآورد می‌کنند (راعی و فلاح‌پور، ۱۳۸۳). اگر سهام جدیدی در بازار عرضه شود و سرمایه‌گذاران بین این سهام جدید و سهام شرکت دیگری که آن نیز مدتی قبل عرضه شده و دارای بازده خوبی بوده است شباهت‌های ببینند، برای خرید آن هجوم می‌آورند و این باعث افزایش قیمت سهام یاد شده بدون در نظر گرفتن اطلاعات بنیادی مربوط به آن می‌گردد (رهنمای رود پستی و همکاران، ۱۳۸۷).

**سوگیری اعتماد بیش از حد:** بیانگر تمایل به برآورد بیش از حد توانایی و خلاقیت‌های خود می‌باشد (هیرشیفلر و همکاران، ۲۰۰۲) بیش اطمینانی نقش عمده‌ای در معاملات مربوط به سهام دارد دو عامل مهم باعث فرا اعتمادی می‌شود:

۱- خود ارزیابی مثبت غیر واقع‌بینانه، این عامل باعث می‌شود سرمایه‌گذاران توانایی‌های خود را بیشتر از واقعیت موجود برآورد کنند.



۲ - خوش بینی غیر واقع بینانه، این خوش بینی باعث می شود که افراد احتمال موفقیت خود را بیشتر از آن چه هست تخمین بزنند (لیالستانی و همکاران، ۱۳۸۹). اطمینان بیش از حد، باعث می شود تا اشخاص اقدام به انجام معاملات بیشتری نمایند و به دلیل تحمل هزینه های معاملات و نیز انتخاب های نادرست، بازده کمتری کسب نمایند (باربریز وتالر، ۲۰۰۱). **سوگیری توجه بیش از حد به شایعات:** یکی از رفتارهای شایع در بازارهای مالی خرید و فروش اوراق بهادار براساس شنیده ها و شایعات می باشد. در بسیاری مواقع سرمایه گذاران به محض دریافت خبری اقدام به خرید و فروش سهام می نمایند (بدون اینکه اطلاعاتی موثق و تحلیل شده راجع به آن داشته باشند) که این رفتار فردی در بورس، می تواند نوسانات شدید و حباب های قیمتی و ناآرامی هایی بازار گردد (خشنود و تهرانی، ۱۳۸۴). **سوگیری لنگر انداختن:** لنگر انداختن بیانگر این است که اشخاص هنگام برآوردهای کمی، بی جهت تحت تأثیر برآوردهای قبلی یا اعداد و ارقام موجود در بیان مسئله قرار می گیرند (راعی و فلاح پور، ۱۳۸۳).

**سوگیری دسترسی به اطلاعات:** معمولاً افراد در مواجهه اولیه با موضوعات 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 (رهنمای رود پستی و همکاران، ۱۳۸۷).

**سوگیری باور گرایی (باور گرایی):** سوگیری باورگرایی عبارت است از: جستجوی اطلاعاتی که از عقیده سرمایه گذار حمایت می کند، چه بسا ممکن است شواهدی را مغایر یا متناقض با این اطلاعات باشد، نادیده بگیرد (سیمون، ۲۰۰۸).

**سوگیری توان پنداری:** سوگیری توان پنداری باعث می شود، سرمایه گذاران پرتفوی نامتنوعی داشته باشند. تحقیقات نشان داده است سرمایه گذاران موقعیت های سرمایه گذاری متمرکزی را ایجاد می کنند، زیرا به سمت شرکت هایی جذب می شوند که احساس می کنند می توانند تا حدی بر این شرکت ها کنترل داشته باشند (بدری، ۱۳۸۸، ۱۲۳). **سوگیری بهینه بینی:** تمایل افراد به این اعتقاد که آنها از میانگین بهترند و این اعتقاد که بدشانسی با احتمال بیشتری برای افراد دیگر رخ می دهد.

**سوگیری دیدگاه محدود:** به علت دید بسته و یا محدود، برخی سرمایه گذاران در حالت زبان قرار می گیرند. یکی از این دلایل داشتن دید کوتاه مدت برخی سرمایه گذاران است. در حالی که بعضی سرمایه گذاری ها در بلند مدت سودده هستند. از عوامل دیگر هم می توان تمایل شدید سرمایه گذار را به یک سهم خاص و پافشاری به نگهداشتن آن سهم

دانست. نتیجه همه‌ی آنچه در این مورد خاص ذکر گردید منجر به تصمیم‌گیری‌های عجولانه و یا با تاخیر می‌گردد (اسلامی بیدگلی و کردلوئی، ۱۳۸۹).

**سوگیری سازگارگرایی:** وقتی افراد با اطلاعات جدیدی مواجه می‌شوند که با ادراکات قبلی آنها در تعارض است، غالباً نوعی ناراحتی ذهنی احساس می‌کنند که در واقع یک پدیده روانشناختی است و از آن با عنوان سازگارگرایی نام برده می‌شود (بدری، ۱۳۸۸).

**سوگیری خود اسنادی:** این سوگیری که یکی از عوامل اصلی خودفریبی سرمایه‌گذاران در بازارهای سرمایه می‌باشد، ناشی از نظریه نسبیت در روانشناسی می‌باشد. در این نظریه، افراد رویدادهایی را که معتبر بودن اعمال آن‌ها را تأیید می‌کند به توانایی‌های بالای خود و رویدادهایی را که اعمال آنها را تأیید نمی‌کنند، به شانس و اقبال بدخود و عوامل بیرونی نسبت می‌دهند (بم، ۱۹۶۵).

**سوگیری رویدادگرایی (پس بینی):** بعضی مواقع افراد تمایل دارند، باور کنند می‌توانند پیامد یک واقعه را به درستی پیش بینی کنند، البته بعد از زمانی که آن واقعه اتفاق افتاده است (قلی‌پور، ۱۳۸۶).

**سوگیری ابهام‌گریزی:** انسان‌ها در مواجهه با توزیع احتمالات نامعلوم، تمایلی به پذیرش ریسک از خود نشان نمی‌دهند. عموماً افراد در موقعیتهای مبهم، دچار تردید می‌شوند و گرایشی در آنها شکل می‌گیرد که ابهام‌گریزی بر مساله تنوع بخشی ناکافی سایه می‌افکند (بدری، ۱۳۸۸).

**سوگیری داشته بیش‌نگری:** سوگیری داشته بیش‌نگری را به صورت یک فرایند ذهنی تعریف می‌کنند که در آن وزن متفاوتی به ارزش یک شی‌ی داده می‌شود. این ارزش تابع آن است که آیا شی مورد نظر مایملک فرد است؛ و می‌خواهد آن را از دست بدهد، یا اینکه شی را در اختیار نداشته و می‌خواهد آن را به دست آورد (بدری، ۱۳۸۸).

**سوگیری اثر تمایلی:** اثر تمایلی در نظریه‌های مدرن به خوبی شناخته شده است. این اشتباه بیانگر میل طبیعی به فروش سریع سهام برنده (سودآور) و نگهداشتن بیش از اندازه سهام بازنده (زیان‌ده) است. نکته مهم این است که بخش دوم اثر تمایلی می‌تواند موجبات زیان‌های کلانی را فراهم کند. (برجی دولت‌آبادی، ۱۳۸۷)

**سوگیری تازه‌گرایی:** سوگیری تازه‌گرایی موجب می‌شود افراد به نحو بارزی بیشتر از رویدادهای گذشته، رویدادها و مشاهدات اخیر را به یاد آورند و بر آنها تمرکز کنند. این سوگیری سرمایه‌گذاران را وادار می‌کند که به جای بررسی مجموعه اطلاعات مربوط که اغلب دوره‌زمانی بسیار وسیع‌تری را در بر می‌گیرد، بر داده‌هایی که اخیراً جمع‌آوری شده است، بیشتر تمرکز نمایند (بدری، ۱۳۸۸).

**سوگیری دگرگون‌گریزی:** سوگیری دگرگون‌گریزی اشاره به این واقعیت دارد که یک گزینه، زمانی که با حفظ موقعیت موجود طراحی می‌شود، در مقایسه با زمانی که این گونه طراحی نشده باشد، خوشایندتر به نظر می‌رسد. سوگیری دگرگون‌گریزی سرمایه‌گذاران را ترغیب می‌کند اوراق بهاداری را ننگه‌داری کنند که با آن احساس الفت و آشنایی داشته‌اند (همان منبع، ۲۷۵).

**سوگیری زیان‌گریزی:** یکی از اصول اساسی مالی رفتاری، 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 (نویس، ۲۰۰۴).

**سوگیری پیشیمان‌گریزی (دوری از تأسّف و پشیمانی):** در مواقعی اتفاق می‌افتد که با وجود آنکه یک سرمایه‌گذاری به نظر خوب می‌آید اما سرمایه‌گذار از آن احتراز نموده و نوعی ترس برای ورود به آن سرمایه‌گذاری خاص از خود نشان می‌دهد، در چنین حالتی ریسک‌گریزی سرمایه‌گذار به علت فرار از حالت تأسّف و یا پشیمان شدن در آینده می‌باشد (اسلامی بیدگلی و همکاران، ۱۳۸۹).

**سوگیری حسابداری ذهنی:** حسابداری ذهنی نوعی قالب ذهنی است که در آن اشخاص دنیای پیرامون خود را به حساب‌های ذهنی مجزا دسته‌بندی می‌کنند. سرمایه‌گذاران عادت دارند که به هر کدام از اقلام پرتفوی خود به‌طور جداگانه بپردازند. این امر می‌تواند به تصمیمات غیر کارا منجر شود (راعی و همکاران، ۱۳۸۳؛ به نقل از صمدی و همکاران، ۱۳۹۱).

### نتیجه‌گیری

رفتار سرمایه‌گذاران می‌تواند بر بازارهای مالی تأثیرگذار باشد. برخی از محققان معتقدند که کل بازار بر اساس ویژگی‌های شخصیتی افراد شکل می‌گیرد و حرکت می‌کند. شاید این موضوع کمی اغراق‌آمیز به نظر برسد؛ اما طبق شواهد گذشته می‌توان این نتیجه‌گیری را تا حدودی معتبر دانست. این شواهد نشان می‌دهد که اطلاعات شخصی، میزان تحصیلات، محیط و عوامل بسیار دیگری بر رفتار سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد. پس این رفتارها و تغییرات آن‌ها نیز می‌تواند دلیل انتخاب و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران باشد. این جهت‌گیری‌ها در بازارهای مالی می‌تواند بر روند بازار و قیمت‌ها تأثیر بگذارد. در کنار این عوامل شاید بتوان موارد کلان جامعه را نیز بر تغییرات بازارها و نوسان قیمت‌ها تأثیرگذار دانست؛ بنابراین سرمایه‌گذاران نیاز دارند تا برای شناخت بهتر و عملکرد بهینه در بازارهای سرمایه این عوامل را در کنار هم در نظر بگیرند.

بزرگ‌ترین نقد به دانش مالی رفتاری این است که بیشتر به یک فلسفه شباهت دارد تا علم؛ چرا که آزمایشات کنترل‌شده‌ی بسیار معدودی برای تأیید علت و معلول‌های آن انجام شده است؛ حتی اگر چنین آزمایشاتی هم وجود داشته باشند، احتمالاً به کار سرمایه‌گذاران نیامده است چرا که

کمی‌سازی این عوامل تقریباً غیرممکن است و استفاده از آمار، نتایج آنقدر دقیقی که برای سرمایه‌گذاران مفید باشد به دست نداده است. حتی مدیران نهادی پورتفولیو با کامپیوترهای پرسرعت و مدل‌های مالی پیچیده‌ی خود نمی‌توانند بازار را پیش‌بینی کنند چرا که اگر می‌توانستند، بسیاری از آنها عملکرد فوق‌العاده‌ای در شاخص‌ها از خود به نمایش می‌گذاشتند. تحقیقات فراوانی نشان داده‌اند که سرمایه‌گذاران به ندرت توانسته‌اند در یک بازه‌ی زمانی به چنین موفقیتی دست پیدا کنند و حتی اگر به چنین توفیقی رسیده‌اند ممکن است کاملاً شانسی بوده باشد. در مجموع، در حالی که صدها مدیر پورتفولیو سخت تلاش می‌کنند تا عملکرد بهتری از خود به جای بگذارند، برخی هم کاملاً بر پایه‌ی شانس و اقبال به موفقیت می‌رسند.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

فهرست منابع:

- ≠ باغومیان، رافیک. (۱۳۹۰). بررسی روند اثر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۳(۱۲)، ۱۲۰-۱۳۵.
- ≠ برجی دولت‌آبادی، ابراهیم، (۱۳۸۷)، "رفتار مالی، پارادایم حاکم بر بازارهای مالی"، ماهنامه علمی آموزشی تدبیر، شماره ۱۹۱، صص ۳۶-۱.
- ≠ حیدرپور، فرزانه، یدالله تاری وردی و مریم محرابی، (۱۳۹۲)، "تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ششم، شماره ۱۷، صص ۱۳-۱.
- ≠ رهنمای رودپشتی، فریدون و شهره یزدانی، (۱۳۸۸)، "کاربرد تئوری‌های روانشناسی در حسابداری"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱، شماره ۴، صص ۲۶-۱.
- ≠ سروش یار، افسانه و علی احمدی، سعید. (۱۳۹۵). بررسی نقش مومنتوم و احساسات سرمایه‌گذاران بر رفتار توده وار در بورس اوراق بهادار تهران، دانش سرمایه‌گذاری، سال پنجم، شماره هجدهم، صص ۱۵۹-۱۴۷.
- ≠ سعیدی، علی. و فرهانیان، سیدمحمد جواد. (۱۳۹۰). مبانی اقتصادی و مالی رفتاری، تهران: شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس.
- ≠ شهرآبادی، ابوالفضل و راحله یوسفی، (۱۳۸۶)، "مقدمه‌ای بر مالیه رفتاری"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۶۹، صص ۲۴-۳.
- ≠ صمدی، عباس؛ سهرابی، روح‌الله و معین خزایی، محمد. (۱۳۹۱). شناسایی سوگیری‌های رفتاری تأثیرگذار بر تصمیم‌گیری سهام‌داران فردی در خرید و فروش سهام در تالار بورس منطقه ای همدان، فصلنامه مدیریت، سال نهم، شماره ۲۸، صص ۱۰۰-۸۵.
- ≠ فروش باستانی، علی و اسلامی بیدگلی، سعید و رحیمی فر، سیدمحمدایمان. (۱۳۹۳). ارائه مدل پویای بازار مالی با عقاید ناهمگن و اطمینان وابسته به حالات، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره نوزدهم، تابستان ۱۳۹۳، صص ۹۱-۵۷.
- ≠ فلاح پور، سعید، عبداللهی، غلامرضا. (۱۳۹۰)، بهار و تابستان. شناسایی و وزن دهی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار بورس اوراق بهادار تهران. نشریه تحقیقات مالی، سال سیزدهم، شماره ۳۱، صص ۱۲۰-۹۹.
- ≠ مهرانی، کیارش، معدنچی زاج، مهدی. (۱۳۹۷). آزمون اثر احساسات و الگوی رفتار معاملات سرمایه‌گذاران بر بازده مازاد سهام در بورس اوراق بهادار تهران. راهبرد مدیریت مالی، ۶(۲)، ۱۴۰-۱۶۷.

- ≠ Armistead, N. (2014). Comparative analysis of individual investor portfolios based on behavioral finance and efficient market theories. North central University. Pro Quest.
- ≠ Bhandari, G. (2005). Incorporating cognitive support in investment DSS.
- ≠ Boudaoui, A. (2011). A Study of Behavioral Finance: Background, Theories and Application. Master's Thesis, Sao Paulo University.
- ≠ Chang, C. C., Chao, C. H., & Yeh, J. H. (2016). The role of buy-side anchoring bias: Evidence from the real estate market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 38, 34-58.
- ≠ Chang, C. Y. (2012). Order imbalance and daily momentum investing: evidence from Taiwan. *Financial Review*, 47(4), 697-718.
- ≠ Christie, W. G. and Huang, R. D. (1995). "Following the Pied: Do Individual Returns earnings management. *Journal of Corporate Finance* 8, 29-48.
- ≠ Droms, C. M. (2009). An Investigation into Consumers' Repeated Attempts at Behavior Change. Theses and Dissertations.
- ≠ Ebert, S. (2015). On skewed risks in economic models and experiments. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 112, 85-97.
- ≠ Fernandes, J. L. B. (2007). Risk Taking in Financial Markets: a Behavioral Perspective. Unpublished PHD, University Carlos Madrid.
- ≠ Hao, Y., Chu, H. H., Ho, K. Y., & Ko, K. C. (2016). The 52-week high and momentum in the Taiwan stock market: Anchoring or recency biases?. *International Review of Economics & Finance*, 43, 121-138.
- ≠ Jones, B. (2012). Invited Editorial Comment: Behavioral Finance 2.0. *The Journal of Portfolio Management*, 38(4), 1-2.
- ≠ Kehiaian, S. E. (2012). Factors and behaviors that Influence Financial Literacy in U.S. Master's Thesis, Nova Southeastern University.
- ≠ Kim, C., Wang, K., Zhang, L. (2015). Readability of 10-K Reports and Stock Price Crash Risk. *Canadian Academic Accounting Association(CAAA) Aual conference*. Available at SSR; <http://ssrn.com/abstract=2378586>.
- ≠ Kim, T & Ha. A, (2010), "Investor Sentiment and Market Anomalies", 23rd Australasian Finance and Banking Conference 2010 Paper, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1663649>, PP. 1-24.
- ≠ Langer, E. (1975). «The Illusion Of Control». *Journal Of Personality And Social Psychology*, 32 (2), 311-328.
- ≠ Liston, D.P and Huerta, D, (2012), "Does Investor Sentiment Affect Mexican Stock Market Returns and Volatility? ", *The Global Journal of Finance and Economics*, Vol. 9, No.2, PP. 121-132.
- ≠ Liu, F. (2014). Professional Financial Advice, Self-Control and Saving Behavior (Doctoral dissertation, The Ohio State University).

- ≠ Lovric, M. (2011). Behavioral Finance and Agent-Based Artificial Markets. Unpublished PHD, University Rotterdam.
- ≠ Pompian, M. M. (2012). Behavioral finance and wealth management. How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases, New Jersey.
- ≠ Rajagopalan, P., & Gurusamy, S. (2015). Behavioural Biases and Perception of Retail Investors in Stock Market-An Empirical Approach. *Sumedha Journal of Management*, 4(1), 113-140.
- ≠ Vieira, E. and M. Pereira. (2014). "Herding Behaviour and Sentiment: Evidence in a Small European Market", *Spanish Accounting Review*, 18 (1), pp 78–86.

